

## REFLEXOS DA ABERTURA DE CAPITAL EM ÍNDICES ECONÔMICO-FINANCEIROS: O CASO DA EMPRESA AREZZO

Rafael Finkler <sup>1</sup>

Fernanda Gomes Victor <sup>2</sup>

Márcia Bianchi <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 na qual o prospecto é essencial e obrigatório. Nesse documento o ofertante disponibiliza informações fundamentais sobre as 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, 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 ocasionado aumento do EBITDA e lucro líquido. Também, conclui-se que a Arezzo procurou seguir o estimado no prospecto referente à destinação dos recursos captados com o IPO.

Palavras-chave: Indicadores Econômico-Financeiros. IPO. Oferta Pública Inicial.

### ABSTRACT

The IPO (Initial Public Offering) is an alternative for companies that might allow them to obtain financial resources. 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 2011. The analysis will 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, getting an increase of its EBITDA and Net Income.

Keywords: Financial Indicators. IPO. Initial Public Offering

---

<sup>1</sup> Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS).

([rafafinkler@gmail.com](mailto:rafafinkler@gmail.com))

<sup>2</sup> Doutora em Administração (UFRGS). Professora do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da UFRGS. Professora da Pós-graduação em Controladoria e Contabilidade da UFRGS. ([fernanda.victor@ufrgs.br](mailto:fernanda.victor@ufrgs.br)).

<sup>3</sup> Mestranda em Controladoria e Contabilidade pela UFRGS Especialista em Contabilidade, Auditoria e Finanças G Doutora em Economia (UFRGS). Professora do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da UFRGS. Professora da Pós-graduação em Controladoria e Contabilidade da UFRGS. ([marcia.bianchi@ufrgs.br](mailto:marcia.bianchi@ufrgs.br))

## 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 (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2015).

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 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, buscou-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 se podem avaliar as consequências de determinados fatos sobre a situação financeira de uma empresa.

Conforme Ludícibus (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 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 da pesquisa.

## 2 REFERENCIAIS TEÓRICOS

Nesta seção são apresentados os conceitos sobre o mercado de capitais no Brasil, o processo da oferta pública inicial de ações. Ainda, discorre-se sobre a análise econômico-

financeira das empresas, realizada por meio dos indicadores econômico-financeiros. 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). 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. Os países com economia desenvolvida possuem mercados de capitais bem expansivos”. Segundo a BM&Fovespa (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 CVM. A CVM tem como objetivo disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil (CVM, 2014). 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 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)

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).

Para Niada (2011, p. 11), “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” 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), 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.

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).

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 Análises 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), apresentam a posição patrimonial e financeira e do desempenho da entidade, tendo como objetivo “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”. Ainda, as demonstrações apresentam “os resultados da atuação da administração, em face de seus deveres e responsabilidades na gestão diligente dos recursos que lhe foram confiados” (CVM, 2014, p. 137).

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). Ainda, 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”. O processo de análise de balanços inicia quando acaba o processo contábil e pode ser desenvolvido em sete etapas apresentadas no Quadro 1.

**Quadro 1 – Etapas do Processo de análise de balanços**

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.

Fonte: Elaborado a partir de Ribeiro (2014, p. 136).

“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 são apresentados, nos Quadros 2, 3, 4 e 5, alguns dos índices econômico-financeiros utilizados na análise de balanços, incluindo aspectos como estrutura de capital, índices de liquidez, rentabilidade, lucratividade, dentre outros

Quadro 2 – 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.	$\frac{(\text{Ativo não Circulante} / \text{Patrimônio Líquido}) \times 100}{100}$
<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 a partir de Iudícibus (2008), Matarazzo (2010), Assaf Neto (2012) e Marion (2012).

Com base no Quadro 2, observa-se 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 à 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 3 – Quadro-resumo dos índices de Liquidez

INDICADOR	REPRESENTA	FÓRMULA
<b>Corrente</b>	A capacidade de pagamento da empresa no curto prazo.	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$
<b>Imediata</b>	Os ativos financeiros disponíveis para execução de pagamentos em curto prazo.	$\frac{\text{Disponibilidades (Caixa e Banco + Aplicações Financeiras)}}{\text{Passivo Circulante}}$

<b>Geral</b>	A capacidade de pagamento da empresa no longo prazo.	(Ativo Circulante + Ativo não Circulante) / (Passivo Circulante + Passivo não Circulante)
--------------	--	---

Fonte: Elaborado a partir de Assaf Neto (2012), Iudícibus (2008), Marion (2012), Matarazzo (2010).

