

# REFLEXOS DA ABERTURA DE CAPITAL EM ÍNDICES ECONÔMICO-FINANCEIROS: O CASO DA EMPRESA AREZZO<sup>1</sup>

Rafael Finkler<sup>2</sup>

Fernanda Gomes Victor<sup>3</sup>

## RESUMO

A Oferta Pública Inicial de ações (IPO) é uma alternativa que pode viabilizar a captação de recursos para as empresas. Para abrirem o capital, as companhias devem seguir uma série de procedimentos. Com esse objetivo, o prospecto é essencial e obrigatório nas ofertas públicas de ações. Nesse documento o ofertante disponibiliza informações fundamentais sobre a perspectivas e planos da empresa. O objetivo desta pesquisa é avaliar o desempenho econômico e financeiro da companhia Arezzo Indústria e Comércio S.A, antes e após o processo de abertura de seu capital, ocorrido em fevereiro de 2011. O foco da análise será avaliar o ano de 2011 à luz do prospecto da companhia e a destinação dos recursos obtidos com a oferta pública de ações. Quanto aos procedimentos metodológicos, a pesquisa é classificada como quantitativa e qualitativa; descritiva e estudo de caso. Para análise dos dados, utilizou-se a comparação entre os indicadores econômico-financeiros calculados, antes e após o IPO. Os resultados obtidos demonstram que a abertura de capital proporcionou uma menor dependência do capital de terceiros e potencializou a captação de recursos. Além disso, os recursos da oferta de ações foram utilizados para expandir investimentos e, desse modo, acelerar o crescimento dos ativos e receitas ocasionado aumento do EBITDA e lucro líquido. Entretanto, os indicadores de rentabilidade foram os únicos que sofreram efeitos negativos, apesar do IPO ter viabilizado o crescimento da Arezzo. Conclui-se que a Arezzo procurou seguir o estimado no prospecto referente a destinação dos recursos captados com o IPO.

**Palavras-chave:** Abertura de Capital. Indicadores Econômico-Financeiros. IPO. Oferta Pública Inicial.

## REFLEXES CAPITAL OPENING IN ECONOMIC INDEXES - FINANCIAL: THE CASE NOW AREZZO

### ABSTRACT

The IPO (Initial Public Offering) is an alternative for companies that might allow them to obtain financial resources. To make it the companies must to follow many rules. In order to this it is mandatory to the companies to provide a prospect before the IPO. In this issue, the company must give essential information about the company's perspectives and plans. The purpose of this study is to evaluate the economic and financial performance reached by Arezzo Indústria e Comércio SA before and after its IPO in February 2011. The analysis will

---

<sup>1</sup> Trabalho de Conclusão de Curso apresentado, no primeiro semestre de 2016, ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

<sup>2</sup> Graduando do curso de Ciências Contábeis da UFRGS. (rafafinkler@gmail.com).

<sup>3</sup> Orientadora: Doutora em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Professora do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da UFRGS. (fernanda.victor@ufrgs.br).

be focused in assess the year 2011 regarding the company's prospect and the allocation of the resources the company got with the IPO. Regarding the methodological procedures, the research classification was set in the following categories: qualitative and quantitative; descriptive; and case study. For data analysis, it has used the comparison between the financial indicators calculated before and after the IPO. The results showed that the IPO provided a lower dependence on third-party capital and increased fundraising. Moreover, the company used the resources of the offering to expand their investments and thus accelerating the growth of assets and revenues, making the company get an increase of its EBITDA and Net Income. However, profitability indicators were the only that suffered adverse effects despite the IPO have made possible the growth of the Company. In conclusion, the Arezzo Company attempted following the prospect indications about the destination of the resources obtained with the IPO.

**Keywords:** Capital Opening. Financial Indicators. IPO. Initial Public Offering.

## 1 INTRODUÇÃO

De acordo com Assaf Neto (2012), a inserção no mercado de capitais, no caso deste estudo, a oferta pública inicial de ações - chamada de IPO (sigla em inglês para *Initial Public Offering*) - torna-se uma alternativa que pode viabilizar a captação de recursos para as empresas, a fim de fomentar os investimentos estratégicos necessários para o seu desenvolvimento. Ainda mais no momento onde a atual política monetária do Banco Central do Brasil (BACEN) eleva a taxa básica de juros da economia para 14,15% a.a. que, conforme a Confederação Nacional da Indústria (CNI), penaliza a atividade produtiva, pois encarece o capital de giro das empresas e inibem os investimentos (ESTADÃO, 2015).

Segundo Biral (2010, p.11) “O período de 2004 a 2008 foi marcado pela maior onda de IPOs [...] já observada no Brasil”, porém a crise econômica global de 2008 comprometeu de forma relevante as ofertas públicas de ações na bolsa de valores brasileira. De 2009 a 2012, 80 companhias efetuaram o IPO, representando uma queda de, aproximadamente, 50% em relação ao período de quatro anos anterior à crise. Desse modo, cabe ressaltar que a abertura de capital não é garantia de sucesso e pode gerar problemas, como exemplo, a possibilidade de insucesso da oferta causada pelas condições de mercado e as características da distribuição de ações, incerteza na precificação efetiva das ações (CVM, 2015).

Após a forte crise econômica de 2009, as aberturas de capital tiveram uma diminuição significativa e conforme Rockmann (2011, p. 27) “o oscilante ambiente macroeconômico de 2011 tem desmanchado os planos de empresários de chegarem à BM&FBovespa, obrigando-os a adiar sonhos ou até a se desfazer deles. Nem todos, porém, estão fadados à frustração: 11 companhias abriram o capital”.

Diante do exposto, formulou-se o problema: quais os reflexos da abertura de capital da empresa Arezzo sobre seus indicadores econômico-financeiros de desempenho? E, nesse sentido, o objetivo geral do estudo é avaliar o desempenho econômico e financeiro gerado com a abertura de capital da companhia Arezzo Indústria e Comércio S.A. Foram analisadas as demonstrações contábeis de anos anteriores e posteriores ao advento na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa).

Com base neste estudo, busca-se um maior esclarecimento sobre abertura inicial de capital e, assim, fornecer subsídios para a melhor compreensão sobre o tema no mercado de capitais brasileiro, visto que abertura de capital é um modo alternativo das empresas obterem recursos corroborando com o equilíbrio financeiro entre os recursos de terceiros e o capital próprio.

O momento para a realização da pesquisa justifica-se, pois os diversos estudos relacionados a esse tema possuem amostra de dados anteriores à crise de 2009. Dessa forma, este estudo apresenta resultados que estão inseridos num contexto mais próximo à atual situação econômica brasileira. No que se refere à originalidade do estudo, difere-se das demais pesquisas por analisar a relação entre os objetivos citados no prospecto definitivo de abertura de capital e a destinação dos recursos obtidos com o IPO através da análise das demonstrações contábeis.

Esta pesquisa incide em fazer uma análise qualitativa e quantitativa de uma sociedade anônima que fez a abertura de capital, um estudo baseado nas análises das demonstrações contábeis, pois, segundo Matarazzo (2010) é por meio delas que pode-se avaliar as consequências de determinados fatos sobre a situação financeira de uma empresa.

Conforme Iudícibus (2008) não é recente nas organizações a necessidade de avaliação de desempenho econômico-financeiro através da análise das demonstrações contábeis sendo tão antiga quanto à origem da contabilidade. De acordo com Rezende (2010) a análise financeira e econômica, avaliando os índices, propicia a comparação dos valores obtidos em tempos atrás com os valores auferidos recentemente, além de possibilitar o paralelo com outros assuntos em comum.

Este estudo está disposto, inicialmente, por esta introdução e logo após é apresentada uma base teórica sobre o mercado de capitais, oferta pública inicial de ações, abertura de capital e os indicadores econômico-financeiros, e sobre estudos relacionados a este assunto. Na terceira seção são expostos os procedimentos metodológicos utilizados, e, na seção quatro, é realizada a análise dos dados; e, por fim, na seção cinco, são apresentadas as considerações finais deste artigo.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

O presente estudo objetiva fundamentar teoricamente esta pesquisa, dessa forma, são apresentados os conceitos sobre o mercado de capitais no Brasil. Em seguida, discute-se o processo da oferta pública inicial de ações, bem como, suas vantagens e desvantagens. Também discorre-se sobre a análise econômico-financeira das empresas, realizada por meio dos indicadores econômico-financeiros elaborados a partir de suas demonstrações contábeis. Por fim, são destacados estudos realizados sobre o tema.

### 2.1 O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

O sistema financeiro é um “conjunto de instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro entre os poupadores e os tomadores na economia” CVM (2014). E está segmentado em quatro grandes mercados: mercado monetário, mercado de crédito, mercado de câmbio e mercado de capitais. Esta pesquisa fica restrita ao mercado de capitais.

Pode-se considerar que o mercado de capitais começa a tomar forma no Brasil a partir de 1964 quando o Governo iniciou um programa de grandes reformas econômicas que reestruturou o mercado financeiro (CVM, 2014). Destaque para a Lei nº 4.728 de 1965, primeira Lei de Mercado de Capitais, que disciplinou esse mercado e estabelece medidas para seu desenvolvimento conforme:

Art. 1º Os mercados financeiro e de capitais serão disciplinados pelo Conselho Monetário Nacional e fiscalizados pelo Banco Central da República do Brasil.

