

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

ALBERTO SOUZA SANTOS

**IMPACTO DO IPO NOS INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS DAS
EMPRESAS DO SETOR DE VESTUÁRIO QUE ABRIRAM CAPITAL NO PERÍODO
2019-2021**

**Rio de Janeiro
2022**

ALBERTO SOUZA SANTOS

**IMPACTO DO IPO NOS INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS DAS
EMPRESAS DO SETOR DE VESTUÁRIO QUE ABRIRAM CAPITAL NO PERÍODO
2019-2021**

Trabalho de Conclusão de Curso requisitado como exigência obrigatória para a obtenção de título de bacharel em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

Orientador: Prof. José Augusto Marques

**Rio de Janeiro
2022**

CIP - Catalogação na Publicação

S334i Santos, Alberto Souza
IMPACTO DO IPO NOS INDICADORES ECONÔMICO
FINANCEIROS DAS EMPRESAS DO SETOR DE VESTUÁRIO QUE
ABRIRAM CAPITAL NO PERÍODO 2019-2021 / Alberto
Souza Santos. -- Rio de Janeiro, 2022.
60 f.

Orientador: Prof. Dr. José Augusto Marques.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
de Administração e Ciências Contábeis, Bacharel em
Ciências Contábeis, 2022.

1. IPO. 2. Setor de Vestuário. 3. Indicadores de
Desempenho. I. Marques, Prof. Dr. José Augusto,
orient. II. Título.

ALBERTO SOUZA SANTOS

**IMPACTO DO IPO NOS INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS DAS
EMPRESAS DO SETOR DE VESTUÁRIO QUE ABRIRAM CAPITAL NO PERÍODO
2019-2021**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado
à Faculdade de Administração e Ciências
Contábeis da Universidade Federal do Rio de
Janeiro, como parte dos requisitos necessários
à obtenção do grau de bacharel em Ciências
Contábeis.

Prof. Dr. José Augusto Marques
Pós-doutorado em Contabilidade e Controladoria – FEA/USP
Orientador

Prof. Francisco Raeder
Mestre em Economia – PPGE/UFF
Avaliador

Prof. Anderson Monteiro de Andrade
Mestre em Ciências Contábeis PPGCC/ UFRJ
Avaliador

**Rio de Janeiro
2022**

Dedico este trabalho aos meus pais, pelo exemplo de determinação e coragem. e ao meu pai pelo caráter e

integridade que contribuem todos os dias para meu crescimento.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, a Deus, que fez com que meus objetivos fossem alcançados, durante todos os meus anos de estudos.

Aos meus pais e irmãos, que me incentivaram nos momentos difíceis e compreenderam todas as situações.

Ao professor José Augusto, por ter sido meu orientador e ter desempenhado tal função com dedicação e amizade.

RESUMO

O mercado mobiliário brasileiro vem crescendo, acumulando recordes nos últimos anos na abertura de capital, processo denominado Initial Public Offering (IPO) como fonte de obtenção de recursos e financiamento para os mais variados projetos. Este estudo de casos foi elaborado com base nas três empresas do setor de vestuário da B3 que abriram seu capital de 2019 a 2021, de modo a comparar os comportamentos dos indicadores de liquidez, endividamento e rentabilidade, nos períodos anterior e posterior ao evento. Além disso, pretende-se revelar aspectos inerentes aos IPOs, tais como valor de emissão, tipo de underwriting, destinações alegadas dos recursos, bem como comparações com o comportamento das ações em momentos posteriores aos IPOs. A partir dos resultados notou-se que, mesmo com a crise da COVID-19, as empresas tiveram melhores desempenhos, no que tange a capacidade de liquidação de suas dívidas e na composição e qualidade do endividamento após o IPO. Já os quocientes de rentabilidade se mostraram conflitantes nos casos analisados. Em duas situações as organizações foram classificadas no nível de governança na categoria de novo mercado. Predominou a modalidade de melhores esforços nas emissões. Nas três situações houve interpretações favoráveis e desfavoráveis aos IPOs pelos analistas de mercado. Em duas situações argumentos relatados por estes aconteceram, parte significativa dos recursos obtidos nos IPOs foram usados para pagamento de dividendos aos antigos controladores. Por fim, o valor de emissão contido no prospecto de underwriting sempre foi mais baixo que as cotações verificadas no mercado, independentemente da atual crise pandêmica.

Palavras-chave: Initial Public Offering; IPO; Setor de Vestuário; Indicadores de Desempenho

ABSTRACT

The real estate market has been growing, accumulating records in recent years in the IPO, a process called Initial Public Offering (IPO) as a source of support for resources and financing for a variety of purposes. This case study was prepared with three studies of the apparel sector of B3, which will go public from 2019 to 2021, in order to compare with the liquidity, indebtedness and profitability base indicators, in the periods before and after the event. In addition, it is intended to reveal, such aspects inherent to IPOs, type of subscription, alleged allocation of resources, as well as comparisons with the behavior of actions after the subsequent moments. From the results, it was not possible to conclude that, even with the COVID-19 crisis, companies had better performances, in terms of liquidation capacity and quality after their debts and composition after indebtedness or IPO. On the other hand, the profitability scenarios are shown to be conflicting in the cases studied. In two situations how organizations were classified at the governance level in the new market category. The best formula modality predominates in the formulas. In the three initiatives developed and unfavorable to market analysts. In two available resources available for these previous resources, some of the resources used in the previous items have been provided for specific use for the previous resources. Finally, the issuance value contained in the underwriting prospectus was lower than the quotations verified in the market, regardless of the current pandemic crisis.

Keywords: Initial Public Offering; IPO; Clothing Sector; Performance Indicators

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 — Quantidade de IPO's por ano	13
Gráfico 2 — Comportamento das Ações - C&A Modas.....	39
Gráfico 3 — Comportamento das Ações - Grupo SOMA.....	45
Gráfico 4 — Comportamento das Ações - Track & Field.....	50

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 — Setor de vestuário e IPO's.....	13
Quadro 2 — Vantagens e desvantagens do IPO.....	18
Quadro 3 — Etapas de registro de distribuição pública de valores mobiliários.....	20
Quadro 4 — Diferenças - CVM 476	21
Quadro 5 — Pesquisas recentes - Ipo.....	26
Quadro 6 — Empresas analisadas - Ipo.....	29
Quadro 7 — Indicadores Econômico-financeiros no estudo.....	31
Quadro 8 — Indicadores de Liquidez - C&A Modas.....	35
Quadro 9 — Indicadores de Endividamento - C&A Modas	37
Quadro 10 — Indicadores de Rentabilidade - C&A Modas.....	38
Quadro 11 — Indicadores de Liquidez - Grupo SOMA	42
Quadro 12 — Indicadores de Endividamento - Grupo SOMA	43
Quadro 13 — Indicadores de Rentabilidade - Grupo SOMA	44
Quadro 14 — Indicadores de Liquidez - Track & Field	48
Quadro 15 — Indicadores de Endividamento - Track & Field	49
Quadro 16 — Indicadores de Rentabilidade - Track & Field.....	50

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 — Indicadores de Liquidez - C&A Modas.....	34
Tabela 2 — Índices de Endividamento - C&A Modas.....	36
Tabela 3 — Indicadores de Rentabilidade - C&A Modas.....	38
Tabela 4 — Indicadores de Liquidez - Grupo SOMA	41
Tabela 5 — Índices de Endividamento - Grupo SOMA	42
Tabela 6 — Índices de Rentabilidade - Grupo SOMA.....	44
Tabela 7 — Indicadores de Liquidez - Track & Field.....	47
Tabela 8 — Índices de Endividamento - Track & Field.....	48
Tabela 9 — Índices de Rentabilidade - Track & Field.....	49

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
2	REVISÃO DE LITERATURA	16
2.1	IPO – ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS E MOTIVAÇÕES	16
2.2	LEGISLAÇÕES E NORMAS INERENTES	18
2.3	PESQUISAS RECENTES	22
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	28
3.1	CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	28
3.2	ESTUDOS DE CASO E COLETA DE DADOS	29
3.3	ETAPAS DE ANÁLISE	30
3.4	LIMITAÇÕES METODOLÓGICAS	31
4	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	33
4.1	C&A MODAS S.A.	33
4.1.1	Dados contidos no prospecto e opinião de analistas	33
4.1.2	Indicadores Econômico-financeiros	34
4.2	GRUPO SOMA	39
4.2.1	Dados contidos no prospecto e opinião de analistas	39
4.2.2	Indicadores Econômico-financeiros	40
4.3	TRACK & FIELD	45
4.3.1	Dados contidos no prospecto e opinião de analistas	45
4.3.2	Indicadores Econômico-financeiros	46
4.4	ANÁLISES	50
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	52
	REFERÊNCIAS	54

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais nacional tem sido um espaço atrativo para negociações e aberturas de capital de empresas, em especial nos últimos dez anos. Alguns estudos reconhecem que os títulos emitidos nas Ofertas Públicas podem produzir efeitos positivos sobre o desempenho financeiro das organizações que as emitem (SATURNINO et al., 2013).

