

GOVERNANÇA DAS IPO'S NO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL NO PERÍODO DE 2010 A 2013: EM QUE MEDIDA É POSSÍVEL EVIDENCIAR OS RECURSOS DESTINADOS À INOVAÇÃO?

MÔNICA CAMPOS DA SILVA

Universidade Federal do Paraná - UFPR
monica.campos_cic@hotmail.com

ANA PAULA MUSSI SZABO CHEROBIM

Universidade Federal do Paraná
anapaulamussi@ufpr.br

ADEMIR CLEMENTE

Universidade Federal do Paraná - UFPR
ademir@ufpr.br

ÁREA TEMÁTICA: Finanças

GOVERNANÇA DAS IPO'S NO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL NO PERÍODO DE 2010 A 2013: EM QUE MEDIDA É POSSÍVEL EVIDENCIAR OS RECURSOS DESTINADOS À INOVAÇÃO?

RESUMO

O financiamento a inovação é marcado pela incerteza de retorno do capital investido dificultando assim o acesso ao crédito pelas empresas para projetos de inovação e tecnologia. A Teoria da *Pecking Order* estabelece uma hierarquia para financiamento de projetos. Inicialmente as empresas recorrem a recursos internos, seguidos de dívidas e, finalmente, emissão de ações. O presente trabalho tem por objetivo verificar em que medida a destinação dos recursos captados por meio das ofertas iniciais de ações – IPO's na Bovespa, descritas nos prospectos de emissão, é posteriormente evidenciada no formulário de referência; nos casos específicos de recursos para inovação e tecnologia. A amostra consiste nos IPOs ocorridos de 2010 a 2013. São utilizados dados secundários sendo eles o prospecto de emissão de ações e os formulários de referência coletados no site da Comissão de Valores Mobiliários- CVM. Os prospectos são comparados à evidenciação nos formulários de referência nos anos subsequentes a captação. Foram levantadas 84 diferentes destinações e identificadas 15 para inovação. Nos formulários de referência do ano do IPO e anos subsequentes, foram confirmadas 61,90% das promessas e 38,10% não foram confirmadas. Conclui-se pela reduzida governança nos processos de IPO no Brasil.

Palavras- chave: IPO. Inovação e Tecnologia. Governança Corporativa.

ABSTRAT

The financing an innovation is marked by uncertainty of return on capital invested thus hindering access to credit by firms to projects innovation and technology. The theory pecking order establishes a hierarchy for project financing. Initially companies use internal resource, followed the debts and finally issuing shares. This study aims to determine to what extent the allocation of funds raised through initial public offerings – IPO's on Bovespa, described in the prospectus issued, later is evidenced in the form of reference; in the specific case of resources for innovation and technology. The sample consists of IPO's that occurred from 2010 to 2013. Are used data secondary, the prospectus for the issue of shares and the form of reference, available in website the Securities and Exchange Commission- CVM. The Prospectuses are compared to the disclosure of the reference forms in the subsequent years. Were raised 84 different destinations and identified 15 destinations for innovation. The forms of reference the year of the IPO and subsequent, were confirmed 61.90% and 38.10% of the promises have not been confirmed. It is concluded that reduced governance in IPO in Brazil.

Keywords: IPO. Innovation and technology. Corporate Governance.

1. INTRODUÇÃO

Para expandir os negócios, as empresas visam realizar investimentos que proporcionem altos retornos, ou seja, elas têm por objetivo maximizar seu valor e a riqueza do acionista. Procuram identificar alternativas positivas para expansão de seu negócio, alternativas estas que podem ser financiadas por ampliação do capital próprio, ou utilizando capital de terceiros. Os investimentos em pesquisa, tecnologia e inovação prometem elevado retorno, no entanto, usualmente são revestidos de maior risco. A situação é ainda mais complexa para as empresas cujo negócio principal é a inovação e a tecnologia. Essas empresas têm sérias dificuldades na captação de recursos para sua expansão, por que embora submetida à mesma lógica de capital, essa atividade segundo Maçaneiro e Cherobim (2011) requer análise à parte, dadas as especificidades que lhe são inerentes, principalmente em termos da intangibilidade dos ativos, das incertezas e dos riscos.

A abertura de capital é decisão importante para qualquer empresa, afinal é uma decisão estratégica e altera de forma definitiva a gestão, os controles internos e a transparência da empresa. Receber novos sócios via do mercado de capitais significa mudança na gestão e na cultura da empresa, ela precisará atender as exigências adicionais e terá obrigação permanente na condição de companhia aberta (PWC 2011).

Nessa ótica, as empresas quando decidem abrir seu capital e negociar ações em bolsas de valores devem atender a diversos requisitos, dentre eles elaborar o Prospecto de Oferta Pública de Ações. Esse documento traz todas as informações importantes da oferta, inclusive fatores de riscos que devem afetar o negócio (CVM 400/2003). Essas informações têm a função de auxiliar a avaliação das melhores oportunidades de alocação de recursos por parte dos investidores, que visam retornos dos investimentos acima da taxa de retorno média da economia, portanto, assumem riscos maiores.

Nos últimos anos, as entidades participantes do mercado de capitais, como por exemplo a Comissão de Valores Mobiliários- CVM e BM&FBovespa têm exigido maior nível de informação para aumentar o nível de proteção aos acionistas. Essa perspectiva informacional visa promover a divulgação das Demonstrações Contábeis relevantes para a tomada de decisão aos usuários externos (BEAVER, 1998). Um dos principais objetivos da informação contábil é contribuir para a redução da assimetria informacional existente entre os usuários internos (gestores, executivos etc.) e os usuários externos da entidade (acionistas, credores, governo etc.) (MURCIA, 2009).

A destinação dos recursos captados em oferta pública é evidenciada nos prospectos de emissão em conjunto com informações quanto ao valor captado e seus respectivos custos. Como forma de manter as informações pertinentes às empresas atualizadas para efeito de governança corporativa, a instrução da CVM nº 480/09 traz a obrigatoriedade e responsabilidade do diretor de relação com investidores pelo preenchimento do Formulário de Referência e respectiva disponibilização em redes de computadores para os investidores. Neto, Souza e Rossi (2010) afirmam que o formulário de referência é considerado como prospecto permanente do emissor e deve ser atualizado continuamente e nos prazos estabelecidos pela instrução. Entretanto, as empresas podem evidenciar tais informações sob diferentes dimensões. A disponibilização dessas informações é chamada de transparência, e está associada à governança corporativa das empresas.