[...]

Art. 5º O sistema de distribuição de títulos ou valores mobiliários no mercado de capitais será constituído:

I - das Bolsas de Valores e das sociedades corretoras que sejam seus membros;

II - das instituições financeiras autorizadas a operar no mercado de capitais;

III - das sociedades ou empresas que tenham por objeto a subscrição de títulos para revenda, ou sua distribuição no mercado, e que sejam autorizadas a funcionar nos termos do art. 11;

IV - das sociedades ou empresas que tenham por objeto atividade de intermediação na distribuição de títulos ou valores mobiliários, e que estejam registradas nos termos do art. 12 (BRASIL, 1965).

O mercado acionário tem forte influência no desenvolvimento do país porque estimula o investimento produtivo e, além disso, gera condições para que as empresas captem recursos diretamente dos investidores com a finalidade de financiar os investimentos em modernização, atualização e desenvolvimento de novos produtos e processos (CVM, 2014). E, na visão de Niada (2011, p. 17) “O mercado de capitais é investimento realizado por investidores em

empresas que abrem seu capital. O países com economia desenvolvida possuem mercados de capitais bem expansivos”.

Segundo a Bovespa (2010):

O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários que visa proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. É constituído pelas bolsas, corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.

No mercado de capitais, os principais títulos negociados são os representativos do capital de empresas — as ações — ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas — debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e commercial papers —, que permitem a circulação de capital para custear o desenvolvimento econômico.

Atualmente, o mercado de capitais é regulamentado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), de acordo com a Lei nº 6.385 de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários conforme o artigo:

Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária (BRASIL, 1976).

A CVM tem como objetivo disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil (CVM, 2014). Dessa forma, garante o exercício de práticas equitativas reprimindo quaisquer irregularidades. Além disso, elabora estudos e pesquisas a fim de desenvolver o mercado através de políticas e iniciativas (BM&FBOVESPA, 2010).

No Brasil, a Bolsa de Valores está normatizada na resolução CMN nº 2.690 de 2000 que conforme “Art. 1º Alterar e consolidar, nos termos do Regulamento anexo, as normas que disciplinam a constituição, a organização e o funcionamento das bolsas de valores” (BACEN, 2000).

A BM&FBovespa é uma companhia de capital aberto formada a partir da integração entre Bovespa Holding (BOVESPA) e da Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) em maio de 2008. Atualmente, está entre as maiores bolsas do mundo em valor de mercado (BM&FBOVESPA, 2010). Sendo “Sua principal função é proporcionar um ambiente transparente e líquido, adequado à realização de negócios com valores mobiliários” (CVM, 2014).

A companhia é a principal instituição de intermediação para operações do mercado de capitais no Brasil e conforme a BM&FBovespa (2010):

[...] oferece à negociação ações, contratos futuros, de opções, a termo e de swaps referenciados em índices, taxas de juro e câmbio, e commodities agropecuárias e de energia, além de operações no mercado a vista, como ouro, dólar pronto e títulos públicos federais.

A CVM (2014) destaca que “Poucos investidores se interessariam em adquirir ações em uma oferta pública, se não existisse um mercado organizado em que pudessem se desfazer de seus investimentos a qualquer tempo”, e, desse modo, a BM&FBovespa tem a função de organizar, manter, controlar e assegurar ambientes favoráveis para o encontro de ofertas e a efetivação de negócios exercendo “rigoroso acompanhamento de todos os aspectos envolvidos nas transações, assegurando o cumprimento dos negócios realizados” (BM&FBOVESPA, 2010).

## 2.2 INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO)

Antes de apresentar o que é uma oferta pública inicial de ações, deve-se compreender o conceito de ação que é “a menor parcela do capital social das companhias ou sociedades por ações. É, portanto, um título patrimonial e, como tal, concede aos seus titulares, os acionistas, todos os direitos e deveres de um sócio, no limite das ações possuídas” (CVM, 2014).

As características fundamentais das companhias estão descritas na “Lei das Sociedades Anônimas”, ou, mais especificamente, no Art. 1º da Lei nº 6.404 de 1976 onde “A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas” (BRASIL, 1976).

Abertura de capital é uma das decisões mais importantes para qualquer empresa, porque, segundo a PWC (2015, p. 4):

[...] é uma decisão estratégica que altera de forma definitiva a gestão, os controles internos e a transparência da empresa. As empresas precisam avaliar objetivamente se estão preparadas para abrir seu capital. A empresa precisará atender a exigências adicionais e terá obrigações permanentes na condição de uma Companhia Aberta, o que poderá exigir novos conjuntos de competências da administração e dos funcionários, controles adicionais e mudanças nos negócios.

Além disso, é necessário avaliar se a empresa tem perfil e cultura apropriados para se tornar companhia aberta. Após, confrontar benefícios e custos, é necessário optar por uma instituição financeira para nortear o processo de distribuição pública de ações. Também, é obrigatório obter a documentação exigida e começar uma reforma estatutária (BM&FBOVESPA, 2015).

“Conhecer as vantagens e as desvantagens de uma abertura de capital é de suma importância. Os custos necessários para o lançamento inicial de ações no mercado são altos e devem ser avaliados em contrapartida das vantagens” (NIADA, 2011, p. 11). Como vantagens pode-se citar: a elevação da liquidez do patrimônio dos atuais sócios, os retornos dos

investimentos a ser realizados com os recursos obtidos com a emissão de ações, a redução do custo de capital da companhia e a melhora da sua performance em função do fortalecimento da imagem institucional e dos incentivos ao aumento de eficiência (BM&FBOVESPA, 2015).

Nessa mesma linha, a PWC (2015, p. 20), também, destaca os prós da abertura de capital:

- aumento no caixa no caso de uma emissão primária e/ou liquidez para os sócios em uma colocação secundária;
- criação de uma moeda de troca na aquisição ou incorporação de outra empresa;
- aumento da visibilidade, possibilitando eventuais fusões, aquisições ou incorporações;
- diversificação das fontes de financiamento (inclusive otimizando o perfil de dívida/ patrimônio) possibilitando efetuar estratégias de crescimento;
- Possibilidade de remuneração diferenciada da equipe através de opções de compra de ações da empresa, com o objetivo de retenção.

Com relação às desvantagens e custos, “As empresas precisarão atender exigências permanente relacionadas com conformidade e aspectos regulatórios, eficiência operacional, gestão do risco, emissão de relatórios periódicos e relações com investidores” (PWC, 2015, p. 13). Entre os custos, segundo a BM&FBovespa (2015, p. 13), “encontram-se os gastos relativos à operação de abertura de capital e ao aumento da estrutura organizacional, para atender às demandas dos investidores, e da regulamentação das sociedades anônimas de capital aberto”. Assim, “[...] em geral, os gastos com a abertura de capital representam de 3% a 7% do valor da oferta, dependendo do valor total da distribuição pública de ações” (EY, 2013, p. 114).

Ainda, cita-se como fatores contra a abertura de capital (PWC, 2015, p. 20):

- custos relevantes relacionados à abertura de capital e à manutenção de Companhia Aberta;
- aumento nas despesas recorrentes e custos de compliance;
- necessidade de estabelecimento de uma estrutura de Relações com Investidores;
- necessidade de atendimento a normas específicas relacionadas à divulgação de informações, inclusive fatos relevantes que possam afetar a precificação da ação;
- caminho sem volta: fechar o capital de uma empresa pública é difícil e custoso;
- menos flexibilidade no processo decisório e pressão por desempenho;
- restrições à negociação com ações por detentores de informações privilegiadas;
- Vulnerabilidade.

Dessa forma, numa análise superficial, a captação de recursos via lançamento de valores mobiliários parece óbvia, porém tal decisão deverá avaliar outros aspectos conforme Casagrande Neto, Rossi e Sousa (2010):

- a situação macroeconômica, setorial e do mercado de capitais: o mercado de valores mobiliários é clínico; nem sempre, portanto, está pronto para receber uma emissão a um preço considerado justo pelos atuais acionistas. Assim, para que não

seja exigido sacrifício muito grande dos acionistas atuais, é necessário que a operação seja “levada a mercado” no momento certo, que nem sempre coincide com a necessidade de recursos da empresa. Isso exige planejamento de médio prazo;

– o custo ponderado de capital da companhia: ou seja, se, por um lado, a emissão de ações pode melhorar a relação capital próprio/ capital de terceiros, por outro, o uso excessivo de ações pode diluir tanto o lucro disponível aos acionistas que torne o investimento desinteressante para os mesmos;

– no caso de lançamento de instrumentos de renda fixa, a utilização destes pode elevar o endividamento total a ponto de comprometimento a liquidez e a rentabilidade da companhia;

– o acesso ao mercado de capitais é seletivo, ou seja, é necessário que a companhia tenha porte, tradição, administração profissional, atue num mercado interessante e tenha perspectivas para que possa ser aceita. Dificilmente o mercado aceita um “projeto de empresa”, a não ser que este esteja ligado a algum grupo de tradição. Assim, é necessário “primeiro construir, pelo menos parcialmente, para depois dividir para crescer.