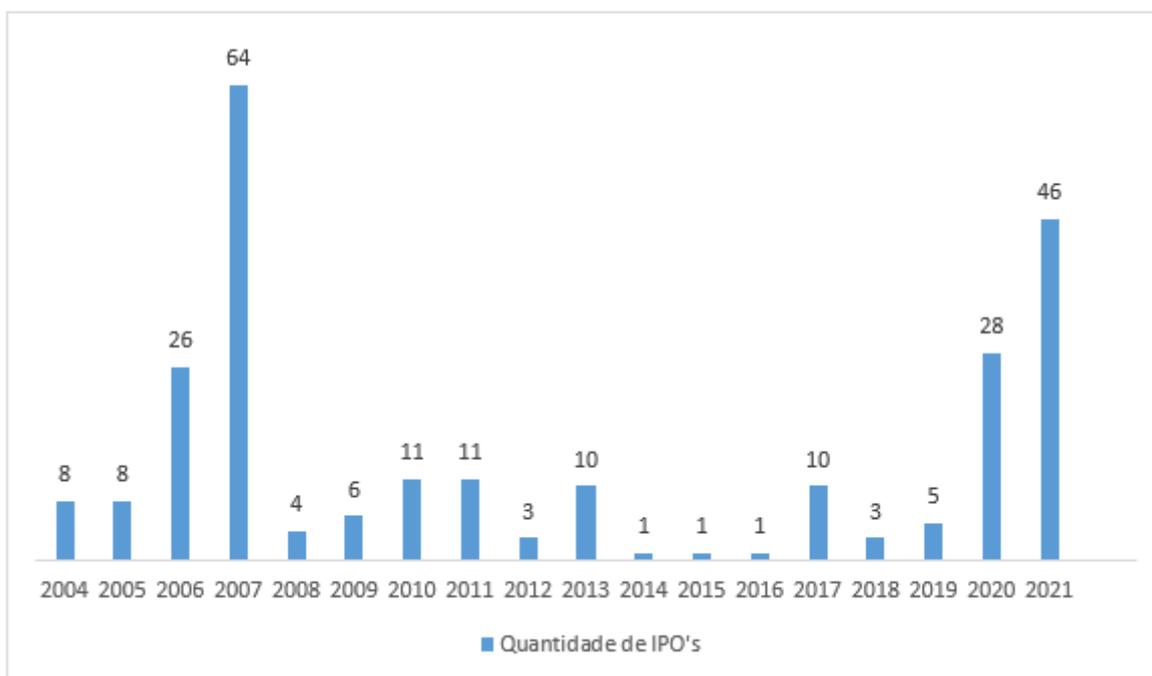
No entanto, o mercado financeiro é dinâmico e pode ser influenciado por diversos fatores, incluindo crises econômicas locais e preços internacionais de determinadas mercadorias, alterando o nível de risco financeiro ao longo de certos períodos. Em 2020 o mundo começou a enfrentar a pandemia da Covid-19, o que causou fortes mudanças no ambiente econômico dos países. Nas situações de crise a precificação dos títulos pode apresentar distorções diante da volatilidade incomum do mercado. (DAGOSTINI et al., 2020)

Segundo Wang (2019), uma das formas de captar recursos para uma organização consiste na realização de uma IPO (Initial Public Offering.). Isso significa fazer parte da lista de ações cotadas na bolsa de valores. Para executar esse processo são necessárias muitas avaliações, ao passo que a operação se dá médio ou longo prazo. As exigências do órgão regulador pela construção de prospectos e relatórios, bem como a execução de auditorias, são fatores que contribuem para as dificuldades na realização das IPO.

Nesse contexto, estudos mostram que a maior parte das empresas que realizam a IPO costumam precificar seus títulos abaixo do seu valor de avaliação, de modo a atrair um número maior de interessados (um fenômeno conhecido como *underpricing*), sobretudo em períodos de crises (MINIKOVSKI; LEMOS, 2015).

O Gráfico 1 reúne as estatísticas da B3 sobre o número de processos de IPO realizados no Brasil nos anos mais recentes.

Gráfico 1 — Quantidade de IPO's por ano



Fonte: Adaptado pelo autor com base em dados da B3 (2022)

É possível notar a evolução das IPO na B3, com o fortalecimento do mercado mobiliário e, conseqüentemente, da economia, uma vez que nesse local investidores fornecem recursos escassos aos tomadores, para o financiamento de seus projetos.

Ainda nesse contexto, é possível observar diversos setores de relevância no mercado nacional, um deles o setor de vestuário. O Brasil tem expectativas de aumento de 13,6% em volume de vendas para o setor e ocupa o 9º maior mercado de roupas e acessórios do mundo, com US\$ 48 bilhões em vendas (PORTAL TERRA, 2021).

A classificação setorial da B3 para o subsetor de vestuário revela que este está inserido nos bens de consumo cíclico e as primeiras ofertas públicas de ações (IPO) mais recentes são listadas no Quadro 1.

Quadro 1 — Setor de vestuário e IPO's

Ano de IPO	Empresa
2007	Lojas Marisa
2008	Le Lis Blanc
2011	Arezzo
2019	C&A Modas

2020	Grupo Soma
2020	Track & Field

Fonte: Adaptado pelo autor com base nos dados da B3

Nota-se por meio do Quadro 1 que no período mais recente apenas 6 processos de abertura de capital ocorreram para o setor, sendo metade entre 2019 e 2021, o que pode sinalizar uma tendência de crescimento das IPO desse setor para os próximos anos.

Com base no exposto, surge a seguinte questão de pesquisa: Quais as características e os impactos do IPO sobre os indicadores econômico-financeiros das empresas de vestuário do mercado de capitais brasileiro que fizeram essa operação entre os anos de 2019 e 2021?

Este trabalho se propõe a avaliar os efeitos do processo de IPO sobre os indicadores de liquidez, estrutura e retorno das três empresas de vestuário que abriram capital entre 2019 e 2021. Pretende-se analisar a utilização da IPO como forma de obtenção de recursos e, por conseguinte, se houve melhora na saúde financeira, endividamento e retorno na comparação ao período anterior ao evento. Espera-se identificar o comportamento de determinados indicadores, de modo a comparar suas alterações, sobretudo pela presença da COVID-19 como pano de fundo da pesquisa.

Na medida em que poucas organizações desse setor abriram seus capitais durante aquele período, serão comentados os processos de abertura junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), cujas normas precisam ser cumpridas de modo a realizar as IPO.

A discussão da modalidade de underwriting, tipo de ação emitida, valor expresso no prospecto definitivo, destinação alegada para os recursos obtidos, opiniões de analistas, constituem aspectos associados ao primeiro objetivo intermediário.

Comparações entre o valor de emissão informado no prospecto definitivo e o comportamento das ações em momentos posteriores ao IPO, inclusive durante a atual crise pandêmica, constitui o segundo objetivo intermediário.

Este trabalho contribui para a literatura existente, uma vez que pode revelar benefícios e dificuldades da complexa operação de negociação dos impactos das ofertas públicas em um período de crise, limitados ao escopo da pesquisa

O foco da pesquisa centra no setor de vestuário, haja vista sua participação no PIB nacional e geração de empregos. Segundo dados da Associação Brasileira de Indústria Têxtil e de Confecção (ABIT), o Brasil é referência mundial em design de moda praia, jeanswear e homewear, tendo crescido também nos segmentos de fitness e lingerie; e produziu uma

quantidade de 7,93 bilhões de peças em 2020 contra 9,05 bilhões de peças em 2019 (IEMI 2021), o que mostra a robustez do setor.

Ainda de acordo com o Portal da INDÚSTRIA (2022), o setor de confecção de artigos do vestuário e acessórios emprega mais de 477 mil pessoas e, praticamente, toda a produção é destinada ao consumo interno. A participação desse setor no PIB industrial brasileiro é de 2%, segundo dados da ABIT.

Por outro lado, o período de análise compreende os anos de 2019 até 2021, que abrange o anúncio da crise pandêmica em março de 2020 e seus reflexos que são observados posteriormente.

O trabalho é composto por esta introdução, que revela o problema, objetivos e justificativas. A segunda seção trata da revisão de literatura, ao passo que a terceira os procedimentos metodológicos empregados. Na quarta seção são expostos os resultados e na quinta as considerações finais.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Esta seção abrange à fundamentação teórica da pesquisa. Consiste na reunião do material que servirá como base teórica e empírica para o tema deste estudo.

A seção é dividida em três partes. Inicialmente é discutido o processo para realização da IPO, com um breve resumo do seu significado, como pode ser utilizada como estratégia financeira, seus fatores motivadores, vantagens e limitações. Em seguida uma descrição das normas e leis inerentes ao processo de IPO, ou seja, as principais etapas que a organização precisa seguir para estabelecer a abertura de capital. Por fim, são listados estudos que analisaram as IPO sob diferentes perspectivas.

2.1 IPO – ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS E MOTIVAÇÕES

A oferta pública inicial (IPO), representa a primeira vez que uma empresa receberá novos sócios por meio de uma oferta de ações ao mercado. Ela se torna, então, uma companhia de capital aberto com papéis negociados no pregão da Bolsa de Valores (INFO MONEY, 2022).

No entanto, apesar de significar uma expressão relativamente comum nos jargões empresariais, sua realização passa por diversas decisões, estudos, estratégias e motivações. Receber novos sócios pela via do mercado significa uma mudança de paradigma na gestão e na cultura da empresa (PWC, 2011).

A necessidade por recursos faz parte do cotidiano de qualquer empresa, já que é a partir disso que a expansão de negócios e novos projetos surgem, ao passo que essa necessidade pode ser suprida sob a forma de diversas ferramentas financeiras.

As empresas podem obter financiamento de diferentes maneiras. O financiamento pode vir por meio de retenção dos resultados líquidos, por meio de instituições financeiras (empréstimos bancários) ou ainda através do mercado de capitais por meio de títulos de dívida e lançamento de ações no mercado (STEFFEN; ZANINI, 2014).

O foco desse estudo recai sobre a obtenção de recursos através do mercado mobiliário, em especial ao processo de abertura de capital e, conseqüentemente, no primeiro lançamento de ações e outros títulos aos investidores.

No sentido de contextualizar as razões da decisão de uma organização em abrir seu capital, é preciso entender que o IPO é um processo complexo e muitas vezes caro, além de envolver uma mudança radical de mentalidade da gestão, que passará a ter de fornecer

informações próprias para o mercado e a conviver com novos acionistas (INFO MONEY, 2022).

Uma das variáveis envolvidas nessa decisão diz respeito à questão da informação, visto que abrir o capital significa expor os dados financeiros e operacionais da empresa ao mercado, haja vista que os investidores, para alocarem capital em determinada companhia, exigirão a publicação de uma série de informações para fazer suas avaliações, ou seja, a sociedade tem o dever de publicar suas informações de maneira regular, transparente e clara mas com o cuidado de não divulgar informações estratégicas as quais os concorrentes possam utilizar para competir no mercado (OLIVEIRA, 2011).

Para Hovakimian e Hutton (2010) os IPO's também facilitam aquisições de outras empresas de inúmeras maneiras. Empresas com capital recém-aberto também se beneficiam do dinheiro levantado no IPO obtendo capacidade de fazer aquisições pagando com ações de sua própria emissão.