Nesse sentido esse artigo se propõe a verificar, em que medida a destinação dos recursos captados por meio das ofertas iniciais de ações – IPO's na Bovespa, descritas nos prospectos de emissão, é posteriormente evidenciada no formulário de referência; nos casos específicos de recursos para inovação e tecnologia, em outras palavras, verificar evidências de mecanismos de governança corporativa na destinação dos recursos captados em IPO's na Bovespa. Visando alcançar o objetivo geral tem-se os seguintes objetivos específicos: mapear as promessas de investimento contidas nos prospectos das

empresas que realizaram IPO's entre os anos de 2010 a 2013; identificar, classificar e quantificar as promessas para investimento em inovação e tecnologia; levantar no formulário de referência contido nas DFP (Demonstrações Financeiras Padronizadas) das empresas, a destinação efetiva nos anos subsequentes à captação de recursos; calcular o percentual de recursos prometidos nos prospectos de IPO's que foram efetivamente destinados à inovação e tecnologia; e interpretar os resultados.

Trabalhos anteriores relacionados a IPO focaram suas análises na: Evidenciação do comportamento a longo prazo das ações (TEIXEIRA; BARBOSA; SOUZA, 2011; RAMOS; 2006; ALBERTO; COTA; NEVES, 2011); Precificação e estabilização dos preços das ações no momento se sua oferta inicial (CASOTTI; MOTTA, 2008; CARVALHO; PINHEIRO, 2010; SILVA; FAMÁ, 2011); Estrutura de Capital (MENDES; BASSO; KAIO, 2009); *Equity Market Timing* (ROSSI JR; MAROTTA, 2010; GUIMARÃES; BISPO; SOARES; MARQUES, 2013); Qualidade das informações na IPO (PAULO; CAVALCANTE; MELO, 2012); Evidenciação de riscos na emissão de ações (FERNANDES; SOUZA; FARIA, 2010; CUNHA; SILVA; FERNANDES, 2011). Nota-se que as pesquisas encontradas concentraram na avaliação do comportamento das ações (mercado) bem como, com a evidenciação do risco inerente a captação. Todavia foram encontradas duas pesquisas mais alinhadas com a proposta desse artigo, a primeira evidencia a importância da inovação no desempenho dos processos de abertura de capital (SAMPAIO, 2011), que é importante porque utilizou informações também constantes no prospecto de emissão. A segunda é o estudo de Silva e Galdi (2010) que verifica se as empresas que fizeram novas divulgações (voluntárias) são as que possuem maiores níveis de governança corporativa, para isso foi observado os Relatórios de Administração e Notas Explicativas constantes na Demonstrações Financeiras Padronizadas do ano do IPO e do ano seguinte de 70 empresas. As principais conclusões foram que as empresas fazem mais divulgação no ano da IPO da destinação dos recursos captados, as variáveis de controle criadas para evidenciar a relação entre divulgação da destinação de recursos e a governança corporativa não se mostraram significantes, e foi justificada pela recém entrada das empresas no mercado de ações, como sugestão de novas pesquisas foi proposto verificar a efetivação da destinação dos recursos em relação ao prometido já que não foi do escopo do trabalho.

A motivação para essa pesquisa é então a carência de trabalhos que evidenciem o financiamento para inovação e tecnologia via mercado de ações, e ainda a evidenciação obrigatória das empresas com o advento da instrução 480/09, em formulário de referência das respectivas destinações. Diante do exposto, surge a questão problema dessa pesquisa: **Qual o nível de governança da destinação de recursos captados por meio das ofertas iniciais de ações- IPO's na Bovespa, no período de 2010 a 2013?**

O estudo está estruturado da seguinte forma: no tópico seguinte tem-se a discussão teórica do trabalho; em seguida são percorridos os procedimentos metodológicos para consecução dos resultados; no tópico posterior tem-se a exposição dos resultados encontrados pelo estudo; e, por fim, são abordadas as considerações finais da pesquisa.

2. REVISÃO TEÓRICA

Para compreender o tema é necessário resgatar os conceitos de IPO, Estrutura de Capital e Inovação.

2.1 Initial Public Offer – IPO

A IPO- *Initial Public Offer* significa, oferta pública inicial de ações para negociação em bolsas de valores. No Brasil, para a empresa ter o direito de colocação de títulos no mercado, nos termos da Instrução da Comissão de Valores Mobiliários- CVM nº 400/03, são necessários: o registro como companhia aberta na CVM, sua transformação em sociedade

anônima e, no caso da emissão de ações, proceder a sua listagem em uma bolsa de valores, devendo todas as emissões pretendidas serem autorizadas e registradas pela CVM.

A oferta inicial de ações é a venda, sem exclusividade de ações para o público em geral, que se destaca pela possibilidade de reduzir custo de capital (MODIGLIANI; MILLER, 1963) e de melhorar a credibilidade perante os investidores (MAKSIMOVIC; PICHLER, 2001). No IPO todos os investidores pagam o mesmo preço pelas ações e ficam autorizados a negociar suas ações a partir de uma mesma data.

O processo de IPO pode realizar-se de duas modalidades, por meio de colocação primária ou secundária (*block-trade*). Quando ocorre um lançamento público de ações via mercado primário, a empresa emissora oferece novas ações para obter recursos. Já no lançamento público via mercado de secundário ocorre por meio da oferta de um lote de ações que os atuais acionistas da empresa possuem. Nesse último caso, não ocorre à captação de recursos por parte da empresa, e sim ocorre a transferência dos recursos para os acionistas que se desfazem de suas posições em ações (PINHEIRO, 2009).

A motivação para decisão de financiamento mediante subscrição e integralização de novas ações, não é a mesma de empresa para empresa. Segundo Neto, Souza e Rossi (2010) uma das razões para a abertura de capital é a captação de recursos para investimento ou reestruturação de passivos; arranjos societários, liquidez patrimonial, novo relacionamento de funcionários e imagem institucional. Pagano, Panetta e Zingales (1998) verificou que as empresas têm como maior motivação, não a obtenção de recursos para investimentos futuros, mas sim buscam o equilíbrio de estrutura de capital trocando endividamento por acionistas.

No processo de abertura de capital a empresa tem de expor ao mercado de capitais sua real situação, bem como informações prospectivas, assim é solicitado pela CVM que a empresa elabore o Prospecto de Emissão e Formulário de Referência- FRE.

O Prospecto de Oferta é um documento que traz informações importantes sobre a oferta de ações, entre elas, as perspectivas e planos da companhia, a situação de mercado, risco de negócio, entre outras informações relevantes para o possível investidor, é a informação da destinação dos recursos captados (BOVESPA, 2009). Já o Formulário de referência inspirado do Shelf Registration System da International Organization of Securities Commissions- IOSCO, do qual a CVM é membro, é um documento eletrônico e padronizado onde o emissor deposita na CVM todas as informações societárias e gerenciais possibilitando assim maior agilidade ao processo de registro da oferta pública (NETO; SOUZA; ROSSI, 2010), o formulário de referência é considerado como prospecto permanente do emissor e deve ser atualizado continuamente, nos prazos estabelecidos pela instrução CVM 480/09.