Abertura de capital acontece com o lançamento de ações ao público para negociação em bolsa ou em mercado de balcão organizado. Primeiramente, para a empresa abrir o capital, a mesa ingressa com o pedido de registro de Companhia Aberta na CVM. Normalmente, com esse ingresso, as empresas solicitam à CVM a autorização para efetuar venda de ações ao público. Junto a entrada dos pedidos na CVM, a empresa pode solicitar a listagem na BM&FBovespa, pois, exclusivamente, as empresas que obtém esses registros podem ter suas ações negociadas na Bolsa (PWC, 2015).

A seguir são apresentadas as etapas da abertura do capital até a efetiva oferta do IPO aos investidores segundo Soares (2011, p. 24):

1. contratação de advogados e auditoria externa independente para adaptação de estatutos e, basicamente, documentos de duas categorias: os societários e relatórios financeiros da empresa, que devem seguir os padrões estipulados pela CVM;
2. contratação de um intermediário financeiro para coordenar o processo (coordenador-líder ou *underwriter*). A legislação do mercado de capitais requer que toda distribuição pública seja realizada através de uma instituição financeira (bancos múltiplos e de investimento, corretoras e distribuidoras de valores). [...];
4. registro da empresa na CVM, na bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, além do registro da emissão pública de ações na CVM;
5. elaboração do prospecto de emissão. Nesse documento é definido o contrato de *underwriting* que aborda a qualificação das partes, a definição de preço, volume de ações a ser negociado e das demais características da operação;
6. apresentações aos potenciais investidores (*road shows*), recebimento dos pedidos de reserva de ações pelos investidores e coleta de intenções dos investidores (*bookbuilding*);
7. publicação do anúncio da distribuição, geralmente, em jornal de grande circulação. [...];
8. publicação do anúncio de encerramento de distribuição. Normalmente, a subscrição deve ser concluída em, no máximo, seis meses após a data de autorização de emissão. [...]

Portanto, antes da empresa abrir o capital, é de extrema importância que seja feita uma análise de viabilidade, avaliando se os novos custos e obrigações vão ser compensados pelas

vantagens da abertura de capital. Essa avaliação deve levar em consideração o nível de atividade da empresa, seus objetivos de longo prazo, os custos e a estrutura necessária.

### 2.3 ANÁLISE DO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO POR MEIO DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

As demonstrações contábeis elaboradas pelas empresas podem tornar-se um excelente instrumento de análise econômico-financeira, pois segundo a CVM (2014, p. 137):

As demonstrações contábeis são uma representação estruturada da posição patrimonial e financeira e do desempenho da entidade. O objetivo das demonstrações contábeis é o de proporcionar informação acerca da posição patrimonial e financeira, do desempenho e dos fluxos de caixa da entidade que seja útil a um grande número de usuários em suas avaliações e tomada de decisões econômicas. As demonstrações também objetivam apresentar os resultados da atuação da administração, em face de seus deveres e responsabilidades na gestão diligente dos recursos que lhe foram confiados.

A análise das demonstrações contábeis é tão antiga quanto a contabilidade, afirma Marion (2012). Sendo assim, é uma técnica consolidada na qual a análise de tais demonstrativos pode ser considerada uma importante ferramenta que “permite uma visão da estratégia e dos planos da empresa analisada; permite estimar o seu futuro, suas limitações e suas potencialidades” (MATARAZZO, 2010, p. 15). Também, conforme Assaf Neto (2012, p. 43):

A análise de balanços visa relatar, com base nas informações contábeis fornecidas pelas empresas, a posição econômico financeira atual, as causas que determinaram a evolução apresentada e as tendências futuras. Em outras palavras, pela análise de balanços extraem-se informações sobre a posição passada, presente e futura (projetada) de uma empresa.

O processo de análise de balanços inicia quando acaba o processo contábil e pode ser desenvolvido em sete etapas segundo Ribeiro (2014, p. 136):

1ª etapa – Exame e Padronização das Demonstrações Financeiras: Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício, Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados, Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido, Demonstração dos Fluxos de Caixa e Demonstração do Valor Adicionado.

2ª etapa – Coleta de Dados: extração de valores das demonstrações financeiras, como total do Ativo Circulante, total do Ativo Fixo, total do Patrimônio Líquido, valor das vendas Líquidas etc.

3ª etapa – Cálculos dos Indicadores: quocientes, coeficientes e números-índices.

4ª etapa – Interpretação de Quocientes: interpretação isolada e conjunta.

5ª etapa – Análise Vertical/Horizontal: interpretação isolada e conjunta de coeficientes e números-índices.

6ª etapa – Comparação com Padrões: cálculos e comparações com quocientes-padrão.

7ª etapa – Relatórios: apresentação das conclusões da análise em forma de relatório inteligíveis por leigos.

“As demonstrações financeiras fornecem uma série de dados sobre a empresa, de acordo com regras contábeis. A Análise de Balanços transforma esses dados em informações e será tanto mais eficiente quanto melhores informações produzir” (MATARAZZO, 2010, p. 3). Nessa mesma linha, são apresentadas as principais técnicas de análise conforme Assaf Neto (2012, p. 49):

- Análise Horizontal – identifica a evolução dos diversos elementos patrimoniais e de resultados ao longo de determinado período de tempo. [...]
- Análise Vertical – de maneira idêntica à horizontal, a análise vertical objetiva basicamente o estudo das tendências da empresa. [...]
- Indicadores Econômico-financeiros – procuram relacionar elementos afins das demonstrações contábeis de forma a melhor extrair conclusões sobre a situação da empresa. [...]
- Diagrama de Índices – constitui-se em importante instrumento de análise de balanços, sendo desenvolvido pela decomposição dos elementos que exercem influências nos índices. A elaboração de um diagrama de índices é mais adotada quando se estuda a rentabilidade da empresa, sendo o modelo ROI (Retorno sobre o Investimento Operacional) amplamente conhecido pelos analistas.

A seguir serão apresentados, nos Quadros 1, 2, 3 e 4, alguns dos índices econômico-financeiros utilizados na análise de balanços, incluindo aspectos como estrutura de capital, índices de liquidez, rentabilidade, lucratividade, dentre outros.

**Quadro 1 – Quadro-resumo dos índices de Estrutura de Capital**

INDICADOR	REPRESENTA	FÓRMULA
<b>Garantia de Capital de Terceiros</b>	A relação de passivo total que a companhia pode cobrir com o seu patrimônio líquido. O índice expõe a real garantia que a empresa pode oferecer para futuras captações de recursos.	$\frac{\text{Patrimônio Líquido}}{(\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não Circulante})}$
<b>Imobilização do Patrimônio Líquido</b>	O quanto do patrimônio líquido foi investido em ativo permanente. Quanto mais elevado este indicador for, menor a quantidade de capital de giro próprio investido no giro dos negócios.	$(\frac{\text{Ativo não Circulante}}{\text{Patrimônio Líquido}}) \times 100$
<b>Participação de Capitais de Terceiros</b>	A quantidade de capitais de terceiros aplicados na empresa em proporção ao patrimônio líquido. Assim, demonstra a relação de dependência com terceiros.	$\frac{(\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não Circulante})}{\text{Patrimônio Líquido}}$

Fonte: Elaborado pelo autor segundo Assaf Neto (2012), Iudícibus (2008), Marion (2012), Matarazzo (2010).

Com base no Quadro 1, é possível observar que os índices de Estrutura de Capital, ou Endividamento, demonstram o grau de participação de capital próprio e de terceiros na companhia, desse modo, expõem a situação financeira da empresa. Ainda, segundo Iudícibus (2008) os índices evidenciam a dependência da entidade com relação ao capital de terceiros. Dessa forma, a Garantida de Capital de Terceiros demonstra quanto a empresa pode cobrir das dívidas com o seu Patrimônio Líquido sendo o inverso da Participação de Capitais de Terceiros que representa quantidade de capital de terceiros investidos na companhia em

relação ao seu Patrimônio Líquido. A Imobilização do Patrimônio Líquido evidencia quanto do Patrimônio Líquido está “engessado”.

**Quadro 2 – Quadro-resumo dos índices de Liquidez**

INDICADOR	REPRESENTA	FÓRMULA
<b>Liquidez Corrente</b>	A capacidade de pagamento da empresa no curto prazo.	Ativo Circulante / Passivo Circulante
<b>Liquidez Imediata</b>	Os ativos financeiros disponíveis para execução de pagamentos a curto prazo.	Disponibilidades (Caixa e Banco + Aplicações Financeiras) / Passivo Circulante
<b>Liquidez Geral</b>	A capacidade de pagamento da empresa no longo prazo.	(Ativo Circulante + Ativo não Circulante) / (Passivo Circulante + Passivo não Circulante)

Fonte: Elaborado pelo autor segundo Assaf Neto (2012), Iudícibus (2008), Marion (2012), Matarazzo (2010).

A partir do Quadro 2, percebe-se que a análise dos indicadores de liquidez busca avaliar a solidez financeira da empresa e verificar como está a capacidade de pagamento dos compromissos assumidos (ASSAF NETO, 2012). Desse modo, a liquidez corrente refere-se ao curto prazo enquanto a liquidez geral está relacionada ao longo prazo. Já a liquidez imediata, também trata do curto prazo, porém considera apenas as disponibilidades e, portanto, desconsiderando os Estoques, Contas a Receber e os Investimentos no seu cálculo.