Em adição, a empresa aumenta sua autenticidade quando realiza a oferta pública junto ao mercado, melhora seu acesso ao financiamento de dívidas e recursos para novos projetos e cria um meio de saída para seus principais acionistas. No entanto, de longe, a mais importante razão para ir a público significa infundir uma quantidade significativa de capital de investimento para a empresa (DEEDS; DECAROLIS; COOMBS, 1998).

De acordo com o IPO Guide da PWC (2011), diversas são as vantagens para que a administração opte pela abertura de seu capital, entre elas estão: o novo acesso ao mercado de capitais e novas formas de financiar seus projetos por meio do aumento de capital próprio, ao considerar que enquanto a empresa tiver projetos viáveis e rentáveis, essa captação é ilimitada; a utilização das ações também pode ser uma moeda para a companhia no momento de uma aquisição de novas empresas, sem a necessidade de um desfalque no fluxo de caixa; a criação de um referencial de avaliação, posto que a organização passará a ser regida por normas e revisada por diversos investidores; o aumento na liquidez para os empreendedores e a viabilização de saída dos sócios investidores, além de uma melhora na imagem institucional (PWC, 2011).

Além disso, se faz necessária a avaliação das desvantagens dessa decisão. Segundo Chemmanur e Fulghieri (1999), para uma empresa que abriu seu capital existe a necessidade de convencer um grupo muito maior de investidores de que seus projetos são um bom investimento, além disso o preço da ação é publicamente observável, ou seja, o preço das

ações negociadas se acha disponível a todos os investidores externos, o que do ponto de vista estratégico pode trazer problemas com seus concorrentes.

Podem ser elencadas outras desvantagens com a implementação do IPO, como a perda do controle acionário, o elevado custo de abertura de capital, uma mudança na estrutura organizacional da companhia com a criação de um conselho de administração e estruturação de um departamento de relações com investidores, além da exigência de contratação de uma auditoria externa (PWC, 2011).

Por fim, os gestores devem balancear todas as possibilidades, benefícios e dispêndios, na harmonização de sua estratégia corporativa às motivações de um processo de abertura de capital.

O Quadro 2 revela e sintetiza vantagens e desvantagens acerca de todo o complexo processo de abertura de capital de uma sociedade.

Quadro 2 — Vantagens e desvantagens do IPO

Vantagens	Desvantagens
Maior aproximação com os mercados financeiros e ao capital para os projetos.	Estruturar departamento de acionistas e relação com investidores.
Aumento da liquidez e permissão de saída fruição dos fundadores	Perda de controle acionário.
Melhoria na imagem institucional junto ao mercado	Elevado custo de abertura de capital.
Estabelecimento de valores para a empresa	Passível de sofrer uma oferta pública de aquisição.
Maior capacidade negocial, principalmente em M&A (Fusões e Aquisições)	Custos legais e administrativos.
Maior flexibilidade nas decisões estratégicas da empresa.	Contratação de auditoria externa.
Melhor solução para sucessão de empresas familiares.	Criação de conselhos de administração
Aumenta os mercados potenciais	Divulgação das informações.

Fonte: Damodaran (2004), Ehrhardt e Brigham (2000) e Pinheiro (2008)

2.2 LEGISLAÇÕES E NORMAS INERENTES

O cenário legal e normativo inerente ao IPO avançou ao longo do tempo. Uma delas foi a Lei Sarbanes-Oxley, uma das leis de maior impacto no mercado de capitais dos Estados Unidos desde a legislação dos anos 30, que criou a Security and Exchange Commission (SEC). Em 2002, após a ocorrência de vários escândalos contábeis, como a Enron e Worldcom, foi promulgada essa Lei de reforma corporativa, a fim de fornecer maior publicidade a informações e propiciar fiscalizações preventivas pela SEC. (DOTTO, 2005)

No Brasil, a Lei 6385/76 deu à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) poderes para disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado de capitais. Seu poder normatizador abrange todas as matérias referentes ao mercado de valores mobiliários. A CVM, no desempenho de sua função como órgão regulador, tem voltado sua atenção às necessidades da adequação das empresas brasileiras às exigências da Lei Sarbanes-Oxley. Levando em conta esse contexto, a Comissão vem enfrentando alguns desafios para proporcionar um melhor desenvolvimento do mercado de capitais local. (DOTTO, 2005).

Conforme já exposto, a IPO é a primeira vez que se vende ações ou outro título mobiliário da empresa em um mercado organizado. Parte dessas ações vendidas provém da emissão de novas ações da organização (ofertas primárias) e parte origina-se da venda de ações existentes em poder dos acionistas antes da IPO (ofertas secundárias). Logo, as ofertas primárias representam entrada de recursos para organização, diferente das ofertas secundárias, que possibilitam aos antigos sócios ou acionistas a diversificação de seu portfólio. A separação das emissões de um IPO entre primárias e secundárias, portanto, permite avaliar seu impacto sobre a capacidade de financiamento da empresa e a diversificação da riqueza dos empreendedores. (LEX, 2007)

O primeiro passo intrínseco à abertura de capital é a transformação da organização em Sociedade por ações. Nesse aspecto deve-se observar o que a legislação versa sobre o tema através da Lei 6.404/76. Nessa transformação, a mesma deverá ser aprovada pelos sócios e formalizada por meio de uma ata de transformação, a qual deverá ser registrada na Junta Comercial competente. Com isso, pode-se afirmar que a abertura de capital é restrita às Sociedades por ações. (NORONHA, 2014)

Uma outra legislação a ser observada consiste na Lei 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e criou a CVM. Conforme o artigo 19 dessa Lei, nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

Nessa perspectiva, uma norma da CVM se destaca para os procedimentos de IPO, a Instrução Normativa CVM n. 400, de 29 de Dezembro de 2003, a qual regula as ofertas públicas

de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário e secundário, tendo por fim assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, por meio do tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla transparência na divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas. (CVM, 2003)

Adicionalmente, a Instrução CVM n. 400 expressa diversas outras etapas do processo de emissão pública de valores mobiliários, como o relato de intenções, o preço, os avisos de início e encerramento, as hipóteses de cancelamento e suspensão, a possibilidade de lote suplementar e colocação parcial, além de casos especiais em que elas podem ocorrer. (PORTAL DO INVESTIDOR, 2022).

De acordo com Ismar (2021), essa Instrução endossa e garante que os investidores terão acesso a informações relevantes sobre a companhia, além disso, é essa norma que estabelece os padrões de mercado os quais precisam ser cumpridos para a segurança e confiabilidade de todo o processo para todos os envolvidos.

Em suma, o processo de registro de distribuição pública de valores mobiliários consiste em várias etapas indispensáveis, conforme descrito no Quadro 3.

Quadro 3 — Etapas de registro de distribuição pública de valores mobiliários

Registro da operação na CVM (Instrução 400/03);
Formação do consórcio de instituições que vão coordenar e distribuir a operação
Estabelecimento de garantia (se houver)
Conteúdo da oferta, incluindo lote e forma de precificação;
Distribuição do prospecto preliminar e definitivo (material publicitário)
Coleta, junto aos investidores, de intenções e reserva (quantidade e preço máximo);
Recebimento de reservas (quando contemplado no prospecto- e no anúncio de início de distribuição);
Divulgação do período de distribuição;
Resultado da oferta, incluindo o preço final da ação

Fonte: Portal do investidor (2022)

Ao passo que a Instrução 400 estabeleceu os procedimentos gerais com relativo rigor para o ingresso de organizações no mercado acionário, em 16 de janeiro de 2009 a Instrução Normativa CVM n. 476 foi emitida, dispondo sobre as ofertas públicas de valores mobiliários

distribuídas com esforços restritos e a forma de negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. (CVM, 2009)

Conforme Andrade (2020), a finalidade dessa nova Instrução promoveu uma maior agilidade no processo de entrada das empresas no mercado de ações, seja via IPO (Oferta Pública Inicial) ou Follow On (Emissão Secundária de Ações).

A maior diferença entre as duas Instruções diz respeito à aos critérios na fase de constituição do prospecto que é destinado a atrair os investidores e alertá-los sobre o risco envolvido na ação de determinada empresa. Funciona como um “dossiê” daquela oportunidade e, apesar de importante, é o principal dificultador do criado pela Instrução CVM 400. (ISMAR, 2021)

Na contramão daquelas exigências dificultadoras, a Instrução CVM 476 não requer o registro e análise pela Comissão, nem a elaboração do prospecto para realizar uma oferta pública. Essas medidas agilizam e diminuem o custo de entrada no mercado acionário. (ANDRADE, 2020)

Cabe ressaltar que essa opção se restringe ao público-alvo que será objeto da oferta, sendo permitida apenas aos investidores profissionais. Essa exigência é imprescindível sob o ponto de vista de segurança para os investidores, posto que se entende que esse tipo de investidor possui maior conhecimento e experiência no mercado, o que se traduz numa maior sobriedade e proteção no processo decisório. (LAZARINI, 2021)

O Quadro 4 sintetiza as características da Instrução CVM 476, caso a companhia opte por esta modalidade.

Quadro 4 — Diferenças - CVM 476

Público-alvo: apenas investidores profissionais.
Não há necessidade de registro na CVM e análise prévia.
Restrição à Negociação: Investidores Profissionais pelo prazo de 18 (dezoito) meses do encerramento da Oferta.
Número de Investidores: Oferta para 75 (setenta e cinco) e investimento por 50 (cinquenta) deles.
Não há a necessidade do prospecto.
Não há necessidade de anúncio, apenas arquivamento dos documentos na CVM.

Fonte: Adaptado de Andrade (2020)

A ausência dos investidores considerados "não qualificados" ainda causa controvérsia, uma vez que segundo essa Instrução, somente após 18 meses de negociação exclusiva por investidores qualificados, as pessoas físicas comuns poderão comprar ou vender ações daquela companhia que optou por esta modalidade. Esse é o principal aspecto controverso, pois diversos investidores não qualificados compraram ações dessas empresas optantes pela CVM 476 antes do período restrito de 18 meses. (SOUSA, 2021).

Em meio a esse complicador, algumas questões de responsabilização precisam ser identificadas. De acordo com a própria Instrução 476, "os intermediários das negociações em mercados regulamentados são responsáveis pela verificação do cumprimento das regras previstas". Dessa maneira, as corretoras são as principais responsáveis pela situação. (SOUSA, 2021)

Em síntese, as organizações que pretendem realizar IPO precisam ficar atentas aos procedimentos e exigências do órgão regulador, assim como os stakeholders precisam conhecer os conteúdos das normas a fim de avaliar os riscos no processo de decisão.