2.2 Estrutura de Capital

A estrutura de capital é o reflexo das decisões de financiamento das empresas ao longo dos anos, tais como taxa de juros, taxa de retorno de investimento e a fonte financiadora. As fontes de financiamento têm duas origens: recursos próprios e recursos de terceiros. Segundo Pinheiro (2009),

A empresa em fase de crescimento necessita de recursos financeiros para financiar seus projetos de expansão. Mesmo que o retorno oferecido pelo projeto seja superior ao custo de um empréstimo, o risco do negócio recomenda que exista um balanceamento entre o financiamento de projetos com recursos externos e próprios. Quando a empresa passa a ter necessidade de financiamento para seus investimentos ou, até mesmo, à reestruturação de seus passivos, a captação de recursos via abertura de capital é uma alternativa excelente aos financiamentos bancários. (p. 177)

A captação de recursos por meio de fontes externas ou de terceiros aumenta o nível de endividamento e como consequência reduz a capacidade de reobtê-los, ainda deve-se considerar o risco de cobertura, pois a lucratividade de uma entidade deve ser dividida com seus proprietários e/ou acionistas (dividendos), governo (tributação) e credores (juros).

Já as fontes internas ou próprias além de possibilitarem novas obtenções de recursos, também reduzem o endividamento melhorando os indicadores econômico-financeiros da empresa e ampliam a capacidade de obtenção de recursos externos, caso seja necessário.

A ordem de utilização das fontes de financiamento pode seguir a lógica teórica da *Pecking Order Theory* – POT (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984), pela qual toda empresa segue uma sequência hierárquica na formação de sua estrutura de capital. Modigliani e Miller (1963) discorrem sobre a irrelevância da estrutura de capital, no entanto para este estudo a Teoria da POT sustenta de forma mais adequada a escolha da empresa por financiar –se via IPO, em especial se tratando de financiamento a inovação. De início, a empresa daria preferência ao financiamento interno, caso necessite de financiamento externo, a sequência lógica seria a emissão de debêntures e títulos conversíveis, antes de optar pela emissão de ações. Essa teoria sustenta que empresas mais lucrativas são naturalmente menos endividadas, já que elas podem financiar seus novos projetos sem se endividar ou emitir ações. A pesquisa de Medeiros e Daher (2008) constatou de que a chamada teoria *Pecking Order*, em sua forma semiforte, é a que melhor explica a determinação da estrutura de capital das empresas brasileiras. Iquiapaza, Amaral e Araújo (2008), Albanez e Valle (2009), também discutiram a aderência da POT no mercado brasileiro.

2.3 Inovação

A relevância da inovação foi reconhecida em 1930 por Schumpeter (1982), sendo definida como a introdução de novo produto, método de produção, abertura de mercado, conquista de fonte de matérias-primas. É uma novidade tanto para a organização empresarial como para o ambiente em que está inserida, ou seja, representa a introdução de um novo bem, ou de uma nova qualidade com o qual os consumidores ainda não estão familiarizados.

Inovação é uma combinação de necessidades sociais e de demandas do mercado com os meios científicos e tecnológicos para resolvê-las. Inovação Tecnológica é entendida como a transformação do conhecimento em produtos, processos e serviços que possam ser colocados no mercado (OECD, 2005).

O BNDES (2013) define inovação como sendo a introdução no mercado de produtos, processos, métodos ou sistemas não existentes anteriormente ou com alguma característica nova e diferente da até então em vigor, sendo resultante de novos desenvolvimentos, e combinações de tecnologias existentes ou da utilização de outros conhecimentos adquiridos pela empresa.

Dificuldade de financiamento à inovação e tecnologia

Corder e Sales- Filho (2006) ao discutirem sobre o financiamento à inovação destacam que devido às incertezas e grandes riscos, a maior fonte dos recursos destinados aos investimentos iniciais devem provir do setor público, pois os investidores de maior porte preferem as fases posteriores, mais seguras. Isso revela a importância do setor público e das políticas para fazer frente e incentivar investimentos em inovação tecnológica, provendo incremento em setores considerados críticos na política de desenvolvimento de um país (Bastos, 2004). Em fases mais maduras a empresa consegue se financiar no mercado de forma tradicional pelas linhas de crédito, tanto pela Finep- Financiadora de Estudos e Projetos quanto pelo BNDES- Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, essas instituições trabalham ofertando instrumentos financeiros a fim de incentivar e intensificar a produção de conhecimento e de inovações nas firmas brasileiras.

Vale ressaltar os incentivos fiscais consubstanciados na Lei nº 11.196/2005, chamada de Lei do Bem para as atividades de inovação, seus benefícios são para a fase de risco tecnológico que compreende a pesquisa básica aplicada ao desenvolvimento tecnológico.

Hall (2002) explora as razões do baixo nível de investimento em inovação por parte dos mercados financeiros, e elenca que o investimento em inovação tecnológica tem características diferentes dos demais investimentos. Como por exemplo, o grau de incerteza quanto ao retorno, necessitando de fontes de recursos diferenciadas ao seu financiamento.

O Manual de Oslo (OECD, 2005) elenca como fatores que prejudicam as atividades de inovação não só fatores econômicos como; falta de fontes apropriadas de financiamento, custo muito alto e prazo muito longo de retorno do investimento na inovação, julga também como ponto prejudicial fatores inerentes a própria empresa como; potencial de inovação insuficiente, falta de pessoal qualificado, gastos com inovação difíceis de controlar e resistência a mudanças na empresa.

2.4 IPO e Inovação

Quando a empresa decide que a forma de captação será pelo mercado aberto, tem-se a Oferta Pública de Ações- IPO. Maksimovic e Pichler (2001) verificaram que o momento mais oportuno para fomentar inovação tecnológica por intermédio de capital externo depende de três fatores sendo eles, percepção do mercado sobre a viabilidade do produto e da empresa, probabilidade de surgimento de tecnologia superior e por último o volume de capital necessário para pesquisar e desenvolver produtos.

Para Sampaio (2011) essa decisão apresenta um componente estratégico que é a necessidade evidencição, ou seja, obrigações com os usuários em prestar informações, isso pode comprometer lançamentos de novos produtos. No entanto para Pagano, Panetta e Zingales (1998) a abertura de capital 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.

2.5 IPO e Governança Corporativa

A abertura de capital das empresas trouxe um desafio novo de gestão, que é administração de conflitos decorrentes da relação entre proprietários (sócios/ acionistas) e a diretoria, incumbida de tomar as decisões que definirão os rumos da empresa.

A governança corporativa surgiu da preocupação de criar um conjunto eficiente de mecanismos, tanto de incentivos quanto de monitoramento, a fim de assegurar que o comportamento dos executivos estivesse sempre alinhado ao interesse dos acionistas (SHLEIFFER; VISHNY, 1997).