**Quadro 3 – Quadro-resumo dos índices de Rentabilidade**

INDICADOR	REPRESENTA	FÓRMULA
<b>Retorno sobre o Ativo (ROA)</b>	O Lucro gerado pelo uso dos ativos da empresa.	Lucro Líquido / Ativo Total
<b>Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)</b>	O quanto a empresa ganhou de lucro líquido para o capital próprio investido.	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido
<b>Margem Líquida</b>	O percentual de resultado líquido produzido pelas vendas líquidas.	Lucro Líquido / Vendas Líquidas

Fonte: Elaborado pelo autor segundo Assaf Neto (2012), Iudícibus (2008), Marion (2012), Matarazzo (2010).

De acordo com o Quadro 3, os indicadores de rentabilidade avaliam quanto renderam os capitais investidos na empresa e evidenciam o grau de desempenho econômico da companhia (MATARAZZO, 2010). O ROA está ligado ao retorno dos ativos da empresa diferenciando-se do ROE que representa o retorno do capital próprio investido. Já a margem líquida demonstra o retorno gerado somente pelas vendas líquidas.

**Quadro 4 – Quadro-resumo dos outros índices**

INDICADOR	REPRESENTA	FÓRMULA
<b>EBITDA (Earning Before Interest, Taxes,</b>	O potencial que a empresa possui para gerar recursos apenas pelos ativos	Lucro operacional antes dos Juros, Impostos, Depreciação e

<i>Depreciation/Depletion and Amortization)</i>	operacionais, ou seja, desconsiderando os impactos financeiros e os impactos dos impostos.	Amortização
<b>Capital de Giro</b>	O montante de recursos que a companhia necessita para financiar o seu ciclo operacional. O índice demonstra a folga financeira da empresa através da relação entre ativo circulante e passivo circulante.	(Ativo Circulante - Caixa, Equivalente de Caixa e Aplicações Financeiras) – (Passivo Circulante - Empréstimos e Financiamentos e Dividendos a pagar)
<b>Prazo Médio de Recebimento das Vendas</b>	O prazo médio que a companhia leva para receber pelas vendas realizadas, ou seja, o prazo fornecido, em dias, aos seus clientes para pagarem as dívidas.	(Contas a Receber / Vendas Brutas) x 360

Fonte: Elaborado pelo autor segundo Assaf Neto (2012), Iudícibus (2008), Marion (2012), Matarazzo (2010).

O Quadro 4 apresenta outros indicadores como o EBITDA que, de acordo com Assaf Neto (2012), demonstra o potencial de geração operacional de caixa. Também, traz a margem líquida, que é um índice de lucratividade e “evidencia o quanto a empresa registra de Lucro para cada \$ 100 de Vendas Líquidas” (MATARAZZO, 2010, 112). Por fim, é exposto o prazo médio de recebimento das vendas que exhibe quanto tempo são necessários para que a empresa receba pelas vendas realizadas.

#### 2.4 ESTUDOS RELACIONADOS À ABERTURA DE CAPITAL E DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO

Existem diversos estudos relacionados à abertura de capital *versus* a análise financeira e econômica, baseada em indicadores, os quais são destacados a seguir. Esses estudos têm focado em avaliar os impactos gerados pelo IPO nas empresas, a exemplo de Bossolani (2009) que analisou se o desempenho de 36 empresas brasileiras, não financeiras, melhorou após a realização do IPO, entre 2004 e 2006, e encontrou diferenças estatisticamente significativas nas médias da receita líquida das empresas após o IPO. Dessa forma, concluiu que empresas utilizam os recursos da oferta de ações para ampliar os investimentos e, assim, acelerar o crescimento dos ativos e receitas tornando-se menos alavancadas do que no período pré-IPO.

Estudo semelhante foi desenvolvido por Wardil (2009) ao examinar o impacto dos IPOs de 44 empresas brasileiras, não financeiras, que abriam o capital entre 2004 e 2007, a partir da análise de múltiplos calculados com dados contábeis antes *versus* após a abertura de capital. Neste sentido, constatou que as médias gerais de patrimônio líquido e do faturamento apresentaram significativo aumento, indicando que as empresas cresceram e presumiu que o IPO gerou impacto positivo sobre o crescimento do capital das empresas.

No mesmo sentido, Biral (2010), que investigou a mudança na performance operacional de 69 empresas brasileiras, não financeiras, que abriram capital no período de 2004 a 2008, através da análise dos seguintes indicadores: ROA, ROE, EBITDA/ativos, fluxo de caixa/ativo, alavancagem, crescimento de receitas e crescimento de ativo total. Conforme o autor, não foi possível constatar, com significância estatística, se o IPO é capaz de modificar o desempenho operacional das empresas.

Mello et al. (2010) também avaliaram o desenvolvimento de indicadores contábil-financeiros de 62 empresas que realizaram IPO entre 2004 e 2007. Sendo assim, examinaram as diferenças existentes entre as médias dos indicadores de retorno, margem, estrutura, liquidez e atividade nos períodos antes e pós-IPO. Os autores verificaram que os indicadores de dependência financeira e de liquidez (corrente e geral) exibiram sensível melhora após a abertura de capital. Ainda constataram que, após o IPO, as receitas líquidas exibiram aumento médio, enquanto a rentabilidade reduziu bastante.

Em estudo mais recente, Cao (2012) buscou identificar se surgiram alterações no desempenho operacional e financeiro, a longo prazo, de 112 empresas brasileiras que abriram o capital no período de 2000 até 2008. Desse modo, analisou-se a progresso de 6 indicadores, em um período de 7 anos, sendo que as variáveis pesquisadas foram: tamanho, crescimento, rentabilidade, alavancagem financeira e nível de investimentos. Segundo o autor, há evidências de avanço da performance das empresas brasileiras no longo prazo e que as empresas empregaram os recursos oriundos da oferta primária de ações para ampliarem os investimentos e aumentarem as receitas.

Nota-se que os principais resultados obtidos nos referidos estudos indicam que os recursos captados com a abertura de capital foram direcionados para os investimentos proporcionado o crescimento das receitas e do capital das empresas. Assim, de um modo geral, o IPO impactou positivamente no desempenho das empresas.

### **3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

A pesquisa realizada neste estudo foi classificada quanto aos seguintes aspectos: (a) pela forma de abordagem do problema, (b) de acordo com seus objetivos e (c) com base nos procedimentos técnicos utilizados.

De acordo com a forma de abordagem do problema, a pesquisa foi classificada como quantitativa e qualitativa, pois segundo Oliveira (2011, p. 80) “Esses métodos de pesquisa qualitativa e quantitativa são diferentes, mas não excludentes. Podem ser usados em conjunto

e de forma complementar em uma mesma pesquisa”. Este estudo é qualitativo, pois procurou analisar os reflexos da abertura de capital sobre o desempenho econômico-financeiro da empresa sendo que as “Investigações tratadas com uma análise qualitativa têm como objetivo situações complexas ou estritamente particulares que serão abordadas em profundidade, em seus aspectos multidimensionais” (OLIVEIRA, 2011, p. 82). A abordagem também é quantitativa porque a pesquisa se desenvolve por meio da análise de indicadores contábeis da empresa e conforme Diehl e Tatim (2004, p. 51) “a pesquisa quantitativa caracteriza-se pelo uso da quantificação tanto na coleta quanto no tratamento das informações”.

Referente aos seus objetivos, esta pesquisa classifica-se como descritiva, visto que seu principal objetivo está em observar, catalogar, registrar, classificar e interpretar os fatos. O pesquisador não interfere nos eventos (ANDRADE, 2002). O presente estudo compilará os dados das demonstrações contábeis de dois anos anteriores a abertura de capital, o ano do IPO, e dois anos posteriores a oferta pública inicial, analisará os dados obtidos e comparará o desempenho da empresa por meio dos indicadores da análise econômico-financeiras a fim de avaliar os reflexos da abertura de capital na empresa.

Com base nos procedimentos técnicos utilizados, a pesquisa se classificou como um estudo de caso que segundo (MARTINS, 2008, p. 11):

é o estudo de uma unidade social que se analisa profundamente e intensamente. Trata-se de uma investigação empírica que pesquisa fenômenos dentro de seu contexto real (pesquisa naturalística), onde o pesquisador não tem controle sobre eventos e variáveis, buscando apreender a totalidade de uma situação e, criativamente, descrever, compreender e interpretar a complexidade de um caso concreto. Mediante um mergulho profundo e exaustivo em um objeto delimitado – problema pesquisa -, o Estudo de Caso possibilita penetração na realidade social, não conseguida plenamente pela avaliação quantitativa.

Nesse contexto, o artigo tem como objeto de estudo a empresa Arezzo que, em fevereiro do ano de 2011 realizou um IPO e se tornou uma companhia aberta com suas ações negociadas sendo listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa. A amostra desse estudo são as demonstrações contábeis de cinco anos consecutivos, ou seja, do período de 2009 a 2013 e o prospecto definitivo de oferta pública de distribuição primária e secundária de ações ordinárias de emissão da Arezzo publicado em 31 de janeiro de 2011.

Alusivo à coleta dos dados, foram utilizados os balanços patrimoniais, os demonstrativos do resultado do exercício, as notas explicativas das demonstrações contábeis consolidadas dos exercícios findos de 31 de dezembro de 2009, 2010, 2011, 2012 e 2013. Também, utilizou-se o prospecto definitivo do ano 2011 e os relatórios de administração e sustentabilidade dos anos de 2011, 2012 e 2013. Os documentos e publicações legais foram

coletados a partir de informações da própria organização disponibilizadas em seu *website*, portanto, os dados são fontes primárias.