A partir do Quadro 3, 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, igualmente trata do curto prazo, porém considera apenas as disponibilidades e, portanto, desconsiderando os Estoques, Contas a Receber e os Investimentos no seu cálculo

Quadro 4 – 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 a partir de Assaf Neto (2012), Iudícibus (2008), Marion (2012), Matarazzo (2010).

De acordo com o Quadro 4, 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 5 – Quadro-resumo dos outros índices

INDICADOR	REPRESENTA	FÓRMULA
<b>EBITDA</b> ( <i>Earning Before Interest, Taxes, Depreciation/Depletion and Amortization</i> )	O potencial que a empresa possui para gerar recursos apenas pelos ativos operacionais, ou seja, desconsiderando os impactos financeiros e os impactos dos impostos.	Lucro operacional antes dos Juros, Impostos, Depreciação e 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 a partir de Assaf Neto (2012), Iudícibus (2008), Marion (2012), Matarazzo (2010)

O Quadro 5 apresenta outros indicadores como o EBITDA que, de acordo com Assaf Neto (2012), demonstra o potencial de geração operacional de caixa. Assim como, 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 de 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 abriram 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), da mesma forma, 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**

De acordo com a forma de abordagem do problema, a pesquisa foi classificada como quantitativa. A abordagem 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 à abertura de capital, o ano do IPO, e dois anos posteriores à 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 (MARTINS, 2008), na 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.

Alusivo à coleta dos dados, foram utilizadas 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. As demonstrações utilizadas foram 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. Além disso, 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, em abril de 2016, a partir de informações da própria organização disponibilizadas em seu website, portanto, os dados são fontes primárias.

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**

Esta seção foi segregada em cinco subseções. A primeira destina-se à apresentação da empresa estudo do caso; a segunda apresenta o prospecto definitivo; a terceira seção relaciona o prospecto e a efetiva destinação dos recursos captados; a quarta seção exibe 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, é realizada análise dos impactos provocados pelo IPO no desempenho da empresa através dos indicadores econômico-financeiros

##### **4.1 Empresas 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.

##### **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. O prospecto é um documento essencial e obrigatório nas ofertas públicas de ações. O documento é preparado pelo ofertante que disponibiliza informações fundamentais sobre as 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

Destinação	Percentual Estimado	Valor Estimado (em R\$ milhões)
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, as estimativas 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. Para isso, foram criadas tabelas, com

indicadores utilizados no estudo, a fim de demonstrar e comparar a aplicação de tais recursos após o IPO. 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: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (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>
Market Share (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: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (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 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: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2016).

Segundo Assaf Neto (2012), capital de giro é a quantidade de recurso disponível 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 à 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, apresenta-se 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: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (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 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

#### 4.4 Diversidades de Produtos

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. 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: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (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

Liquidez	2009	2010	2011/IPO	2012	2013
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: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2016).

Segundo Marion (2012), o indicador de liquidez corrente demonstra a capacidade de pagamento da companhia em relação ao curto prazo. Verificando a 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 a 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 se deve 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 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: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (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 proprietários 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: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (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, mantém-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.

#### 4.5 Interpretações dos resultados

Diante da análise exposta sobre a destinação dos recursos captados com o IPO apresentada na seção 4.3, 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.

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 terceiros, 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 proporcionando 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. Desse modo, 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. 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 realizada 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. Novamente, 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 mensurar os custos envolvidos em todo esse processo.

## REFERÊNCIAS

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

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

BIRAL, R. A. F. **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 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.

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

CAO, T. R. **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.

COMISSAO 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.

DIEHL, A. A.; TATIM, D. 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. **Industria 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, S. **Análise de balanços.** 9 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

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

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

MATARAZZO, D. C. **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. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO (SEMEAD), 13., 2010, São Paulo. **Anais...** São Paulo: SEMEAD, 2010. Disponível em <<http://sistema.semead.com.br/13semead/resultado/trabalhosPDF/541.pdf> >. Acesso em: 30 mar. 2016.

NIADA, A. L. **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.

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.

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

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. 2009. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial), Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2009.

Data recebimento do artigo: 08/02/2017

Data do aceite de publicação: 10/03/2017