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2014), governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas, conselho de administração, diretoria, auditores independentes e conselho fiscal. Orienta que as práticas das companhias estejam assentadas em quatro princípios: transparência, prestação de contas (accountability), equidade e responsabilidade corporativa. A prática do IPO é guiada pelo Novo Mercado Bovespa o mais elevado Nível Governança Corporativa.

No processo de IPO há necessidade de *disclosure*, um tópico indispensável de avaliação, por parte dos investidores é a destinação dos recursos da oferta de ações. A Instrução Normativa da CVM nº 480/09 destaca que as empresas ao elaborarem o prospecto de emissão de ações deverão reservar seção específica tratando da destinação dos recursos, conforme a quantidade de valores mobiliários a ser distribuída ou o montante de recursos que se pretende captar. Haniffa e Cooke (2002) indicam que com o objetivo de obter confiança dos investidores, empresas recém listadas em bolsa tendem a oferecer voluntariamente mais

informações. Nesse sentido esse trabalho trata de governança corporativa, fundamentada nos princípios de transparência e prestação de contas na destinação de recursos captados em oferta pública, mais especificadamente investiga se há transparência nos recursos destinados à inovação.

3. METODOLOGIA

Este artigo segue a metodologia positiva. Visa a partir da observação de uma determinada realidade e com base em arcabouço teórico predefinido, desenvolver a Teoria da Finanças com a finalidade de explicar e prever um fenômeno financeiro. É orientada por abordagem empírico analítica, com levantamento de informações dos prospectos de emissão de ações e formulários de referência das empresas que passaram pelo processo de abertura de capital no período de 2010 a 2013, portanto informações secundárias. Trata-se de estudo descritivo, que segundo Cooper e Schindler (2003) objetiva a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis. Quanto ao problema classifica-se como qualitativo.

O objetivo proposto consiste em verificar qual o nível de governança indicado pelas destinações de recursos nos processos de abertura de capital do período 2010 a 2013. Para tal são buscadas evidências no prospecto de emissão de ações em comparação a sua evidenciação subsequente no formulário de referência. O interesse específico é estudar a governança dos recursos aplicados em inovação e tecnologia. A fase inicial do trabalho é o exame dos prospectos de emissão e formulários de referência disponíveis no período 2010 a 2013, dessa forma o presente estudo, quanto aos procedimentos caracteriza-se como uma pesquisa documental. A coleta dos dados se dá por levantamento para fomentar a comparação dos recursos descritos nos prospectos para uso em atividade de inovação tecnológica com os recursos utilizados descritos no formulário de referência.

3.1 Fonte de Informação

A fonte de informação utilizada é o site da internet da Comissão de Valores Mobiliários, para coleta dos prospectos definitivos e formulários de referência das IPO's ocorridas no período de 2010 a 2013. Os prospectos de cada captação foram analisados apenas na seção de destinação dos recursos da oferta pública de ações, e os formulários de referência ativos dos anos subsequentes ao lançamento de ações, foram analisados no item 10 Comentários dos diretores, subitem 7- Destinação de recursos das ofertas públicas.

3.2 População e Amostra

A população do presente estudo é constituída pelas 35 empresas que passaram pelo processo de abertura de capital no período 2010 a 2013, listadas portanto na Bolsa de Mercadorias & Futuros BOVESPA – BM&FBOVESPA com prospecto de emissão de ações e formulário de referência disponíveis no site da CVM. Fazem parte do rol de documentos passíveis de análise, o prospecto definitivo de emissão de ações e os formulários de referência ativos disponibilizados no ano de abertura até o ano de 2013. Por exemplo, empresas que abriram capital em 2010 têm os seguintes formulários de referência analisados, os anos de 2011, 2012 e 2013, e assim sucessivamente. Nota-se que as empresas que abriram capital em 2013 só foram analisados seus respectivos prospectos, e formulário de referência do ano de 2013. A amostra é formada portanto de 25 empresas com evidenciação superior a pelo menos um ano, e 10 empresas com análise documental do ano de sua abertura de capital. De acordo com o Manual de Oslo (OECD, 2005) a veracidade da pesquisa sobre inovação é assegurada com um período de observação não superior a três anos e nem inferior a um ano. Na Tabela 1 estão apresentadas as empresas objeto deste estudo. Pode-se afirmar que esse é um estudo de censo, porquanto todas as empresas que abriram capital no período foram analisadas.

Tabela 1

Empresas que abriram capital entre o período de 2010 a 2013

Ano da IPO	Nº de IPO	Empresas
2010	11	Renova, OSX Brasil, Multiplus, Mills, Júlio Simões, Ecorodovias, Raia, BR Insurance, BR Prospe e Aliance
2011	11	Abril Educa, Technos, Qualicorp, BR Pharma, Magaz Luiza, Time For Fun, IMC Holdings, QGEP Part, Autometal, Sierra Brasil e Arezzo Co.
2012	3	BTG, Locamerica e Unicasa
2013	10	Alupar, Anima, Bioserv, CPFL Renovav, Linx, BB Seguridade, Senior Sol, SER Eduacar, Smiles e CVC Brasl.

Fonte: BM&FBovespa. Acesso em dezembro 2013. <http://www.bmfbovespa.com.br/ciaslistadas/empresaslistadas/BuscaEmpresaListada.aspx?Idioma=ptbr>

Com o objetivo de mapear as promessas de investimento contidas nos prospectos das empresas que realizaram IPO, foi realizada a primeira coleta, onde foram listadas as promessas de destinações dos prospectos identificados na seção de destinação de recursos de ofertas públicas das 35 empresas. A primeira base de dados foi elaborada com as seguintes informações: nome da empresa, ano de abertura, total captado líquido das despesas de emissão, promessa de destinação dos recursos e seu respectivo valor em reais, por exemplo; a empresa Aliansce, captou em 2010 o valor de 434.137.500,00 reais, para investir na aquisição de participação em Shopping Centers (217.068.750,00), expansão de nossos Shopping Centers (86.827.500,00) e desenvolvimento de novos Shopping Centers (130.241.250,00).

Para a identificação das promessas para inovação definiu-se como parâmetro a classificação estabelecida pelo Manual de Oslo, que divide em quatro tipos: Produtos/Serviços, Processo, Marketing e Organizacionais. A partir da definição das áreas de inovação, optou-se por estruturar um constructo com elementos que direcionem a identificação de inovação nos prospectos. As áreas de inovação, a definição e os elementos identificados encontram-se no Quadro 1.