2.3 PESQUISAS RECENTES

As IPO têm sido objeto de diversos estudos, inclusive aqueles que visam analisar o desempenho econômico e financeiro das empresas após a abertura de capital. As companhias veem nessa operação um meio de atender suas necessidades de caixa, o que pode viabilizar o crescimento da organização no curto e longo prazo.

O estudo de Wardil (2009) teve por objetivo avaliar os impactos do IPO sobre as empresas brasileiras através de indicadores contábeis, por meio da comparação do desempenho do período anterior à abertura de capital com o período pós IPO. Para isso o autor se debruçou em uma amostra de 106 IPOs que ocorreram durante o período de 2004 a 2007, excluindo-se as empresas que optaram pela abertura de capital sob a forma de BDRs e empresas que já não mais existiam (em razão de fusões, aquisições ou falências), reduzindo a amostragem para 93 empresas de 10 setores econômicos diferentes. A partir disto, utilizou-se os múltiplos: EBITDA, margem do EBITDA, rentabilidade do patrimônio líquido, retorno sobre o capital próprio e o grau de alavancagem financeira e foram feitos testes estatísticos de igualdade entre as médias através da ferramenta Eviews para entender se houve variação, ao passo que os dados referenciais foram os do ano anterior ao IPO e o ano posterior ao evento. Assim, nesse trabalho foi possível verificar que a emissão de ações no mercado mobiliário possibilitou uma redução

no grau de alavancagem e o aumento da geração de resultado operacional das empresas após o IPO.

Cazarotto e Trentin (2012) tiveram como objeto de análise avaliar o desempenho econômico-financeiro de forma quantitativa e qualitativa das empresas Arezzo S/A e JBS S/A, que passaram pelo processo de abertura de capital. Os dados da Arezzo S/A foram coletados de forma trimestral de 2009 até o 2º trimestre de 2011 o que confere uma limitação do estudo uma vez que os primeiros trimestres de 2011 constituíram períodos de adaptação da companhia ao novo mercado, enquanto os dados da JBS S/A foram colhidos de forma anual de 2006 a 2010. Nos dois estudos de caso na interpretação dos dados foram utilizados gráficos e quadros para indicar a evolução dos indicadores econômico-financeiros. As companhias analisadas apresentaram resultados opostos, já que a Arezzo S/A respondeu de forma positiva em relação ao IPO, o que contribuiu para o fortalecimento da marca e a expansão dos negócios e, por sua vez, a JBS S/A não respondeu de forma positiva, principalmente nos indicadores de liquidez e rentabilidade, que ficaram relativamente baixos. Os autores explicaram que o possível motivo desses comportamentos fora derivado, principalmente, da crise no segmento alimentício ocorrida em 2008, bem como ressaltaram que as avaliações de IPOs dependem também das fases e períodos econômicos nos quais a abertura de capital é realizada.

O trabalho de Oliveira e Kayo (2014) teve como finalidade analisar os retornos de curto e longo prazo das ações das empresas que realizaram IPO entre 2011 e 2014. A amostra original abrangeu 130 IPOs ocorridos durante o período, mas excluiu 8 empresas por razões de insuficiência e/ou inexistência de dados. Foram calculados o underpricing e os retornos de longo prazo. O primeiro foi obtido pelo preço de fechamento da ação no primeiro dia, dividido pelo preço da oferta menos um. Já O retorno foi calculado de acordo com o período, sendo no primeiro mês o preço de fechamento da ação no 21º dia de negociação, dividido pelo preço da oferta menos um; O retorno de dois meses foi calculado pelo preço de fechamento da ação no 42º dia de negociação, dividido pelo preço da oferta menos um; e assim em diante. Os dados foram coletados para os períodos de 1 mês, 2 meses, 3 meses, 4 meses, 5 meses, 6 meses, 7 meses, 8 meses, 9 meses, 10 meses, 11 meses, 1 ano, 2 anos e 3 anos. Com isso, foi possível observar o período exato em que houve modificação de sinal dos retornos das ações das companhias avaliadas. Os resultados sinalizaram que a média dos retornos de curto prazo se mostrou positiva, ao passo que o desempenho de longo prazo teve retornos negativos, corroborando com autores internacionais que chegaram a mesma conclusão.

Por seu turno, Menezes (2016) buscou verificar os resultados econômico-financeiros das empresas selecionadas que optaram pelo IPO, produzindo uma análise comparativa entre indicadores antes e após o processo de abertura de capital. Foram selecionadas 6 empresas, cujo capital foi aberto entre 2007 e 2009. A extração dos dados para análise se deu a partir dos três anos anteriores ao IPO das respectivas empresas até o ano de 2015, excetuando-se o ano do IPO. Para análise dos dados, foram calculadas as médias dos indicadores financeiros dos três anos anteriores ao IPO e comparadas com as médias dos indicadores posteriores ao evento de abertura de capital. De forma geral, os resultados obtidos mostraram que 4 das 6 empresas melhoraram sua situação econômico-financeira após o IPO, no entanto, vale destacar que os indicadores de liquidez corrente, liquidez geral, taxa de retorno sobre os investimentos e taxa de retorno sobre o Patrimônio Líquido pioraram sua situação na referida comparação.

Por sua vez, a pesquisa de Silva (2019) teve o propósito de analisar o desempenho econômico e financeiro da companhia Azul S/A, do setor de transporte aéreo, antes e depois do processo de abertura de capital acontecido em abril de 2017, bem como também avaliar o prospecto entregue pela companhia e a efetiva destinação dos recursos obtidos. O estudo consistiu, sobretudo, num estudo de caso. Na análise dos dados, foi realizada uma comparação entre os indicadores econômico-financeiros com a verificação dos dados de dois anos anteriores ao IPO e o ano posterior ao evento. O resultado identificou que a abertura de capital propiciou uma menor dependência no capital de terceiros e reduziu a alavancagem financeira e, também, entendeu que a Azul conseguiu seguir o proposto pelo prospecto referente à destinação dos recursos obtidos com o IPO, no sentido da amortização das dívidas e reforço no capital de giro.

O estudo de Santos e Leismann (2020) possuiu por finalidade calcular o valor econômico (valuation) da Caixa Econômica Federal (CEF) e o valor de suas ações na hipótese de uma IPO. Sua metodologia teve como proposta tratar de uma pesquisa exploratória, já que o autor conhece a realidade da organização e, portanto, tem convicção dos benefícios que a implementação deste projeto traria para a empresa no futuro. Além disso efetuou uma análise descritiva, ao propor uma realidade diferente do atual cenário administrativo, operacional e estratégico da organização. A modelagem dos dados foi realizada com base no Método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) das demonstrações da instituição de 2014 a 2017, projetadas anualmente até 2028. Esse método por princípio versa que o valor da instituição depende da sua capacidade de geração de dividendos para seus acionistas e, também, pressupõe projetar os fluxos de dividendos futuros com base nos já existentes para seu controlador (tesouro), trazendo-os a valor presente por meio de uma taxa de desconto que reflita o risco da instituição.

Os resultados indicaram que os principais conceitos fundamentalistas de valor, potencial e de mercado, foram atendidos na proposta, bem como a percepção de risco. Ademais, as vantagens superaram as desvantagens pela possibilidade de elevar a instituição a um patamar acima de sua condição atual, nos critérios financeiros, de governança corporativa e autonomia em relação ao sistema político. É importante lembrar que uma das limitações do estudo diz respeito à expertise do autor com a organização, uma vez que pode produzir viés nas avaliações.

A pesquisa de Bressan (2020) visou analisar os IPOs das empresas Alupar Investimentos S/A e CPFL Energias Renováveis S/A, durante o período de 2010 a 2019, na comparação dos efeitos antes e depois das respectivas IPO. Para isso utilizou os Índices de Liquidez (Geral, Corrente, Seca e Imediata), Endividamento (Composição do Endividamento, Endividamento Geral e Grau de Endividamento) e Rentabilidade (Retorno sobre o Ativo, Retorno sobre o Investimento e Rentabilidade do Patrimônio Líquido). Identificou resultados favoráveis após as IPO, revelados pelo aumento crescente no Patrimônio Líquido, aumento de receita, além de desempenho positivo nas variações dos papéis desde o início das negociações na B3.

De acordo com o estudo de Jesus (2021), que teve como objetivo analisar o desempenho financeiro das empresas que fizeram IPO no ano de 2010, foi selecionada uma amostra de 11 organizações. O período foi escolhido a partir da premissa de que os resultados não ficassem restritos aos efeitos imediatos do IPO. A análise dos dados foi feita de forma comparativa, isto é, a partir da comparação dos dados e dos indicadores econômico-financeiros das empresas ao longo dos anos. Os indicadores avaliados compreenderam os Índices de Liquidez (Geral, Corrente, Seca e Imediata), Endividamento e Estrutura de Capital (Composição do Endividamento, Endividamento Geral e Participação de Capital de Terceiros) e Rentabilidade (Retorno sobre o Ativo e Rentabilidade do Patrimônio Líquido). Os resultados mostraram que o desempenho obtido pós IPO não foi positivo para todas as empresas, já que apenas 6 empresas tiveram resultados benéficos na análise. Concluiu-se que o IPO pode se configurar uma adequada estratégia para grupos consolidadas e que tenham como objetivo o crescimento, a expansão dos seus negócios e otimização de seu desempenho, mas para tal é necessário avaliar criteriosamente os riscos dessa decisão.

O Quadro 5 sintetiza os trabalhos recentes em questão, sumarizando-os pelo autor, os detalhes da metodologia do estudo e seus resultados.