Logo após, foram compilados os dados com o aplicativo *Microsoft Excel*, o qual deu suporte para elaboração de cálculos e tabelas com o intuito de identificar os índices econômico-financeiros de desempenho utilizados nessa pesquisa. Os indicadores foram selecionados baseando-se em alguns estudos da literatura brasileira que abordaram essa temática citados anteriormente.

Para a análise dos dados, utilizou-se a comparação entre os indicadores econômico-financeiros calculados, através da técnica de análise de balanços, antes e após o IPO. Os indicadores utilizados são os de estrutura de capital, liquidez, lucratividade e rentabilidade, pois os indicadores visam relacionar subsídios afins das demonstrações contábeis da melhor forma para extrair conclusões sobre a situação da empresa (ASSAF NETO, 2012). A análise comparativa entre indicadores é exposta a partir de tabelas que são detalhadas na próxima seção.

#### **4 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS**

Para atender aos objetivos deste estudo, são apresentados neste capítulo os resultados obtidos com base na análise dos dados coletados. Objetivando facilitar a compreensão, o capítulo foi segregado em cinco seções. A primeira destina-se à apresentação das principais informações acerca da empresa estudo do caso; a segunda apresenta o prospecto definitivo e a estimativa de destinação dos recursos obtidos com o IPO; a terceira seção relaciona o prospecto e a efetiva destinação desses recursos; a quarta seção exhibe os reflexos da abertura de capital da Arezzo sobre seus indicadores econômico-financeiros de desempenho; e por fim, a última seção, destinada à interpretação dos resultados, são realizadas análises dos impactos provocados pelo IPO no desempenho da empresa através dos indicadores econômico-financeiros.

##### **4.1. EMPRESA OBJETO DE ESTUDO**

O objetivo desta seção é apresentar a Arezzo S.A. que, atualmente, é líder brasileira no setor de calçados, bolsas e acessórios femininos comercializando mais de 10 milhões de pares de calçados por ano. As informações aqui apresentadas foram levantadas por meio da análise dos relatórios de sustentabilidade e dos relatórios da Administração da Arezzo S.A. A

empresa possui mais de 43 anos de história e cinco marcas internacionalmente reconhecidas - Arezzo, Schutz, Anacapri, Alexandre Birman e Fiever. A Companhia encerrou 2015 com 489 franquias no Brasil e 5 no exterior; 48 lojas próprias distribuídas pelo Brasil e uma loja própria no exterior. Além disso, atingiu a receita bruta de R\$1,4 bilhão e um lucro líquido de R\$119,7 milhões ao final do ano de 2015. A seguir, é exibido o histórico da empresa de forma cronológica.

A Arezzo foi fundada na cidade de Belo Horizonte em Minas Gerais no ano de 1972 por Henrique Lemos Birman e seus filhos Anderson e Jefferson Lemos Birman. Na época em que surgia a marca, existia uma forte influência da Itália no mundo da moda que acabou inspirando a família Birman a escolher o nome Arezzo em referência à cidade italiana localizada na região de Toscana.

A primeira fábrica iniciou a produção de sapatos masculinos, porém, logo cedo, os irmãos Birman mudaram os planos abandonando o projeto inicial e direcionaram o foco ao público feminino. Essa idéia foi um sucesso e no ano de 1972 houve a primeira consolidação da marca no mercado brasileiro com o lançamento da sandália Anabela. Por Belo Horizonte apresentar altos e restritivos custos industriais e pela falta de suporte técnico na área calçadista na década de 80, a empresa mudou seu planejamento e verticalizou sua produção a fim de agregar um nível mais elevado de controle e qualidade dos processos.

Assim, nos anos 90, a Arezzo decide abandonar as linhas de produção em Belo Horizonte e transferir o centro criativo para o Vale dos Sinos, maior complexo calçadista do Brasil, localizado no Rio Grande do Sul e, desse modo, em 1996 torna-se a única grande companhia brasileira a não possui fábricas. Ainda na década de 90, a empresa concentrou esforços em vendas no varejo, utilizando canais de franquias para que seu produto alcançasse todo o Brasil, e na especialização em pesquisa e desenvolvimento de novas tendências e modelos. As operações comerciais foram centralizadas na cidade de São Paulo onde a Arezzo abriu sua primeira loja conceito em uma das regiões de maior destaque no comércio da cidade.

No ano de 2006, Anderson Birman comprou a parte de irmão, Jefferson Birman, e assumiu sozinho o controle da empresa. Já em 2007, buscando expandir seus negócios, a Arezzo incorpora a empresa Schutz, outra fabricante e exportadora de calçados femininos criada em 1995 por Alexandre Birman, filho de Anderson, que possui fábrica própria em Campo Bom no Rio Grande do Sul. Dessa fusão originou-se a Arezzo S.A. que tornou a Arezzo e a Schutz unidades de negócio da nova empresa onde Alexandre assumiu a vice-presidência.

Outro fato relevante em 2007, o Fundo de Investimentos em Participações (FIP) Piraíba, da empresa Tarpon Investimentos S.A., adquiriu a participação de 25% da Arezzo S.A. O investimento foi da ordem de R\$76,3 milhões por meio de compra de ações e aumento de capital conforme a Tarpon informou à CVM. Os recursos obtidos foram usados para financiar a expansão da companhia no Brasil e no exterior.

Em 2008, buscando novas oportunidades de negócios, surge a marca Anacapri voltada a um público mais jovem com seus preços acessíveis e um conceito mais casual de sapatos. Já, em 2009, foi criada a grife Alexandre Birman, visando a uma classe mais elitizada da população e sendo direcionada ao mercado internacional com o objetivo de conquistar, estrategicamente, pontos de varejo no mundo.

Rumo à institucionalização, no ano de 2010 a Arezzo S.A. aprovou na Assembleia Geral Extraordinária da Companhia, realizada em 07 de dezembro de 2010, a execução da oferta primária de ações sendo protocolado o pedido na CVM no dia seguinte. Dessa forma, conforme seu Prospecto, em 01 de Fevereiro de 2011, a Arezzo faz seu IPO e se torna uma companhia aberta sendo listada no Novo Mercado da BM&FBovespa com suas ações negociadas sob o código ARZZ3. O capital social da Arezzo S.A. ficou composto por 88.542.410 ações ordinárias onde Anderson Lemos Birman e Alexandre Café Birman detém o controle da empresa com 53,6% das ações.

No ano de 2013, Alexandre Birman assume a presidência no lugar do pai e fundador da companhia, Anderson Birman. Anderson, atualmente, é presidente do Conselho de Administração da Arezzo S.A. Por fim, em 2015, ocorre outro fato histórico importante na empresa, no qual há o lançamento da 5ª marca do grupo, a Fiever, que é direcionada ao público jovem e descolado.

#### 4.2. PROSPECTO DEFINITIVO E ESTIMATIVA DE DESTINAÇÃO DOS RECURSOS

Esta seção visa apresentar o prospecto definitivo de oferta pública de distribuição primária e secundária de ações ordinárias de emissão da Arezzo. Na qual será detalhada a estimativa de captação dos recursos com o IPO e os planos de destinação citados no prospecto.

O prospecto é um documento essencial e obrigatório nas ofertas públicas de ações. O documento é preparado pelo ofertante que disponibiliza informações fundamentais sobre a perspectivas e planos da empresa, os riscos do negócio, situação do mercado de interesse, o quadro administrativo da empresa, entre outros, com a intenção que os investidores compreendam a proposta e formem a sua decisão de investimento (CVM, 2014).

Em seu prospecto definitivo, a Arezzo estimou captar cerca de R\$181,7 milhões provenientes da oferta primária de, aproximadamente, 10,2 milhões de ações ordinárias tendo como base um preço por ação de R\$ 19,00. A Tabela 1 apresenta mais detalhadamente a intenção de distribuição dos recursos citados:

**Tabela 1 – Estimativa de distribuição dos recursos captados com o IPO**

<b>Destinação</b>	<b>Percentual Estimado</b>	<b>Valor Estimado (em R\$ milhões)</b>
Expansão da nossa rede de lojas próprias e franquias	42%	76,3
Financiar aquisições e parcerias estratégicas	37%	67,2
Financiamento do nosso capital de giro	12%	21,8
Investimento em melhorias operacionais	9%	16,4
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>181,7</b>

Fonte: Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da Arezzo (2011).

Conforme evidenciado na Tabela 1, a estimativa de destinação dos recursos levantados a partir do IPO, em ordem de prioridade, foram: expansão da rede de lojas próprias e franquias; financiar aquisições e parcerias estratégicas; financiamento do capital de giro; e investimento em melhorias operacionais.

Assim, no dia 01 de fevereiro de 2011, a companhia realizou o IPO e captou R\$ 182,1 milhões em recursos líquidos, dos quais R\$ 167,1 foram reconhecidos como reserva de capital no dia posterior. Durante a oferta pública inicial, as ações alcançaram o valor máximo estipulado no prospecto de abertura da companhia (a previsão era entre R\$ 15 e R\$ 19). Já, a oferta secundária, que são recursos integralmente destinados aos acionistas vendedores, envolveu cerca de 19,5 milhões de ações, com giro de R\$ 370,2 milhões. Incluindo oferta primária e secundária, o giro total com a operação da Arezzo, foi de R\$ 565,8 milhões.