<p>Inovação de Produto</p> <p>É a introdução de um bem ou serviço novo ou significativamente melhorado no que concerne a suas características ou usos previstos. Incluem-se melhoramentos significativos em especificações técnicas, componentes e materiais, softwares incorporados, facilidade de uso ou outras características funcionais</p> <p>Elementos: Adição de novos usos, funções ou características em produtos/serviços decorrente de pequenas modificações. Melhorias em especificações técnicas e materiais de produtos/serviços existentes. Melhorias na oferta de serviços</p>
<p>Inovação de processo</p> <p>É a implementação de um método de produção ou distribuição novo ou significativamente melhorado. Incluem-se mudanças significativas em técnicas, equipamentos e/ou softwares.</p> <p>Elementos: Implementação de um novo método de distribuição de produtos ou serviços (logística). Implementação de uma nova técnica, equipamentos, softwares de produção de produtos/serviços. Melhorias em métodos de produção e distribuição existentes.</p>
<p>Inovação de marketing</p> <p>É a implementação de um novo método de marketing, com mudanças significativas na concepção do produto ou em sua embalagem, no posicionamento do produto, em sua promoção ou na fixação de preços.</p> <p>Elementos: Introdução de novos canais de vendas (posicionamento). Introdução de novos símbolos à marca do produto/serviço que não sejam atualizações regulares.</p>
<p>Inovação organizacional</p> <p>É a implementação de um novo método organizacional, nas práticas de negócios da empresa ou em suas relações externas.</p> <p>Elementos: Implementação de novas práticas para compartilhar conhecimento e aprendizado dentro da empresa. Nova organização nas relações externas como colaboração, parcerias, subcontratações de produção, distribuição, recrutamento. Novos métodos de organizar rotinas e procedimentos do trabalho.</p>

Quadro 1 - Área de Inovação, definição e elementos que embasam o constructo de inovação.

Fonte: Adaptado do Manual de Oslo (OECD, 2005)

As promessas identificadas das 35 empresas foram categorizadas conforme o constructo apresentado na Quadro 2, sendo analisada pelo método de análise de conteúdo em

documentos, sendo eles os prospectos de emissão de ações das empresas da amostra, com base da categorização de Bardin (2008).

A segunda coleta, com o objetivo de verificação da destinação efetiva dos recursos, ocorreu com base nos formulários de referência disponíveis no site da CVM. A elaboração da segunda base de dados foi composta pelas seguintes informações: nome da empresa, a destinação de recursos, o ano do formulário que evidencia a efetiva destinação de recursos, o valor prometido, o valor destinado quando disponível e a informação de alteração de destinação dos recursos, como aplicação diferente do prometido ou em maior ou menor proporção prometida. Por exemplo, a empresa Aliansce, abriu capital em 2010 e pelo levantamento do formulário de referência do mesmo ano foi possível verificar a efetiva destinação de sua promessa em prospecto de emissão, a evidência da informação de destinação foi feita de forma qualitativa, ou seja, não foi descrito o valor desembolsado para os itens identificados no prospecto, foi constatado que a empresa reteve recursos para manutenção de caixa, o que sugere uma variação nos valores disponibilizados para a concretização da sua promessa.

Foi possível a coleta de todos os formulários de referência do ano de abertura de capital até o ano de 2013, permitindo a averiguação de qual ano a empresa evidencia a efetiva destinação e seu respectivo valor, quando disponível.

4. ANÁLISE DOS DADOS

Esse item está desenvolvido de forma a responder cada um dos objetivos secundários apresentados, para então responder a questão de pesquisa proposta.

Para mapear as promessas de investimento contidas nos prospectos das empresas que realizaram IPO entre os anos de 2010 a 2013, foram identificadas as 35 empresas que abriram capital no período de análise. Os prospectos de abertura foram analisados na seção de destinação dos recursos da oferta pública. Em inspeção visual dos dados é possível verificar que não há uniformidade na promessa de destinação dos recursos, em especial dos recursos para inovação. Foram encontrados 84 diferentes destinações, das quais apenas 15 podem ser interpretadas como sendo destinação à inovação, em conformidade com a definição e elementos que embasam o constructo de inovação descritas no Quadro 1, segundo Manual de Oslo.

No Quadro 2 é possível verificar as empresas que prometeram destinar recursos para investimento em inovação, o tipo de inovação prometida, ano da captação e o formulário de referência que evidencia a concretização da promessa, quando confirmada, bem como a verificação do percentual de recursos prometidos à atividade de inovação em função do total captado e o percentual realizado em função da respectiva promessa.

Empresa	Destinação	Tipo de Inovação	Ano do IPO e ano do FRE	% Prometido* e % Realizado**
Brasil Insurance	Implementação de sistemas de integração e central de serviços compartilhados.	Organizacional	2010/2012	12,98/100
HTRP	Programa exploratório	Processo	2010/2011	88/100
Julio Simões	Crescimento orgânico e ampliação da atuação	Processo	2010/2013	70/100
OSX	Desembolsos de capital relacionados à construção do nosso estado Construção de equipamentos para afretamento	Processo	2010/2011	4,9/100
Renova	Construção dos Parques Eólicos	Processo	2010/2010	100/81,77
Qualicorp	Aquisição de direitos de estipulação, administração e comercialização de planos de	Organizacional	2011/2011	80/100

	assistência. Investimento em tecnologias e softwares	Processo		15/100
BR Pharma	Implementação e otimização de sistemas de integração e gestão	Organizacional	2011- não efetivou ainda	10/0
Magazine Luiza	Investimentos em tecnologia e logística	Processo	2011/2012	20/100
QGEP	Investimentos em Exploração e desenvolvimento no portfólio existente	Processo	2011- não efetivou ainda	30/0
Arrezo	Investimento em melhorias operacionais	Processo	2011/2011	9/100
BTG Pactual	Expansão seus negócios	Organizacional	2012/2012	100/100
Alupar	Obtenção de novas concessões autorizações e/ou permissões para exploração de empreendimentos	Organizacional	2013- não efetivou ainda	80/0
Senior	Pesquisa e desenvolvimento de produtos (softwares) e serviços	Produto	2013- não efetivou ainda	10/0

*representa o % em função do total captado e ** representa o % realizado em função da promessa

Quadro 2- **Recursos captados por oferta pública destinados à Inovação.**

Fonte: Dados da pesquisa

As 15 destinações de recursos à inovação, representam o investimento de 13 das 35 empresas que fizeram oferta pública no período analisado.

Para verificar se a destinação prometida foi efetivamente realizada, foram levantadas informações no formulário de referência contido nas DFP das empresas, quanto à destinação efetiva nos anos subsequentes à captação de recursos

Constatou-se que apenas duas dessas empresas evidenciaram o valor em espécie no seu formulário de referência da destinação à inovação, sendo elas; Renova e Magazine Luiza. A Magazine prometeu e aplicou 20% de sua captação para inovação, já a evidenciação da efetiva destinação da Renova se deu de forma parcial nos formulários de 2010 a 2012, sendo até o momento realizado 81,77% da promessa de investimento em inovação, vale ressaltar que a Renova havia prometido 100% para a Construção dos Parques Eólicos, sendo portanto 100% de recursos para inovação.