Quadro 5 — Pesquisas recentes - Ipo

Autor	Metodologia Aplicada	Resultados
Wardil (2009)	Comparação das variáveis pré e pós IPO no período de 2004 até 2007: EBITDA, Margem do EBITDA, Rentabilidade do Patrimônio Líquido, Retorno sobre Capital Próprio e Grau de Alavancagem Financeira.	90% da amostra realizou IPO, reduziu seu grau de alavancagem e aumento na geração de resultado operacional
Cazarotto e Trentin (2012)	Avaliar o desempenho econômico-financeiro de forma quantitativa e qualitativa das empresas Arezzo S.A e JBS S.A	As empresas analisadas apresentaram resultados opostos já que a Arezzo S.A respondeu de forma positiva em relação ao IPO e a JBS S.A não respondeu de forma positiva, principalmente nos indicadores de liquidez e rentabilidade.
Oliveira e Kayo (2014)	Analisar os retornos de curto prazo e de longo prazo das ações de companhias brasileiras que fizeram IPO no período entre 2004 e 2011.	O desempenho de curto prazo dos IPOs brasileiros é positivo, porém, o desempenho de longo prazo dos é negativo.
Menezes (2016)	Para análise dos dados, foram utilizadas as médias dos indicadores de liquidez, endividamento e rentabilidade.	Das 6 empresas analisadas, 4 apresentaram melhores resultados em seus indicadores.
Silva (2019)	Estudo de caso comparando os indicadores econômico-financeiros da empresa Azul.	Menor dependência no capital de terceiros e redução da alavancagem financeira
Santos e Leismann (2020)	Calcular o valor econômico com base no método do Fluxo de Caixa Desconto para a empresa Caixa Econômica Federal e denotar os ganhos de um IPO.	Possibilidade de elevar a instituição a um patamar acima da sua condição atual.
Bressan (2020)	Análise do desempenho financeiro das empresas Alupar Investimentos S/A e CPFL Energias Renováveis S/A antes e após seus IPO's.	Efeito positivo do IPO nas companhias pelo aumento crescente do Patrimônio Líquido, aumento da receita e pela variação positiva de seus papéis desde o início das negociações na Bolsa de Valores.
Jesus (2021)	Análise do desempenho financeiro das empresas que abriram capital em 2010	Apenas 6 das 11 empresas analisadas obtiveram resultados positivos para o pós IPO.

	através dos indicadores econômico- financeiros	
--	---	--

Fonte: Elaborado pelo autor

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Metodologia significa o processo para se atingir um determinado fim ou para se chegar em alguma conclusão. Para Gil (2007), a construção da metodologia “precisa indicar minuciosamente os procedimentos adotados na investigação”.

Nesse sentido, esta seção busca relatar os procedimentos necessários para o desenvolvimento do presente estudo, tais como suas tipologias, os casos avaliados, variáveis empregadas e, ainda, suas limitações metodológicas.

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

O trabalho é balizado por um propósito descritivo. Esse objetivo segundo Prodanov e Freitas (2013) se dá quando o pesquisador observa e descreve os fatos observados sem a interferência neles, apontando para a direção de descrição das características de determinada população, fenômeno ou para se estabelecer relação entre variáveis. Dessa forma, esta pesquisa se alinha a essa classificação, já que busca analisar a utilização da IPO como forma de obtenção de recursos, bem como observar seus efeitos na saúde financeira das companhias a serem analisadas.

Um estudo de caso é compreendido por Beuren (2012) como uma pesquisa profunda de um ou poucos objetos aos pesquisadores que desejam aprofundar a compreensão a respeito de um determinado caso específico. Nesse sentido, o trabalho percorre um tema específico dentro do mercado financeiro (IPO) e num setor de atividade ainda pouco aprofundado (vestuário), por meio da seleção das empresas que realizaram aquela operação de 2019 até 2021 (somente três casos).

Em adição, ainda se valendo dos estudos de Beuren (2012), na Contabilidade a pesquisa documental é utilizada em geral com o anseio de analisar o comportamento de determinado setor da economia, sua situação patrimonial, econômica e financeira. Logo, pode-se interpretar a pesquisa documental como uma ferramenta de informação com materiais que não receberam ainda um tratamento analítico, apenas sua exposição e que podem ser reelaborados e analisados de acordo com a finalidade da pesquisa. Isto posto, o presente trabalho se enquadra nessa tipologia, uma vez que utiliza dados financeiros extraídos de documentos on-line das empresas do setor de vestuário.

Em síntese, classifica-se como descritiva, pela observância dos impactos do IPO nos indicadores econômico-financeiros e suas consequências; estudo de caso, pois trata de um trabalho que discorre sobre três situações específicas; assim como documental, por ter como matéria prima os dados brutos financeiros divulgados ao mercado.

3.2 ESTUDOS DE CASO E COLETA DE DADOS

Foram selecionadas as empresas brasileiras que decidiram abrir seu capital entre os anos de 2019 até 2021, reveladas na base de dados da B3, que totalizaram 79 empresas, com filtro para aquelas que realizaram o IPO, mediante exclusão das que fizeram Follow-On. Em seguida buscou-se restringir, com base na classificação setorial, aquelas do setor de vestuário, obtendo-se três aberturas de capital dentro desse setor e período, já que se trata de um setor fundamental da economia nacional e de convívio diário da sociedade brasileira. A escolha também passou pela avaliação da qualidade e validação dos números reportados ao mercado e suas respectivas divulgações, revisitando nos sítios de Relações com Investidores das companhias se os dados possuíam mínima qualidade em suas divulgações.

O Quadro 6 lista informações das empresas que serão avaliadas neste estudo, sendo composto por sua razão social, como as empresas serão denominadas no trabalho e a data de abertura de capital.

Quadro 6 — Empresas analisadas - Ipo

Razão Social	Denominação no estudo	Data de IPO
C&A Modas S.A	CEA MODAS	28/10/2019
Grupo de Moda Soma S.A	Grupo Soma	31/07/2020
Track & Field CO S.A	Track & Field	26/10/2020

Fonte: Adaptado da B3 pelo autor

No que se refere aos dados da pesquisa, estes foram coletados nos sites de Relação com Investidores das respectivas empresas e se trata de dados quantitativos e qualitativos, identificados nas demonstrações contábeis disponibilizadas pelas próprias organizações. Os dados pertencem ao Balanço Patrimonial (BP), Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), Notas Explicativas e Fatos Relevantes. Também foram extraídas informações do site

da CVM no que tange aos detalhes da abertura de capital e à composição do prospecto que foi apresentado aos investidores.

Os dados pertencentes aos três estudos de caso abrangeram os três períodos anuais anteriores aos respectivos IPOs, o ano da operação, assim como os relatórios anuais publicados até o exercício encerrado em 31/12/2021. Os dados foram levantados no mês de abril de 2022.

3.3 ETAPAS DE ANÁLISE

Nesta subseção serão reveladas as etapas de análise deste estudo, acerca de cada unidade de observação.

Na primeira etapa foram obtidos e listados dados importantes do prospecto de underwriting, tais como o preço fixado da ação, o tipo (ordinária e/ou preferencial), sua quantidade, motivações e destinações dos recursos, expectativas das companhias acerca do futuro, tipo de underwriting e líder da operação. Além disso, serão levantados pontos de vista dos analistas, tanto favoráveis quanto desfavoráveis.

Na segunda etapa foram calculados os Índices de Liquidez (Liquidez Corrente, Liquidez Geral, Liquidez Seca e Liquidez Imediata), Endividamento (Participação do Capital de Terceiros sobre os Recursos Totais, Relação entre Capital Próprio e Capital de Terceiros e Composição de Endividamento) e Rentabilidade (Taxa de Retorno sobre Investimento e Taxa de Retorno sobre o patrimônio líquido). Esses indicadores foram calculados para os três anos anteriores ao IPO, para o ano da operação e para os anos seguintes.

Essa escolha se deu por conta destes indicadores serem os mais utilizados nos estudos de Silva (2019) , Menezes (2016) , Cazarotto e Trentin (2012) e Jesus (2021). De modo a facilitar a comparabilidade entre os resultados deste estudo aos dos citados, foram utilizados figuras e gráficos.

Conforme dito, nessa etapa foram contrastados os comportamentos dos indicadores nos dois momentos, antes e depois do processo de IPO, de modo a comparar com os achados de outros estudos similares.

O método a ser utilizado para a observação é o comparativo, o qual segundo Prodanov e Freitas (2013), tem por finalidade avaliar comparações em face da investigação de semelhanças, diferenças e explicar divergências. Dessa forma, os indicadores serão comparados a partir de seu desempenho ao longo do período compreendido.

O Quadro 7 lista os indicadores utilizados neste estudo, assim como suas fórmulas e a origem de seus componentes nas demonstrações contábeis.

Quadro 7 — Indicadores Econômico-financeiros no estudo

Nome do Indicador	Fórmula de Cálculo	Demonstração Contábil
Liquidez Corrente	$\text{Ativo Circulante} / \text{Passivo Circulante}$	Balanço Patrimonial
Liquidez Geral	$\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo} / \text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}$	Balanço Patrimonial
Liquidez Seca	$\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques} / \text{Passivo Circulante}$	Balanço Patrimonial
Liquidez Imediata	$\text{Disponibilidades} / \text{Passivo Circulante}$	Balanço Patrimonial
Participação do Capital de Terceiros sobre os Recursos Totais	$\text{Capital de Terceiros} / \text{Capital de Terceiros} + \text{Capital Próprio}$	Balanço Patrimonial
Relação entre Capital Próprio e Capital de Terceiros	$\text{Capital Próprio} / \text{Capital de Terceiros}$	Balanço Patrimonial
Composição do Endividamento	$\text{Passivo Circulante} / \text{Capital de Terceiros}$	Balanço Patrimonial
Taxa de Retorno sobre Investimento	$\text{Lucro Líquido} / \text{Ativo Total}$	Balanço Patrimonial e DRE
Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido	$\text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}$	Balanço Patrimonial e DRE

Fonte: Elaborado pelo autor

Por fim, na terceira etapa foram verificados os comportamentos do preço das ações durante determinados momentos após as IPOs, a fim de avaliar suas oscilações e buscar fatores que expliquem essas variações.

3.4 LIMITAÇÕES METODOLÓGICAS

No que diz respeito às limitações, por se tratar de estudo de casos, com base em somente três unidades de observação, os resultados encontrados não poderão ser generalizados. Isso ocorre porque dificilmente o levantamento dessas situações conseguiria atingir uma generalização teórica ou estatística, ou seja, a generalização não pode ser estabelecida porque a seleção de casos individuais, diferentemente do que é feito em um projeto real de casos múltiplos, está além do controle do pesquisador e não se baseia numa lógica de replicação. (YIN, 2014). Além disso, o contexto da pandemia que assolou o mundo durante o período da pesquisa pode causar distorções nos indicadores e, também, no comportamento do mercado.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta seção revela a análise dos dados e mostra os resultados da pesquisa no que diz respeito às três organizações as quais realizaram seus IPOs no período 2019-2021. Cada empresa será discutida em subseção específica, na sequência dos assuntos listados na metodologia, ao passo que a última confrontará os resultados deste com os de outros estudos.