#### 4.3. PROSPECTO DEFINITIVO *VERSUS* EFETIVA DESTINAÇÃO DOS RECURSOS

Nesta seção é analisada a relação entre a destinação dos recursos obtidos com o IPO planejada no prospecto e a efetiva destinação realizada. Dessa forma, será verificado o alinhamento entre os recursos captados com a abertura de capital e os planos de destinação citados no prospecto. Para isso, foram criadas tabelas, com indicadores utilizados no estudo, a fim de demonstrar e comparar a aplicação de tais recursos após o IPO.

Abaixo segue a Tabela 2 que traz dados relacionados à expansão e reformas da rede de lojas:

**Tabela 2 – Expansão e reformas da Rede de Lojas**

<b>Expansão da Rede de Lojas Próprias e Franquias</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011/IPO</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Lojas (Expansão e Reformas em milhões de R\$)	8,93	8,02	22,35	37,35	15,77
Número de Lojas (em unidades)	270	303	341	399	458
Receita Bruta de Vendas (em milhões de R\$)	512,95	712,87	862,62	1.108,74	1.232,09

Fonte: Elaborado pelo autor (2016).

Por meio da análise da Tabela 2, percebe-se que a companhia aplicou em lojas e franquias um montante de R\$ 75,47 milhões distribuídos no período de 2011 a 2013. Esse valor, representa 98,91% do estipulado no prospecto. Destaque para o ano do IPO que obteve um aumento de 179% em investimentos em expansão ou reformas de pontos de venda em relação a 2010. Outro dado significativo é a expansão da quantidade de lojas pós abertura de capital. Foram abertas 155 lojas entre 2011 e 2013 sendo que a variação anual foi de 13%, 17% e 15%. Toda essa expansão refletiu diretamente na receita bruta que apresentou uma evolução positiva de 72,83% entre o ano de 2011 a 2013. Portanto, a empresa manteve o alinhamento com o anunciado no prospecto de abertura referente à destinação dos recursos direcionado às lojas.

A seguir, é exposto na Tabela 3 os dados e indicadores referentes às aquisições e parcerias estratégicas.

**Tabela 3 – Aquisições e Parcerias Estratégicas**

<b>Financiar Aquisições e Parcerias Estratégicas</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011/IPO</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<i>Market Share</i> (em %)	8,00	9,00	10,00	11,00	11,10
Ativo Total (em milhões de R\$)	238,03	268,16	511,63	637,59	704,87
Patrimônio Líquido (em milhões de R\$)	119,53	146,28	384,05	453,90	514,54

Fonte: Elaborado pelo autor (2016).

Ao verificar a Tabela 3, nota-se que o *market share* não sofre significativa influência do IPO e segue a tendência normal com um crescimento anual de 1%. Tal fato pode ser explicado porque no período posterior à entrada na bolsa de valores, não existiu a aquisição de novas empresas ou negócios. Um dado que chama a atenção é a variação do ativo total de 90% entre 2010 e 2011. Essa variação está relacionada com o aumento do Contas a Receber, influenciado pelo crescimento das vendas; do Caixa e Equivalentes de Caixa; e das Aplicações Financeiras que enceram 2011 com R\$ 173,55 milhões. Referente ao patrimônio líquido, houve aumento da Reserva de Capital com recursos captados na oferta pública refletindo assim na variação positiva de 162,54% entre 2010 e 2011. Logo, presume-se que a

companhia não encontrou boas oportunidades de negócios e, dessa forma, não investiu a estimativa direcionada à destinação dos recursos de aquisições e parcerias estratégicas no prospecto.

A Tabela 4 abaixo, apresenta a evolução do capital de giro e índices referentes à atividade operacional e estrutura de capital da empresa.

**Tabela 4 – Financiamento do Capital de Giro**

<b>Financiamento do Capital de Giro</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011/IPO</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Capital de Giro (em milhões de R\$)	88,36	141,61	191,72	235,78	290,98
Imobilização do Patrimônio líquido (em %)	46,21	40,41	20,37	27,10	29,30
Prazo Médio de Recebimento das Vendas (em dias)	72	67	75	68	72

Fonte: Elaborado pelo autor (2016).

Segundo Assaf Neto (2012), capital de giro é a quantidade de recurso disponíveis para a empresa empregar nas operações do dia-a-dia. Pode se perceber que já existia uma significativa evolução no capital de giro da Arezzo nos anos anteriores ao IPO. Esse fato demonstra que a companhia vinha crescendo fortemente e que a abertura de capital proporcionou a continuidade da captação de recursos e elevação desse indicador. Destaque para o valor de R\$ 290,98 milhões em 2013 que, comparado a 2011, houve um aumento de 51,77%, ou seja, a companhia dobrou o seu capital de giro. Dessa forma, verificou-se que a companhia distribuiu mais recursos que propostos no prospecto. Só em 2011, ano da oferta pública, cerca 130% a mais de recursos foram alocados no capital de giro e, assim, corroborando os estudos de Cao (2012) o qual afirma que as empresas empregaram os recursos oriundos da oferta primária de ações para ampliarem os investimentos e aumentarem as receitas.

Em relação à imobilização do patrimônio líquido, nota-se grande influência da abertura de capital porque o índice diminuiu, aproximadamente, 50% em 2011, quando comparado a 2010. Isso está diretamente relacionado com o aumento do patrimônio líquido, pois conforme Matarazzo (2010), a imobilização do patrimônio líquido é a razão entre o ativo não circulante e o patrimônio líquido. Sendo assim, como os recursos obtidos com o IPO foram pouco aplicados em ativos não circulantes, quando comparados aos recursos distribuídos em patrimônio líquido e capital de giro, ocorreu expressiva queda da imobilização do patrimônio líquido.

Conforme Marion (2012), o prazo médio para recebimento de vendas demonstra quanto tempo é necessário para que a empresa receba pelas vendas realizadas. E, de acordo

com o seu prospecto, a Arezzo utilizaria o aumento de capital de giro gerado pelo IPO a fim de conceder um prazo maior para as vendas com seus franqueados. Analisando a Tabela 4, verifica-se que realmente houve uma concessão de 8 dias a mais de prazo no ano de 2011 em relação a 2010. Porém, em 2012, a companhia reduz o prazo e volta ao patamar anterior a oferta pública. Por fim, conclui-se que a Arezzo, efetivamente aplicou mais recurso no capital de giro que o estipulado no prospecto para, assim, poder ampliar os investimentos e acelerar o crescimento dos ativos e receitas reforçando as conclusões do estudo de Bossolani (2009).

Em seguida, é exibida a Tabela 5 que demonstra os recursos investidos em melhorias operacionais entre o período de 2009 a 2013.

**Tabela 5 – Investimento em Melhorias Operacionais**

<b>Investimento em Melhorias Operacionais</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011/IPO</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Investimentos (em milhões de R\$)	2,21	7,50	7,89	20,10	27,99

Fonte: Elaborado pelo autor (2016).

Os investimentos da empresa possuem 3 naturezas: investimento em expansão ou reformas de pontos de venda próprios; investimentos corporativos que incluem TI, instalações e escritório; e outros investimentos, que são relacionados à modernização da operação industrial. A Tabela 5 apresenta os investimentos em melhorias operacionais e, dessa forma, exclui os investimentos em expansão ou reformas de pontos de venda, os quais foram detalhados anteriormente na Tabela 2.

Os investimentos em melhorias operacionais variaram apenas 5% na comparação de 2011 com 2010, porém ocorreu um crescimento acentuado desses investimentos em 2012 e 2013. No ano de 2012, houve um aumento de 155% que está relacionado com a inauguração da sede da companhia em Campo Bom/RS. Assim, concluímos que a Arezzo alocou mais recurso que a intenção inicial apresentada no prospecto. Esses recursos totalizaram R\$ 55,8 milhões fracionados entre o ano do IPO e os dois anos subsequentes sendo que a projeção era de R\$ 16,4 milhões, ou seja, uma variação de 140% a maior.

Diante da análise exposta sobre a destinação dos recursos captados com a oferta pública de ações apresentada na Tabela 1, compreende-se que a Arezzo procurou seguir o estimado no prospecto. A exceção é o item Financiar Aquisições e Parcerias Estratégicas, o qual recebeu menos recursos que estipulado. Uma possível explicação é o fato da companhia não encontrar boas oportunidades de negócios. Os demais itens citados na Tabela 1 receberam mais investimento que o previsto, visto que a abertura de capital proporcionou um significativo crescimento no capital de giro, patrimônio líquido e receita bruta da empresa.

#### 4.4. ANÁLISE DOS REFLEXOS DA ABERTURA DE CAPITAL POR INDICADORES

Nesta seção, são apresentados os índices, do período de 2009 a 2013, de estrutura de capital, liquidez, lucratividade, rentabilidade, entre outros, com o intuito de avaliar os reflexos do IPO através de análises comparativas entre os mesmos, pois, no entendimento de Iudícibus (2008), a utilização de quocientes tem a intenção de possibilitar ao analista verificar tendências e comparar os quocientes e, além de retratar o que ocorreu no passado, prever futuros cenários para a companhia. Dessa forma, são apresentadas, a seguir, as Tabelas 6, 7, 8 e 9.