O objetivo de calcular o percentual de recursos prometidos nos prospectos de IPO que foram efetivamente destinados à inovação e tecnologia, foi parcialmente cumprido com informações retiradas dos próprios formulários, conforme descrito no parágrafo anterior. Porquanto os formulários não apresentaram os volumes de recursos efetivamente aplicados, há somente a informação qualitativa de que foi concretizado tal investimento, assim sua análise em conjunto com o prospecto subsidia a interpretação dos percentuais efetivamente destinado à inovação. Das treze empresas que se comprometeram a aplicar recursos em projetos de inovação e tecnologia, oito concretizaram no valor prometido, e uma destinou apenas parcialmente o valor prometido. Constatou-se que a Brasil Pharma e a QGEP Participações não tiveram no período analisado a evidenciação da efetiva destinação de recursos para inovação e tecnologia em formulário de referência disponível, vale ressaltar que observou-se a efetiva realização de outros investimentos por essas empresas que não a destinação para inovação. As empresas que abriram seu capital em 2013 também não realizaram sua promessa de destinação para inovação e tecnologia em formulário disponível, são elas Alupar e Senior.

Com o objetivo de apreender o confronto entre o informado nos prospectos com o informado nos formulários de referência subsequentes a captação, temos a descrição das IPO's na Tabela 2.

Tabela 2

Observação do ano de Aplicação dos recursos Captados dos IPO's

Ano de Confirmação da Destinação	Ano da IPO				Total IPO	%
	2010	2011	2012	2013		
2010	5				5	14,29
2011	3	3			6	17,13
2012	2	5	1		8	22,86
2013	1	2	1	1	5	14,29
Destinação não confirmada		1	1	9	11	31,43
Total de IPO	11	11	3	10	35	100

Fonte: Dados da Pesquisa

A principal informação da Tabela 2 é a verificação de que 68,57% das IPO's analisadas foi possível a confirmação total ou parcial das destinações de recursos por ela prometido, e 31,43% das empresas são confirmaram a destinação prometida. Como forma de verificar o correspondente ano do formulário de referência que evidencia a confirmação da destinação, temos a Tabela 3.

Tabela 3

Observação da evidenciação da realização da promessa da IPO

Evidenciação – (Documento)	Frequência Q empresas	Percentual
Destinação pretendida – (Prospecto de emissão)	35	100%
Efetiva realização da promessa no ano do IPO (FRE)	10	28,57%
Efetiva realização da promessa no ano subsequente ao IPO (FRE)	9	25,71%
Efetiva realização da promessa em anos subsequentes ao IPO (FRE)	5	14,29%
Promessa não realizada até dezembro 2013 (FRE)	11	31,43%

Fonte: Dados da pesquisa

A obrigatoriedade por meio da instrução CVM 400/03, da evidenciação da destinação dos recursos captados no prospecto de emissão, justifica o percentual de 100% de evidenciação da pretensão de utilização dos recursos da oferta. Com amostra de IPO's ocorridas em 2004 a 2007, Silva e Galdi (2010) constataram que 60% dos relatórios analisados não apresentavam evidenciação sobre a destinação dos recursos captados, vale ressaltar que nesse período informações sobre a oferta eram descritas no relatório de administração.

As destinações pretendidas constantes no prospecto, são informações que pelo fato de serem resultados de projeções e estudos realizados antes da IPO, estão sujeita a modificações, podendo ser influenciados por variação no valor da captação, possíveis mudanças no cenário econômico, interesse da administração, entre outros fatores. No entanto, com o advento da instrução CVM 480/09, que introduziu o formulário de referência como documento obrigatório a ser apresentado pelos emissores registrados, tornou-se possível a comparabilidade entre o prometido no IPO e o executado posteriormente.

Conforme verificado na Tabela 1 e 4, 24 empresas foi possível a comparação entre o prometido e o verificado em formulário de referência. Sendo que 28,57% das IPO's foi possível visualizar a realização do prometido no mesmo ano de sua captação, demonstrando a importância da captação no mercado de capitais para os investimentos pretendidos pelas empresas. A evidenciação da efetiva destinação em ano subsequente a captação representa 25,71% da amostra, 14,29% das IPO's tiveram a realização do prometido em anos posteriores à captação, e 31,43% representa as 11 empresas que ainda não evidenciaram a utilização dos recursos captados, sendo 9 ofertas realizadas em 2013, 1 oferta realizada em 2012 e 1 oferta realizada em 2011 que alocou recursos em investimentos diferentes do prometido.

Vale ressaltar que o termo “efetiva realização”, foi usado para a caracterização da utilização dos recursos em conformidade com o prospecto. Essa evidenciação não é clara nos

formulários de referência, podendo caracterizar uma “falha” de governança. Não há patronização quantitativa nos formulários de referência, que permitisse a completa comparação do prometido e realizado. As evidenciações quando ocorreu, são qualitativas.

Para melhor interpretação da destinação dos recursos captados, a Tabela 4 relaciona a destinação sem alteração da promessa e a destinação com alteração da respectiva promessa, essa última refere-se as IPO’s cuja destinação foi verificada no formulário de referência com modificações quanto ao valor efetivamente empregado em relação a destinação prometida ou com realização parcial das destinações elencadas no prospecto.

Tabela 4

Comparação da promessa e da evidenciação em FRE

Evidenciação posterior ao IPO	Nº de IPO		Nº de destinações	
	Frequência	%	Frequência	%
Destinação sem alteração da promessa no prospecto	7	29,17%	21	25%
Destinação com alteração	17	70,83%	63	75%
Promessa concretizada			31	36,90
Promessa ainda não concretizada			32	38,10
Total de IPOs	24	100%	84	100%

Fonte: Dados da pesquisa

Apenas 7 empresas, não foram observadas alterações, ou seja 21 das promessas foram cumprida na sua totalidade no ano do IPO e ano seguinte, vale ressaltar que a evidenciação da concretização da destinação se deu de forma qualitativa no formulário de referência, o que sugere que foi utilizado todo o recurso previsto. Em 17 IPO’s foram observadas divergências entre o prometido e o realizado, ocasionando desembolso de recursos diferentes do previsto no prospecto de emissão. Como exemplo de alteração por investimento a mais, temos pagamento de juros, aquisição de equipamentos e manutenção de caixa e como exemplo de alteração por investimento a menor, temos a variação do valor aplicado nas destinações, e a não evidenciação da aplicação da promessa em formulários de referência em alguns casos.

Observou-se também a utilização dos recursos de forma parcial, ou seja, empresas que até o momento da pesquisa não realizaram a promessa descrita no prospecto, essas empresas justificaram que os recursos ainda estão em caixa vinculados com a destinação.