4.1 C&A MODAS S.A.

4.1.1 Dados contidos no prospecto e opinião de analistas

A C&A Modas se tornou uma companhia de capital aberto em 2019 e se faz presente no cenário nacional há 46 anos. De modo geral se compõe através de mais de 300 lojas em 125 cidades e mais de 15 mil colaboradores. (Relatório da Administração, 2020)

Conforme detalhado no prospecto definitivo da oferta pública de distribuição, o preço fixado por ação foi de R\$ 16,50 com a distribuição de 49.315.068,00 novas ações ordinárias de emissão da Companhia. Além disso, as ações foram colocadas em regime de Garantia Firme de Liquidação e teve o Banco Morgan Stanley como coordenador líder do underwriting. A expectativa da C&A Modas era de captar cerca de R\$ 809 milhões de recursos líquidos, já deduzidas as despesas da operação. A companhia teve como perspectiva destinar esses valores em 90% com o pré-pagamento de empréstimos Intercompany e os 10% restantes para a expansão orgânica da empresa, através do plano de expansão de lojas. Ainda de acordo com o prospecto, esperava-se que os recursos captados resultassem na redução do endividamento, elevando assim o valor patrimonial.

À época analistas de mercado discorreram sobre o IPO da C&A Modas, de acordo com Eleven Financial (2019) a avaliação era de potencial para valorização das ações, a depender da execução do plano de expansão de lojas e, portanto, havia oportunidade para o investidor naquele momento com a expectativa de 34% de up side. No entanto, a Suno Research (2019) não recomendou a compra em suas análises, em função de um possível conflito de interesses entre os controladores e a gestão da empresa, demonstrando preocupação com a destinação da maior parte do recurso captado para o pagamento de empréstimos entre empresas do mesmo grupo, além dos resultados verificados abaixo do esperado nos anos anteriores. Esses dois argumentos sustentaram sua análise.

4.1.2 Indicadores Econômico-financeiros

A partir dos principais aspectos do prospecto, as expectativas da empresa quanto a utilização dos recursos e sua efetiva destinação, bem como a opinião dos sítios de analistas de mercado, passa-se agora a análise dos dados retirados do site de Relação com Investidores da companhia, para composição dos indicadores de Liquidez, Endividamento e Rentabilidade, conforme já exposto.

Para desenvolver a primeira análise, a Tabela 1 revela a evolução dos índices de liquidez durante o período pré IPO compreendidos entre os anos de 2016 e 2018, o período em que a operação foi realizada em 2019 e o período pós IPO abrangendo os anos 2020 e 2021.

Tabela 1 — Indicadores de Liquidez - C&A Modas

Indicadores de Liquidez	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Liquidez Corrente	1,23	1,05	1,25	1,71	1,56	1,63
Liquidez Geral	0,96	1,08	1,12	1,10	1,04	0,92
Liquidez Seca	0,92	0,81	0,97	1,40	1,28	1,28
Liquidez Imediata	0,28	0,21	0,25	0,26	0,67	0,43

Fonte: O autor (2022)

No período anterior ao IPO é possível verificar um aumento de 1,6% na capacidade de pagamento de dívidas de curto prazo, a partir do indicador de Liquidez Corrente, que aponta no final do intervalo um resultado de R\$ 1,25 para cada R\$ 1,00 de compromissos assumidos no curto prazo. Ao avaliar o conjunto das obrigações de curto e longo prazo antes da abertura de capital com base no indicador de Liquidez Geral, houve um aumento de 16,6%. Nota-se que entre o ano de 2016 e 2018 a C&A Modas afastou-se de uma situação desfavorável na sua capacidade de pagamento, com o indicador em 0,96 (menor que 1) para 1,12, o que permite afirmar que no final de 2018 a companhia possuía liquidez suficiente para o cumprimento de suas obrigações. A avaliação também passa pela análise da situação em que a companhia não necessita liquidar seus estoques para o pagamento das dívidas de curto prazo, através do indicador de Liquidez Seca, o qual indicou uma melhora de 5,4%, que ao final do ano de 2018 atingiu 0,97, próximo a um cenário favorável de liquidez. Numa última perspectiva, o indicador de Liquidez Imediata retrata um contexto de liquidação das dívidas de curto prazo apenas com

o caixa e equivalentes da empresa; nessa situação nota-se uma piora entre os anos 2016 e 2018 de 10,7%, com o indicador no final do período anterior ao IPO em 0,25.

No que diz respeito ao período posterior ao IPO, isto é, nos anos 2020 e 2021 verifica-se uma melhora de 4,4% entre os anos atribuídos ao indicador de Liquidez Corrente, que fechou 2021 com um resultado de R\$ 1,63 para cada R\$ 1,00 de obrigações de curto prazo. Ao avaliar as dívidas de curto e longo prazo por meio do indicador de Liquidez Geral nota-se uma piora de 11,5%. Desse modo, o indicador de 0,92 ao final de 2021 sinaliza, aparentemente, que a C&A Modas não possuía capacidade financeira para liquidar o conjunto de obrigações de curto e longo prazos. Para a situação da liquidação de suas dívidas de curto prazo sem o cômputo dos estoques, a Liquidez Seca aponta para uma situação de mesmo nível, sem variação entre os anos e com resultado de 1,28, conferindo um cenário positivo para o final do período. Para concluir a análise pós IPO, a Liquidez Imediata exhibe certa piora entre os anos, de 35,8%, terminando 2021 com 0,43, o que pode indicar uma redução de caixa e equivalentes.

Ao se comparar os períodos anterior e posterior ao IPO, observa-se que a capacidade de pagamento da C&A Modas para o curto prazo é melhor em seu pós IPO, ao considerar o indicador de Liquidez Corrente que se apresenta em patamares superiores aos medidos antes da abertura de capital. No que se refere às obrigações de curto e longo prazos, a Liquidez Geral é pior no período posterior à abertura de capital, já que se mostra com menor capacidade de honrar seus compromissos, diferente da situação anterior em que a C&A modas evidenciava um melhor cenário. Em adição, a comparação da Liquidez Seca se mostra melhor nos anos posteriores ao IPO e revela que nesse cenário a empresa gerenciou de forma adequada seus estoques, principal item de operação, para honrar seus compromissos de curto prazo. Além disso, a Liquidez Imediata também enunciou melhor evolução para o período subsequente ao IPO, uma vez que os quocientes estão em níveis superiores aos calculados no intervalo pré IPO.

Em suma, os indicadores de Liquidez se mostraram melhores nos anos de 2020 e 2021 (pós IPO) quando comparados aos três anos que antecedem a abertura de capital, à exceção do indicador de Liquidez Geral, conforme exposto no Quadro 8.

Quadro 8 — Indicadores de Liquidez - C&A Modas

Nome do Indicador	Situação - Pós IPO
Liquidez Corrente	Melhora
Liquidez Geral	Piora

Liquidez Seca	Melhora
Liquidez Imediata	Melhora

Fonte: O autor (2022)

Por seu turno, os indicadores de endividamento medem uma das principais faces da organização, suas dívidas, os quais buscam avaliar não somente seu nível, mas também suas composições.

A Tabela 2 revela a evolução dos índices de endividamento durante o período pré IPO compreendidos entre os anos de 2016 e 2018, o período em que a operação foi realizada em 2019 e o período pós IPO abrangendo os anos 2020 e 2021.

Tabela 2 — Índices de Endividamento - C&A Modas

Indicadores de Endividamento	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Participação do Capital de Terceiros sobre os Recursos Totais	0,77	0,70	0,68	0,55	0,64	0,65
Relação entre Capital Próprio e Capital de Terceiros	0,29	0,42	0,47	0,83	0,57	0,53
Composição de Endividamento	0,62	0,85	0,74	0,53	0,48	0,43

Fonte: O autor (2022)

O período anterior ao IPO exhibe que entre os anos 2016 e 2018 houve uma redução de 99,1% da participação do capital de terceiros sobre os recursos totais da companhia, sinalizando no final deste período 68% de participação de recursos de terceiros para a C&A Modas. Ao verificar a relação entre capital próprio e o capital de terceiros, nota-se que no período referido houve um aumento de 62% resultante de um crescimento do patrimônio líquido (numerador do indicador). O motivo é elucidado pelo Relatório de Administração (2020) que destaca os lucros gerados em 2017 e 2018, diferente do ano de 2016 (que produziu prejuízos). Desse modo, a companhia finaliza o período pré IPO com uma relação entre capital próprio e capital de terceiros em 0,47. Para analisar a estrutura do endividamento, o indicador de composição de endividamento evidencia um aumento para o índice de 19,3%, ou seja, foi percebida maior concentração das obrigações no curto prazo, o que implica em maiores riscos no financiamento do capital de giro.

Ao avaliar o período pós IPO pode-se constatar um aumento na participação do capital de terceiros sobre os recursos totais entre os anos de 2020 e 2021, de 1,5%, resultando numa participação de 65% de recursos de terceiros. Nota-se que o período analisado é impactado por

um expressivo aumento em seu passivo circulante, já que segundo as Notas Explicativas, houve um crescimento dos empréstimos e financiamentos em 2020 em razão da 1ª emissão de notas promissórias, com base na Instrução Normativa CVM n. 476, no montante de R\$ 500 milhões, bem como a emissão de duas CCB's que totalizaram R\$ 350 milhões. Esses instrumentos financeiros foram utilizados com o objetivo de reforçar o capital de giro da companhia. Em seguida, a relação entre capital próprio e capital de terceiros teve uma diminuição entre os anos de 7%, que resultou numa relação de 0,53 ao final de 2021. Com relação à composição do endividamento, verifica-se uma diminuição de 10,4% na concentração das obrigações de curto prazo da empresa, o que expressa que as dívidas recém contraídas não impactaram de forma imediata o caixa da companhia.