**Tabela 6 – Indicadores de Estrutura de Capital**

<b>Estrutura de Capital</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011/IPO</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Garantia da Capital de Terceiros (em %)	100,87	119,91	303,40	248,45	271,78
Dívida Total (em milhões de R\$)	39,32	46,77	38,66	94,08	98,42
Participação de Capitais de Terceiros (em %)	49,78	45,47	24,79	28,7	26,9

Fonte: Elaborado pelo autor (2016).

Antes de verificar-se os indicadores, será analisada a dívida total da Arezzo no período de 2009 a 2013 com a finalidade de melhorar a compreensão do comportamento dos índices de garantia de capital de terceiros e de participação de capital de terceiros. No ano de 2012, a dívida total da companhia aumentou 143,35% e manteve-se no mesmo patamar em 2013, aproximadamente, R\$ 96 milhões. Tal fato é explicado pela captação de crédito em uma linha de longo prazo de R\$ 29 milhões junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES) em 2012 e pela demanda de capital de giro atrelada a maior quantidade de vendas.

De acordo com Marion (2012), a garantia de capital de terceiros compara o patrimônio líquido em relação ao capital de terceiros. Ao analisar a Tabela 6, observa-se uma acentuada elevação desse índice após o IPO, que apresenta uma variação positiva de 153% quando comparado o ano de 2010 com 2011. Em 2011, a garantia de capital de terceiros atinge 303%, ou seja, a cada R\$100,00 de capital de terceiros a empresa possuía R\$ 303,00 de capital próprio. O índice se manteve alto nos anos seguintes à oferta pública e demonstra que a Arezzo tem condições de liquidação das dívidas com o capital próprio, além disso, a companhia tem recursos excedentes para aplicar no giro dos negócios.

A participação do capital de terceiros, ou grau de endividamento, demonstra a relação entre as fontes de recurso da companhia, o capital próprio e o capital de terceiros, assim é possível mensurar a dependência do capital de terceiros investidos na empresa

(MATARAZZO, 2010). Analisando a Tabela 6, verifica-se que o indicador apresenta uma variação negativa de 55% na comparação entre 2010 e 2011, o ano do IPO. Essa forte queda do indicador de 45,47% para 24,79% em 2011, representa que a cada R\$ 100,00 de capital próprio a Arezzo se utiliza de R\$ 24,79 do capital de terceiros.

**Tabela 7 – Indicadores de Liquidez**

<b>Liquidez</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011/IPO</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Liquidez Corrente	1,97	2,23	4,23	4,03	3,84
Liquidez Geral	1,81	1,9	3,55	2,89	3,00
Liquidez Imediata	0,48	0,14	1,7	1,59	1,29

Fonte: Elaborado pelo autor (2016).

Segundo Marion (2012), o indicador de liquidez corrente demonstra a capacidade de pagamento da companhia em relação ao curto prazo. Verificando o Tabela 7 observa-se um aumento relevante na liquidez corrente no ano de 2010 para 2011 onde o índice quase dobrou, mantendo-se no mesmo nível até 2013. Assim, compreende-se que o IPO propiciou uma elevação relevante dos ativos circulantes e folga financeira, pois para cada R\$100,00 de dívida, a empresa possuía R\$ 400,23 de ativos circulantes para quitá-la depois da abertura de capital.

Conforme Assaf Neto (2012), o índice de liquidez geral revela a capacidade de pagamento da dívida total, curto e longo prazo, utilizando o total do ativo. Analisando a Tabela 7 é possível perceber que a liquidez geral apresentou uma grande variação positiva no ano de 2011, reduzindo um pouco em 2012 devido ao empréstimo de longo prazo obtido junto ao BNDES, mas mantendo-se elevada quando comparada a 2009 e 2010. O destaque foi o ano de 2011, do IPO, quando a Arezzo conseguiu aumentar esse indicador de 1,9 para 3,55. Isso significa que para cada R\$ 100,00 de dívida total a empresa possuía R\$ 355,00 de ativos para pagar os compromissos assumidos. Portanto, a liquidez geral revela que houve uma melhora significativa na situação financeira de longo prazo da companhia após a abertura de capital.

A liquidez imediata indica a capacidade de liquidação das dívidas de curto prazo considerando apenas as disponibilidades do ativo circulante, ou seja, quanto a companhia tem de recursos para quitar as dívidas imediatamente (IUDÍCIBUS, 2008). Examinando o Tabela 7 verifica-se que em 2009 e 2010 a Arezzo possuía pouca disponibilidade, R\$ 13 milhões, ou 14%, em relação às dívidas de curto prazo, e que esse quadro sofre uma relevante mudança depois da oferta pública de ações. Em 2011, o ano terminou com o índice em 1,7, o que representa uma variação positiva de 1214% comparado a 2010. Isso deve-se à empresa ter

findado o ano de 2011 com R\$ 173,6 milhões em Caixa e Equivalentes de Caixa e Aplicações Financeiras, recursos captados com o IPO. Desse modo, entende-se que a abertura de capital também impactou favoravelmente a situação financeira da empresa no curto prazo.

**Tabela 8 – Indicadores de Rentabilidade**

<b>Rentabilidade</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011/IPO</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Retorno sobre o Ativo (ROA)	20,48	24,07	17,94	15,22	15,71
Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	40,77	44,14	23,85	21,34	21,49

Fonte: Elaborado pelo autor (2016).

O ROA é o índice de retorno gerado pelos recursos aplicados pela empresa em seus ativos (ASSAF NETO, 2012). A partir da Tabela 8, é possível verificar que o indicador sofre uma queda de 25% no ano do IPO e segue caindo 15% em 2012. Voltando a crescer em 2013 onde fechou o ano em 15,71 que representa R\$ 15,71 de retorno sobre R\$ 100,00 investidos nos ativos, uma taxa alta comparada a outras aplicações no mercado como, por exemplo, a caderneta de poupança. Esse fato é explicado pela maior proporção dos investimentos, que geram resultado no longo prazo, em relação ao lucro líquido.

Segundo Iudícibus (2008), o ROE demonstra o retorno dos recursos aplicados pelos proprietário da empresa, ou seja, o retorno do capital próprio sobre o investimento na companhia. Com base na Tabela 8, percebe-se um significativo decréscimo nesse indicador após oferta pública de ações. Destaque para a variação negativa de 46% no ano de 2011 onde o índice fechou em 23,85. No ano seguinte, o ROE apresenta pequena queda e volta a subir em 2013 onde acaba o ano em 21,49 que representa um retorno de R\$ 21,49 para cada R\$ 100,00 de capital próprio investido. Essa queda deve-se ao grande aumento do patrimônio líquido obtido com os recursos captados no IPO.

**Tabela 9 – Outros Indicadores**

<b>Outros Indicadores</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011/IPO</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
EBITDA (em R\$ milhões)	60,53	95,49	117,73	135,76	159,46
Lucro Líquido (em R\$ milhões)	48,74	64,53	91,61	96,87	110,56
Margem Líquida	11,83	11,29	13,49	11,26	11,48

Fonte: Elaborado pelo autor (2016).

Observando a Tabela 9, pode-se observar que o EBITDA vem crescendo desde 2010 até 2013 e que sofre uma variação positiva de 27% no ano do IPO. Destaque para o final de 2013 onde o EBITDA alcançou a marca de R\$ 159,46 milhões que, quando comparado a

2010, representa um aumento de 72%. Isso, demonstra que a abertura de capital potencializou a evolução da empresa em relação ao faturamento e resultados operacionais.

Em relação ao Lucro Líquido, a Tabela 9 mostra que o indicador vem crescendo no decorrer do tempo e que a oferta pública de 2011 o impactou positivamente. O índice apresentou uma variação positiva de 42% no ano do IPO devido à significativa expansão dos pontos de vendas e, conseqüentemente, aumento das vendas proporcionado pelos recursos captados pela entrada na bolsa de valores.

Ao analisar a Tabela 9, infere-se que a margem líquida apresenta pequeno aumento depois do IPO e, nos anos seguintes, mantem-se no mesmo patamar de 2009 e 2010. No ano de 2011, o índice estava em 13,49 que representa um lucro de R\$ 13,49 para cada R\$ 100, 00 em vendas líquidas. Assim, pode-se concluir que a lucratividade da empresa aumentou após abertura de capital devido, principalmente, ao aumento das vendas e pela profissionalização que a Arezzo foi submetida durante o processo de abertura de capital.

#### 4.5. INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS

Esta seção visa interpretar a análise dos indicadores de estrutura de capital, liquidez, rentabilidade e outros como EBITDA, lucro líquido e margem líquida.

A análise dos índices de estrutura de capital revela que o IPO proporcionou uma menor dependência do capital de terceiros pela Arezzo. Dessa forma, abertura de capital potencializou a captação de recursos e o aumento do capital próprio refletindo numa maior garantia de capital de terceiro mesmo que a dívida total tenha crescido. Logo, entende-se que a companhia não está sob a dependência de capital de terceiros e que fortaleceu a liberdade financeira após oferta pública inicial de ações e, desse modo, reforçando as conclusões de Mello et al. (2010).

É possível perceber que a abertura de capital impactou positivamente a Liquidez da Arezzo. Os recursos captados com o IPO foram investidos e geraram um grande aumento nos ativos da empresa refletindo uma satisfatória situação financeira da companhia no curto e longo prazo. Dessa forma, conclui-se que empresas utilizam os recursos da oferta de ações para expandir seus investimentos e, desse modo, acelerar o crescimento dos ativos e receitas tornando-se menos alavancadas do que no período anterior ao IPO. Tais resultados são convergentes aos de Bossolani (2009) e Mello et al. (2010).