Deve-se interpretar com cautela o percentual de 38,10% das destinações apresentadas no quadro 6 como promessa não concretizada, já que 15 das 32 destinações, são representativas de empresas que só foram analisadas no ano de seu IPO, no caso 2013. Em conclusão, das 84 destinações 52 (21+31) foram confirmadas, ou seja 61,90%.

Rastrear a efetiva realização do investimento em valores não foi possível, pois as destinações foram apresentadas muitas vezes de formas qualitativa no prospecto de emissão e no formulário de referência, dificultado a análise.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho buscou verificar em que medida a destinação dos recursos captados por meio das ofertas iniciais de ações – IPO’s na Bovespa, descritas nos prospectos de emissão, é posteriormente evidenciada no formulário de referência; nos casos específicos de recursos para inovação e tecnologia. Destaca-se que a motivação para o estudo centra na carência de trabalhos que evidenciem o financiamento para inovação e tecnologia via mercado de ações, e ainda a evidenciação obrigatória das empresas com o advento da instrução 480/09, em formulário de referência das respectivas destinações. Diante do exposto, surge a questão problema dessa pesquisa: **Qual o nível de governança da destinação de recursos captados por meio das ofertas iniciais de ações- IPO’s na Bovespa, no período de 2010 a 2013?**

Esse estudo foi realizado com as empresas que fizeram a IPO no período de 2010 a 2013. Foram observados os prospectos de emissão de ações e formulários de referência do

ano da IPO e formulário posteriores, até 2013 de 35 empresas. Não é possível expandir a amostra, porquanto todas as empresas foram estudadas.

A interpretação do texto dos prospectos de abertura, no item destinação de recursos captados das 35 empresas analisadas, permitiu identificar: 84 destinações diferentes, das quais apenas 15 destinações são relacionadas ao tema inovação.

Pelo cotejamento da respectiva evidenciação de destinação em formulário de referência, constatou-se que oito das treze empresas que prometeram destinar recursos a inovação e tecnologia realizaram todo o percentual prometido, quatro não evidenciaram a efetiva destinação e uma realizou o investimento em inovação parcialmente.

De forma geral, das 84 diferentes destinações levantadas nos prospectos, 61,90% foram confirmadas no formulário de referência do ano do IPO e anos subsequentes e 38,10% não foram concretizadas, essa parcela não concretizada pode ser justificada pelo fato das informações constantes no prospecto sobre as destinações pretendidas, serem resultados de estudos e projeções realizados antes do IPO, estando sujeitas, portanto, a readequações decorrentes de possíveis mudanças no cenário econômico, captações abaixo ou acima do esperado, ou outros fatores.

Para conforme Haniffa e Cooke (2002), empresas recentemente listadas em bolsa, com o objetivo de obter a confiança dos investidores, teriam incentivo adicional para oferecer voluntariamente mais informações. O *disclosure* adequado, como verificado na literatura, pode trazer vários benefícios, entre eles; menor custo de capital próprio e de terceiros, aumento de liquidez das ações e aumento do acompanhamento por parte dos analistas. Além disso, a prática de IPO é guiada pelo Novo Mercado Bovespa, segmento de governança corporativa de maior nível de comprometimento com a transparência e a prestação de contas, entre outros princípios.

A análise das informações disponibilizadas nos prospectos de abertura de capital e nos formulários de referência subsequentes levam a algumas inferências principais: não há padronização na nomenclatura da destinação dos recursos captados nas aberturas de capital no Brasil; os formulários de referência, não evidenciam claramente a efetiva destinação dos recursos captados por meio de IPO's; captações subsequentes se confundem com o de abertura de capital; não há priorização de recursos para inovação; por fim, pode-se afirmar que o nível de governança dos processos de IPO ainda é reduzido no Brasil.

São limitações desse estudo: a falta de uniformidade na nomenclatura das destinações de recursos, a falta de padronização no preenchimento dos formulários de referência e a não quantificação do total das destinações dos recursos captados via IPO.

Com base nos resultados observados sugere-se novas pesquisas sobre divulgação relacionadas a outras informações de importância ao mercado discriminadas nos prospectos de oferta pública inicial e em especial nos formulários de referência. Essa fonte tem sido questionada desde a sua obrigatoriedade, quanto a forma de divulgação, sendo também alvo de dúvidas quanto a seu preenchimento. Outro estudo complementar pode ser o acompanhamento dos resultados das empresas que realizam IPO; estabelecendo parâmetros das destinações que mais agregam valor às empresas.

6. REFERÊNCIAS

ALBANEZ, T.; VALLE, M. R. **Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas**. Revista Contabilidade & Finanças - USP, vol. 20, núm. 51, pp. 6-27, Universidade de São Paulo Brasil. 2009

ALBERTO, G. C; COTA, L. H. S; NEVES, O. F.; SANTOS, L. M. **Análise do Desempenho da Rentabilidade das Ofertas Públicas Iniciais no Brasil**. Revista de Administração da Unimep, vol. 9, núm. 3, pp. 163-180. 2011.

BARDIN, L. **Análise de Conteúdo** (6. Ed.). Lisboa: Edições 70. 2008

BASTOS, V. D. **Fundos públicos para ciências e tecnologias**. Revista do BNDES, v.10, n.20, p.229-280, 2003.

BEAVER, W. R. **The Information Content of Annual Earnings Announcements**. Journal of Accounting Research. Vol. 6, Issue Empirical Research in Accounting Selected Studies. 1968.

BMF&BOVESPA. **Como e por que tornar-se uma companhia aberta- Utilizando o Mercado de Capitais para Crescer**. Apostila, São Paulo, BMF&BOVESPA. 2009.

BNDES, Definição de termos relacionados a inovação. Acesso em 02/12/2013. http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Politicass_Transversais/Politica_apoio_inovacao/definicoes_inovacao.html. 2013.

CARVALHO, A. G.; BEZERRA, D. P. **Determinantes da Estabilização de Preços em Ofertas Públicas Iniciais de Ações**. Revista Brasileira de Finanças, vol. 8, núm. 4, pp. 443-468. 2010

CASOTTI, F. P.; MOTTA, L. F. J. **Oferta pública inicial no Brasil (2004-2006): uma abordagem da avaliação através de múltiplos e do custo de capital próprio**. Revista Brasileira de Finanças, v. 6, n. 2, p. 157–204. 2008.

Comissão de valores mobiliários (Brasil). **Instrução nº. 400**, de 29 de dezembro de 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 novembro de 2013.

Comissão de valores mobiliários (Brasil). **Instrução nº. 480**, de 7 de dezembro de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 novembro de 2013.