Na comparação entre os períodos anterior e posterior ao IPO, no que diz respeito à participação de capital de terceiros sobre os recursos totais, apesar do aumento entre os anos 2020 e 2021, a presença do capital de terceiros é menor do que no período pré IPO. Nota-se que, ainda que a companhia tenha contraído dívidas no ano de 2020, a relação entre capital próprio e capital de terceiros é maior do que nos níveis observados antes da abertura de capital. Logo, houve melhora nesse quociente. No tocante à composição do endividamento, há evidências de melhora, já que o período pós IPO se caracteriza pela melhor harmonia de dívidas de curto e longo prazos, enquanto no período pré IPO a composição do endividamento se concentrava no curto prazo.

Assim, pode-se perceber uma posição de melhora relativa do endividamento nos anos pós IPO, por meio de uma menor participação de capital de terceiros perante o período anterior, uma menor concentração de dívidas de curto prazo e uma maior garantia de recursos próprios em face do capital de terceiros.

Para sintetizar os indicadores que tratam o endividamento da organização, o Quadro 9 indica para cada quociente sua situação.

Quadro 9 — Indicadores de Endividamento - C&A Modas

Nome do Indicador	Situação Pós IPO
Participação do Capital de Terceiros sobre os Recursos Totais	Melhora
Relação entre Capital Próprio e Capital de Terceiros	Melhora
Composição de Endividamento	Melhora

Fonte: O autor (2022)

Na terceira análise foram avaliados os quocientes de retorno, os quais constituem ferramentas para medir a eficiência do negócio sobre os investimentos nele realizados.

A Tabela 3 demonstra a evolução dos índices de rentabilidade durante o período pré IPO compreendidos entre os anos de 2016 e 2018, o ano em que a operação foi concretizada (2019) e o período pós IPO envoltos nos anos 2020 e 2021.

Tabela 3 — Indicadores de Rentabilidade - C&A Modas

Indicadores de Rentabilidade	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Taxa de Retorno sobre Investimento	-0,04	0,03	0,05	0,16	-0,02	0,04
Taxa de Retorno sobre o PL	-0,17	0,10	0,16	0,35	-0,06	0,11

Fonte: O autor (2022)

Ao se debruçar sobre o período anterior à abertura de capital, nota-se uma recuperação da taxa de retorno sobre o investimento, saindo de uma posição negativa em 2016 para um resultado de 0,05 em 2018. No que diz respeito à Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido, também foi observada uma recuperação, de uma taxa negativa em 2016 para uma positiva de 0,16 para o ano de 2018.

Passada a IPO e dado seu período subsequente, nota-se taxa de retorno sobre o investimento e sobre o patrimônio líquido negativas em 2020, fruto do prejuízo apontado para o período de cerca de R\$ 160 milhões. Segundo dados da companhia (2020) isso aconteceu pelo forte impacto inicial da crise advinda pela Covid-19 que, de forma geral, derrubou as receitas da empresa em 23%. Ambos os indicadores apresentam melhora em 2021, passando para um resultado positivo de 0,04 para a taxa de retorno sobre o investimento e 0,11 para a taxa de retorno sobre o patrimônio líquido.

Na comparação entre os períodos pré IPO e pós IPO, no que diz respeito aos retornos, verificou-se uma piora dos indicadores nos anos posteriores à abertura de capital.

O Quadro 10 revela os indicadores que versam sobre a rentabilidade e seus comportamentos pós IPO na organização.

Quadro 10 — Indicadores de Rentabilidade - C&A Modas

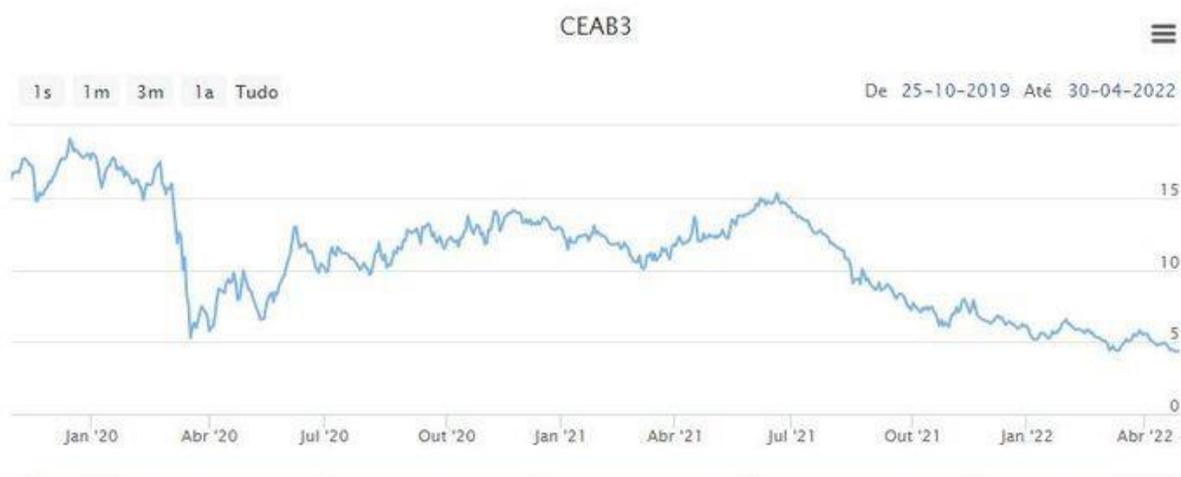
Nome do Indicador	Situação Pós IPO
Taxa de Retorno sobre Investimento	Piora
Taxa de Retorno sobre o PL	Piora

Fonte: O autor (2022)

No intuito de sintetizar as três dimensões analisadas, foram calculados 9 indicadores durante o período de 2016 até 2021. Na comparação entre os anos que precederam a IPO e os que a seguiram, 3 dos 9 indicadores não demonstraram tendência de melhora, principalmente no que se refere à rentabilidade. Apesar disso, o desempenho da liquidez e endividamento da C&A Modas apresentaram melhora na comparação com o momento anterior.

O Gráfico 2, indica o comportamento das ações da C&A Modas logo após sua abertura de capital até o final do mês de abril de 2022.

Gráfico 2 — Comportamento das Ações - C&A Modas



Fonte: INFO MONEY (2022)

Percebe-se que logo após a abertura de capital, no período pré pandêmico, o valor da ação atingiu seu recorde histórico com o valor de R\$ 18,88, R\$ 2,38 acima do preço fixado no prospecto definitivo. Logo após esse momento, as ações despencaram por conta da pandemia e, ainda, permanecem em patamares baixos até o final do mês de abril de 2022, sendo negociadas a R\$ 4,38. Como justificativas para esse movimento estão a expansão de outros varejistas concorrentes e o aumento da inflação, que impactam fortemente o setor, mantendo os investidores cautelosos quanto à compra das ações da companhia.

4.2 GRUPO SOMA

4.2.1 Dados contidos no prospecto e opinião de analistas

O Grupo Soma se tornou uma companhia de capital aberto em 2020 e é composto pelas empresas Animale, Farm, Fábula, Foxton, Off Premium, Maria Filó, NV, Hering. Em suma, o grupo se compõe através de mais de 250 lojas no território nacional e mais de 5 mil colaboradores e se considera a maior plataforma de moda premium do Brasil, destinadas ao público A e B. (Relatório da Administração, 2020)

Conforme detalhado no prospecto definitivo da oferta pública de distribuição, o preço fixado por ação foi de R\$ 9,90, com a distribuição de 136.363.636,00 novas ações ordinárias de emissão da Companhia. Além disso, as ações foram colocadas em regime de Garantia Firme de Liquidação e teve o Banco Itaú BBA como coordenador líder do underwriting. A expectativa do Grupo SOMA era de captar cerca de R\$ 1,28 bilhões de recursos líquidos, já deduzidas as despesas da operação e as comissões. A companhia tinha como perspectiva destinar esses valores da seguinte maneira: 47% com o foco na aquisição de novas marcas; 23,8% com pagamento de dividendos referentes à exercícios sociais passados; 14,2% para amortização ou liquidação de dívidas vigentes; 8% na direção de investimentos em tecnologia e omnichannel (estratégia do varejo na integração de seus canais de venda) e 7% com abertura de novas lojas físicas e modernização das atuais.

Naquele momento alguns grupos de análise se dividiram em opiniões sobre a recomendação ou não de compra do IPO do Grupo SOMA para seus clientes. De um lado, a Eleven Financial e a Levante foram pessimistas quanto ao negócio e seus argumentos se fundamentavam no incentivo fiscal que a empresa recebia mediante o Programa Moda Rio. Segundo esses sites de análise, cerca de 50% do EBITDA gerado pela companhia decorria deste programa que findaria em 2032 e que poderia ser encerrado antes, poluindo os números e o futuro acerca do grupo. Por outro lado, a Empiricus Research não abordou esse tema em seu relatório e entendeu que se tratava de um bom negócio, destacando os 47% de destinação de recursos com foco para aquisição de novas marcas. (MONEY TIMES, 2020).

4.2.2 Indicadores Econômico-financeiros

Diante do contexto apontado no prospecto definitivo e as opiniões dos analistas de mercado, faz-se agora necessário o cálculo e análise dos dados retirados do site de Relação com Investidores do Grupo SOMA, ou seja, os indicadores de Liquidez, Endividamento e Rentabilidade.

A Tabela 4 evidencia a evolução dos índices de liquidez durante o período pré IPO (compreendidos entre os anos de 2017 e 2019), o ano em que a operação foi realizada (2020) e o ano pós IPO (2021).