Verificou-se que os indicadores de rentabilidade da Arezzo sofreram forte impacto com o IPO. Os índices tiveram queda acentuada após abertura de capital e só voltaram a

crescer em 2013 e, mesmo assim, continuaram acima do nível de mercado proporcionado um bom retorno aos acionistas da empresa. Esses reflexos são causados pelo crescimento da empresa que fez altos investimentos e pelo relevante aumento de patrimônio líquido pós IPO. Esses dados corroboram com os estudos de Mello et al (2010) no qual constataram que as receitas líquidas exibiram aumento médio, enquanto a rentabilidade reduziu bastante após o IPO.

Com base na análise dos indicadores, fica evidente que o IPO refletiu de forma positiva nos Arezzo. Houve aumento do EBITDA, lucro líquido e margem líquida proporcionados pelos recursos obtidos com a oferta pública inicial que foram investidos na expansão das lojas e em melhorias operacionais. Dessa forma, a empresa acelerou o crescimento dos ativos e receitas, aumentando o seu capital, fato que vai ao encontro dos estudos de Wardil (2009), Mello et al. (2010) e Cao (2012).

## **5 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Nesta pesquisa foi feita uma análise sobre o desempenho econômico e financeiro gerado com a abertura de capital da companhia Arezzo Indústria e Comércio S.A. Para tanto foram analisadas e comparadas, através de indicadores econômico-financeiros, as Demonstrações Contábeis de anos anteriores e posteriores ao IPO. Além disso, verificou-se o alinhamento do prospecto definitivo e os recursos captados na oferta pública inicial. As análises citadas, podem ser localizadas na seção quatro deste estudo que é intitulada Análise e Interpretação dos Resultados.

Com base nas análises, compreende-se que a Arezzo manteve um alinhamento e procurou seguir o estimado entre os recursos captados com a abertura de capital e os planos de destinação presentes no prospecto definitivo. Também, por meio das análises dos indicadores verificou-se que o IPO refletiu de forma positiva na Arezzo.

A abertura de capital proporcionou uma menor dependência do capital de terceiros e potencializou a captação de recursos. Além disso, os recursos da oferta de ações foram utilizados para expandir investimentos e, desse modo, acelerar o crescimento dos ativos e receitas ocasionado aumento do EBITDA e lucro líquido. Entretanto, os indicadores de rentabilidade foram os únicos que sofreram efeitos negativos, apesar do IPO ter viabilizado o crescimento da companhia.

Este estudo demonstrou que o IPO pode ser uma boa fonte de recursos para potencializar o crescimento das empresas. Assim como a Arezzo obteve sucesso, esse estudo pode incentivar outras empresas a avaliarem a possibilidade de abertura de capital.

Por limitação de espaço, não foi possível realizar as análises horizontal e vertical das demonstrações contábeis consolidadas presentes na amostra desta pesquisa, fator que restringiu a quantidade de dados a serem interpretados limitando assim os resultados da pesquisa. Como sugestão para estudos futuros, propõe-se avaliar o processo de preparação que a Arezzo realizou antes da oferta pública inicial e, também mensurar os custos envolvidos em todo esse processo.

## REFERÊNCIAS

ANDRADE, Maria Margarida de. **Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação: noções práticas**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços: Um Enfoque Econômico-Financeiro**. 10 ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BIRAL, Rafael Augusto Fernandes. **A Abertura de Capital Afeta o Desempenho Operacional das Empresas? Evidência da Onda de IPOs 2004-2008**. 2010. 50 f. Dissertação (Mestrado profissional em Finanças e Economia de Empresas) – Programa de Pós-graduação em Finanças e Economia de Empresas da Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010.

BACEN. **Resolução 2690 de 26 de Janeiro de 2000**. Altera e Consolida as Normas que Disciplinam a Constituição, a Organização e o Funcionamento das Bolsas de Valores. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2000/pdf/res\\_2690\\_v4\\_L.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2000/pdf/res_2690_v4_L.pdf)>. Acesso em: 26 jun. 2015.

BRASIL. **Lei nº 4.728, de 14 de Julho de 1965**. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm)>. Acesso em: 27 jun. 2015.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de Dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/Ccivil\\_03/LEIS/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/Ccivil_03/LEIS/L6404compilada.htm)>. Acesso em: 27 jun. 2015.

BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO (BM&FBOVESPA). **Como e Por Que Tornar-se uma Companhia Aberta: Utilizando o Mercado de Capitais para Crescer**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/guiaaber>>. Acesso em: 07 jun. 2015.

BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO (BM&FBOVESPA). **Introdução ao Mercado de Capitais**. Disponível em:

<<http://www3.elitecvm.com.br/novo/upload/misc/file/62c57d602a2e086ccaa3055b1c24836c.pdf>>. Acesso em: 07 jun. 2015.

BOSSOLANI, T. **IPO e o Desempenho das Empresas**. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial), Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2009.

CASAGRANDE NETO, Humberto; ROSSI, Maria Cecília; SOUSA, Lucy A. **Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

CAO, Teresa Rodriguez. **Oferta pública inicial de ações e desempenho de empresas no Brasil**. 2012. 83 f. Dissertação (Mestrado Profissionalizante) - Programa de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Faculdades Ibmecc, Rio de Janeiro, 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiros**. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. Disponível em: <<http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>>. Acesso em: 07 jun. 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Portal do Investidor: Porque o Seu Melhor Investimento é o Conhecimento**. Disponível em: <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu\\_Academico/O\\_Mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro/Historia\\_Mercado-Capitais.html](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html)>. Acesso em: 07 jun. 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Relação com Investidores: da Pequena Empresa ao Mercado de Capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2015. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro-IBRI-CVM.pdf>>. Acesso em: 07 jun. 2015.

DIEHL, Astor A.; TATIM, Denise C. **Pesquisa em Ciências Sociais Aplicadas: Métodos e Técnicas**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2004.

ERNEST & YUNG TERCO (EY). **Como crescer: estratégia, gestão e recursos para a sua empresa**. São Paulo: Ernest & Yung Terco, 2013. Disponível em: <[http://www.ey.com/BR/pt/Issues/Business-environment/Guia\\_de\\_Crescimento\\_-\\_Overview](http://www.ey.com/BR/pt/Issues/Business-environment/Guia_de_Crescimento_-_Overview)>. Acesso em: 07 jun. 2015.

ESTADÃO. **Indústria Crítica Manutenção da Selic**. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,industria-critica-manutencao-da-selic-comercio-esta-otimista,140933>>. Acesso em: 07 jun. 2015.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de balanços**. 9 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

RIBEIRO, Osni Moura. **Estrutura e análise de balanços fácil**. 11 ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

MARION, José Carlos. **Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2012.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Estudo de caso: uma estratégia de pesquisa**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanços: Abordagem Gerencial**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MELLO, H. R.; AMARAL FILHO, A. C. C.; MACEDO, M. A. S.; CORRAR, L. J. **Efeitos da Abertura de Capital nas Empresas: uma análise fundamentada em índices contábil-financeiros**. XIII SEMEAD Seminários em Administração. Disponível em <<http://sistema.semead.com.br/13semead/resultado/trabalhosPDF/541.pdf>>. Acesso em 30 mar. 2016.

NIADA, Andreia Lucia. **O Processo Primário de Abertura de Capital**. 2011. 85 f. Dissertação (Mestrado profissional em Economia) – Ênfase em Controladoria – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-graduação em Economia, Porto Alegre, 2011.

OLIVEIRA, Antonio Benedito Silva. **Métodos da Pesquisa Contábil**. São Paulo: Atlas, 2011.

PRICEWATERHOUSECOOPERS (PWC). **Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO): Início de uma nova década de crescimento**. Disponível em: <<http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/como-abrir-o-capital-da-sua-empresa-no-brasil-ipo.html>>. Acesso em: 07 jun. 2015.

REZENDE, I. C. C. et al. **Análise da performance empresarial da PETROBRAS: um estudo sob o enfoque dos indicadores econômico-financeiros**. Revista Ambiente Contábil, Natal, v. 2, n. 1, p. 54 – 69, jan./jun. 2010. Disponível em: <<http://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/1333>>. Acesso em: 12 jan. 2016.

ROCKMANN, Roberto. IPO? Só se for agora: Cinco histórias de companhias que deram de ombros para a crise e, apesar dos preços desestimulantes, estrearam na bolsa em 2011. **Revista Capital Aberto**, São Paulo, ano IX, v. 97, p. 27, set. 2011. Disponível em: <<http://www.capitalaberto.com.br/pageflip/97/#27/z>>. Acesso em: 01 set. 2015.

SOARES, Taiany Abreu. **Qual o melhor momento para abertura de capital? analisando o timing dos IPOs das empresas brasileiras de energia a partir da teoria de opções reais**. 2011. 125 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Programa de Pós-Graduação em Economia Aplicada, Área de Concentração em Finanças, da Faculdade de Economia da Universidade Federal de Juiz de Fora, Juiz de Fora, 2011.

WARDIL, F. S. **Análise do Impacto das Ofertas Públicas Iniciais sobre as Empresas Brasileiras – Utilizando Indicadores Contábeis Calculados a partir de evidências empíricas no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial), Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2009.