Comissão de valores mobiliários (Brasil). Acesso rápido- **DFP- Demonstrações financeiras Padronizadas- Formulário de Referência**. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: novembro de 2013.

CORDER, S.; SALES-FILHO, S. **Aspectos conceituais do financiamento à inovação**. Revista Brasileira de Inovação, v. 5, n. 1, jan/jun, 2006.

COOPER, D.R.; SCHINDLER, P.S. **Métodos de Pesquisa em Administração**. São Paulo: Bookman, 7a. ed. 2013.

CUNHA, P. R; SILVA, J. O.; FERNANDES, F. C. **Riscos empresariais divulgados nas ofertas públicas de ações no Brasil**. Revista Brasileira de Gestão de Negócios. São Paulo, v.13, n. 41, p 454, 471, out./dez 2011.

FERNANDES, F. C; SOUZA, J. A. L.; FARIA, A. C. **Evidenciação de riscos e captação de recursos no mercado de capitais: um estudo do setor de energia elétrica**. Gestão e Governança · v. 13 · n. 1 · p. 59 - 73 · jan/abr 2010.

GUIMARÃES, N. G. T.; BISPO, O. N, A; SOARES, O. M.; MARQUES, V. A. **Impacto do registro de ofertas públicas subsequentes nos retornos de ações de empresas listadas no segmento Bovespa**. Revista Universo Contábil, vol. 9, núm. 2, pp. 45-62, 2013.

HALL, B. H. **The Financing of Research and Development**. Review of Economic Policy. Oxford.2002.

HANIFFA, R.M.; COOKE, T.E. **Culture, corporate governance e disclosure in Malaysian corporations**. ABACUS, v, 38,. 2002.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Disponível em <http://www.ibgc.org.br/>. Acesso em: 12/05/2014.

IQUIPAZA, R. A.; AMARAL H. F.; ARAÚJO M. S. B. **Testando As Previsões da Pecking Order Theory no Financiamento das Empresas Brasileiras: Uma Nova Metodologia**. RAM Revista de Administração Mackenzie, vol. 9, núm. 3, pp. 157-183, 2008.

Lei 11.196/2005. Disponível em www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2005/Lei/L11196.htm. Acesso em 02/02/2013.

MAÇANEIRO, M.B.; CHEROBIM, A. P. M. S. **Fontes de financiamento à inovação: incentivos e óbices às micro e pequenas empresas. Estudo de casos múltiplos no estado do Paraná**. Revista Organizações e Sociedade, v. 18, n. 56, p. 57-75, 2011.

MAKSIMOVIC, V.; PICHLER, P. **Technological innovation and initial public offerings.** *Financial Studies*, v. 14, p. 459-494, 2001.

MEDEIROS, O R.; DAHER, C. E. **Testando Teorias Alternativas sobre a Estrutura de Capital nas Empresas Brasileiras.** RAC. Revista de Administração Contemporânea, vol. 12, núm. 1, janeiro-março, pp. 177-199, 2008.

MENDES, E. A.; BASSO, L. F. C.; KAYO, E. K. **Estrutura de capital e janelas de oportunidade: testes no mercado brasileiro.** RAM. Revista de Administração Mackenzie, vol. 10, núm. 6, pp. 78-100, 2009.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. **Corporate income taxes and the cost of capital: a correction.** *American Economic Review*, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

MURCIA, F.D.-R. **Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil.** São Paulo, SP. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, 173 p. 2009.

MYERS, S. **The capital structure puzzle.** *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592. 1984.

MYERS, S., & MAJLUF, N. **Corporate financing and investment decisions when firms have informations that investors do not have.** *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. 1984

NETO, H. C.; SOUZA, L.A.; ROSSI, M.C. **Abertura de Capitais de empresa no Brasil: um enfoque prático.** 4 ° Ed., São Paulo, Atlas. 2010.

OECD. **Manual Oslo.** 3° edição. Tradução e divulgação pela FINEP-Financiadora de Estudos e Projetos. Acesso em 02/12/2013 http://www.mct.gov.br/upd_blob/0026/26032.pdf -2005

OECD. **Manual de Frascati.** Tradução: More than Just Words (Portugal). Acesso em 02/12/2013. http://www.mct.gov.br/upd_blob/0023/23423.pdf -2002

PAGANO, M.; PANETTA F.; ZINGALES, L. **Why do companies go public? An empirical analysis.** *Journal of Finance*, 53(1), 27-64. 1998.

PAULO, E.; CAVALCANTE, P. R. N; MELO, I. I. S. L. **Qualidade das informações contábeis na oferta pública de ações e debêntures pelas companhias abertas brasileiras.** *Brazilian Business Review* v.9, n.1 Vitória-ES, Jan-Mar 2012 p. 1-26 ISSN 1807-734X

PINHEIRO, J.L. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas.** 5. ed. São Paulo: Atlas, 2009

PWC- **PrincewaterhouseCoopers. Como abrir o capital de sua empresa no Brasil (IPO) 2011- Início de uma nova década de crescimento.** Apostila, São Paulo, BMF&BOVESPA. 2011.

SAMPAIO, M. **A Importância da Inovação no desempenho dos processos de abertura de capital (IPO) ocorridos no Brasil na última década.** *Future Studies Research Journal*. ISSN 2175-5825 São Paulo, v. 3, n. 2, pp. 121 – 144. 2011.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do Desenvolvimento Econômico: Uma investigação sobre Lucros, Capital, Crédito, Juro e o Ciclo Econômico.** Ed. Abril S.A. Cultural e Industrial, São Paulo,. Tradução de Maria Sílvia Possas, 1982.

SILVA, G.R.; GALDI, F. C. **A Relação Entre a Divulgação da Destinação dos Recursos Captados no IPO e a Governança Corporativa das Empresas Brasileiras- XXXIV EnANPAD,** Rio de Janeiro, setembro de 2010. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXXIV. Rio de Janeiro: ANPAD. 2010.

SILVA, J. M. A.; FAMÁ R. **Evidências de retornos anormais nos processos de IPO na Bovespa no período de 2004 a 2007: um estudo de evento.** *Revista de Administração - RAUSP*, vol. 46, núm. 2, abril-junio, pp. 178-190, 2011.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. **A Survey of Corporate Governance.** *Journal of Finance*, v. 52, n. 2, 1997.

ROSSI Jr., J. L.; MAROTTA, M. **Equity Market Timing: Testando através de IPO no Mercado Brasileiro**. Revista Brasileira de Finanças, vol. 8, núm. 1, 2010, pp. 85-101, 2010.

TEIXEIRA, E. E. M; BARBOSA, F. S.; SOUZA, A. A. **Análise Do Desempenho De Longo Prazo de Initial Public Offerings no Mercado Acionário Brasileiro**. Revista de Ciências da Administração, vol. 14, núm. 33, agosto, pp. 79-92, 2012.