Tabela 4 — Indicadores de Liquidez - Grupo SOMA

Indicadores de Liquidez	2017	2018	2019	2020	2021
Liquidez Corrente	1,76	1,30	1,08	3,03	2,21
Liquidez Geral	1,12	1,08	0,84	2,30	1,26
Liquidez Seca	1,06	0,73	0,70	2,56	1,48
Liquidez Imediata	0,06	0,06	0,04	1,41	0,18

Fonte: O autor (2022)

No período anterior ao IPO, verificou-se uma redução de 38,6% entre os anos de 2017 e 2019, para a capacidade de pagamentos de dívidas de curto prazo, apurado pela Liquidez Corrente que revelou para o final de 2019 um resultado de R\$ 1,08 para cada R\$ 1,00 de dívidas de curto prazo. Ao calcular a Liquidez Geral também se observou movimento análogo, dessa vez uma redução entre os anos de 25%, indicando para o ano de 2019 um resultado de 0,84, ou seja, uma situação de queda do Grupo SOMA em honrar seus compromissos de curto e longo prazos em conjunto. Esse cenário também foi encontrado ao apurar o indicador de Liquidez Seca, que mede a capacidade de liquidação das dívidas de curto prazo sem o cômputo dos estoques. Desse modo, tem-se uma redução entre os anos de 33,9%, com um indicador para o final de 2019 de 0,70, sinalizando também uma situação desfavorável quanto ao cumprimento de suas obrigações. É importante notar que o comportamento observado para os indicadores pode ser justificado pelo aumento do passivo circulante da companhia, sendo o principal causador o surgimento dos dividendos a pagar no final de 2019, com cerca de R\$ 200 milhões de novas obrigações. Por fim, a Liquidez Imediata teve uma leve queda entre os anos e sua situação no final do período foi de 0,04, o que revela baixos níveis de caixa e equivalentes mantidos pela companhia.

No que se refere ao período posterior ao IPO (2021), foi possível observar que a Liquidez Corrente foi de 2,21 e se mostrou mais do que suficiente na capacidade de pagamento de dívidas de curto prazo. Para a Liquidez Geral o resultado de 1,26 corrobora para demonstrar a liquidez da empresa quanto às obrigações de curto e longo prazos. Ao avaliar a situação sem contar com os estoques, principal item de operação, a Liquidez Seca também exibiu situação

confortável, com um resultado de 1,48. Os movimentos favoráveis foram impulsionados, segundo Relatório da Administração de 2021, pela aquisição da NV e Hering, que elevaram o ativo circulante do grupo, principalmente o item contas a receber e estoques. Para concluir, a análise de Liquidez Imediata apurou o resultado de 0,18 que também sofreu influência da citada aquisição, já que houve o pagamento da combinação de negócios via caixa e equivalentes.

Ao se comparar o período anterior ao IPO (2017 a 2019) com o ano posterior (2021), percebe-se uma melhora nos indicadores de Liquidez Corrente, que apresentam melhores resultados e capacidade para pagamento das dívidas de curto prazo. No que se refere ao indicador de Liquidez Geral também é observada uma melhora em relação aos anos anteriores à abertura de capital. Da mesma forma, a Liquidez Seca manteve relativa evolução, posto que o período pré IPO expressava que o Grupo SOMA possuía menor capacidade em honrar seus compromissos. Quanto à Liquidez Imediata também se notou uma melhora nos patamares de caixa, apesar de serem insuficientes para a cobertura completa das dívidas de curto prazo. Em suma, os quocientes de Liquidez se mostraram melhores no período pós IPO (2021) quando comparados aos três anos que antecederam a abertura de capital, conforme exposto no Quadro 11.

Quadro 11 — Indicadores de Liquidez - Grupo SOMA

Nome do Indicador	Situação Pós IPO
Liquidez Corrente	Melhora
Liquidez Geral	Melhora
Liquidez Seca	Melhora
Liquidez Imediata	Melhora

Fonte: O autor (2022)

A análise de endividamento mede as perspectivas quanto à estrutura de financiamento, sua composição e perfis. A Tabela 5 divulga a evolução dos índices de endividamento durante o período pré IPO (2017 e 2019), o período em que a operação foi realizada (2020) e o ano pós IPO (2021).

Tabela 5 — Índices de Endividamento - Grupo SOMA

Indicadores de Endividamento	2017	2018	2019	2020	2021
Participação do Capital de Terceiros sobre os Recursos Totais	0,59	0,62	0,73	0,32	0,29

Relação entre Capital Próprio e Capital de Terceiros	0,68	0,62	0,38	2,10	2,50
Composição do Endividamento	0,51	0,66	0,68	0,68	0,44

Fonte: O autor (2022)

Para o momento anterior ao IPO foi verificado um aumento da participação do capital de terceiros sobre os recursos totais de 23,7%, entre os anos de 2017 e 2019, com um quociente de 0,73 no final do período. Já para a relação entre o capital próprio e capital de terceiros, foi notada queda na participação do capital próprio de 44,1%, que resultou no valor de 0,38 para 2019. No que diz respeito à composição do endividamento, os anos de 2017, 2018 e 2019 apresentaram um crescimento na concentração das dívidas de curto prazo para a companhia, que terminou o período com apenas 0,68 (33,3% maior que em 2017). Os indicadores listados foram influenciados pelo incremento de dividendos a pagar, que surgiram em 2019 para o Grupo SOMA.

No que se refere ao ano pós-IPO, 2021, foi percebida participação do capital de terceiros sobre os recursos totais de 0,29, com relativa estabilidade, uma vez que pode sinalizar menor dependência desse tipo de capital, cuja composição usualmente abrange passivos onerosos, os quais produzem despesas financeiras. A relação entre capital próprio e capital de terceiros foi de 2,50, o que traduz uma expressiva participação do capital próprio na companhia, muito em razão da operação de IPO, que fortaleceu o capital próprio. A composição do endividamento revelou o resultado de 0,44, o que significa uma maior concentração de dívidas no longo prazo.

Na comparação entre os dois momentos, notou-se uma menor participação do capital de terceiros sobre os recursos totais para o período posterior a abertura de capital. Também houve maior participação e garantia do capital próprio para 2021 e um melhor perfil do endividamento, posto que os anos anteriores à abertura de capital se caracterizaram por um maior volume de dívidas no curto prazo.

Nesse sentido, o Quadro 12 resume as situações apuradas para cada indicador de endividamento durante todo o período.

Quadro 12 — Indicadores de Endividamento - Grupo SOMA

Nome do Indicador	Situação Pós IPO
Participação do Capital de Terceiros sobre os Recursos Totais	Melhora
Relação entre Capital Próprio e Capital de Terceiros	Melhora
Composição do Endividamento	Melhora

Fonte: O autor (2022)

Para findar as análises dos indicadores econômico-financeiros do Grupo SOMA é necessário também avaliar seus retornos, para isso, a

No que diz respeito aos indicadores de retorno, a Tabela 6 demonstra a evolução dos índices de rentabilidade durante o período pré IPO (2017 a 2019), o ano que a operação foi realizada (2020) e o ano pós IPO (2021).

Tabela 6 — Índices de Rentabilidade - Grupo SOMA

Indicadores de Rentabilidade	2017	2018	2019	2020	2021
Taxa de Retorno sobre o Investimento	0,10	0,09	0,10	-0,03	0,03
Taxa de Retorno sobre o PL	0,24	0,23	0,37	-0,04	0,04

Fonte: O autor (2022)

Na análise do período anterior ao IPO, a taxa de retorno sobre o investimento se manteve relativamente estável, finalizando em 0,10 para 2019. No que diz respeito à taxa de retorno sobre o patrimônio líquido, percebeu-se um crescimento de 54,1% entre os anos 2017 e 2019, atingindo 0,37 nesse último ano.

No ano pós IPO cabe destacar o cenário pandêmico que a companhia enfrentou e, segundo Relatório de Administração de 2020 (ano de maior impacto), suas receitas líquidas caíram 4,6%, culminando num prejuízo líquido de cerca de R\$ 70 milhões em 2020. Logo, 2021 necessitou enfrentar esse cenário e cobrir os prejuízos deixados no ano anterior. Dessa forma, a taxa de retorno sobre o investimento se recuperou levemente (0,03) assim como a taxa de retorno sobre o patrimônio líquido (0,04), o que revela relativa recuperação após o primeiro ano da crise.

Na comparação entre os períodos pré e pós IPO, o cenário seguinte ao ano da abertura de capital se mostrou pior do que os observados antes da operação. Vale ressaltar que a empresa em 2021 bateu lucro recorde de cerca de R\$ 300 milhões. Para esclarecer tais comportamentos, o Quadro 13 sumariza as situações pós IPO encontradas para os indicadores de rentabilidade.

Quadro 13 — Indicadores de Rentabilidade - Grupo SOMA

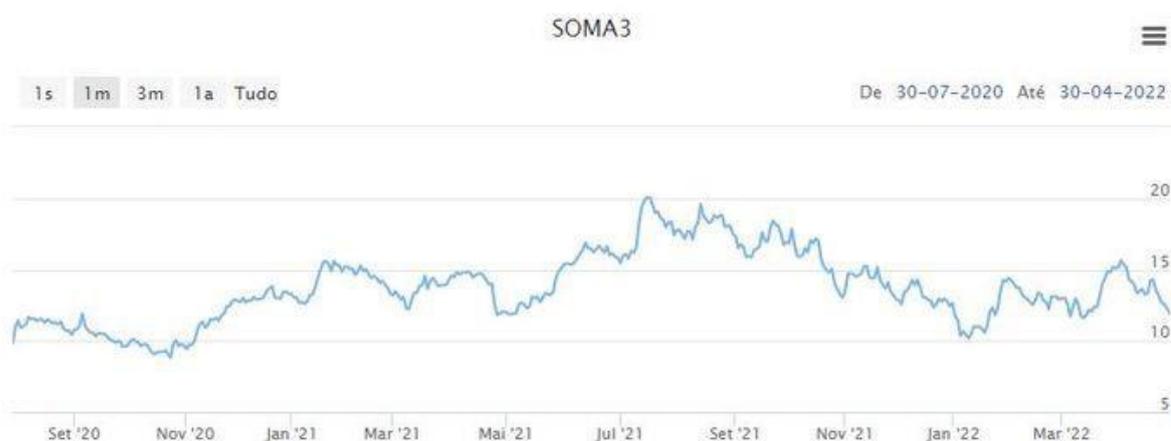
Nome do Indicador	Situação Pós IPO
Taxa de Retorno sobre o Investimento	Piora

Taxa de Retorno sobre o PL	Piora
----------------------------	-------

Fonte: O autor (2022)

O Gráfico 3 exibe o comportamento das ações do Grupo SOMA logo após sua abertura de capital, até o final do mês de abril de 2022.

Gráfico 3 — Comportamento das Ações - Grupo SOMA



Fonte: INFO MONEY (2022)

O gráfico revela um crescimento contínuo ao longo do período, que pode ser justificado pelas aquisições da Hering em 2021, produzindo uma reação positiva do mercado. No entanto, a tendência de queda para o mês de abril de 2022 pode ser consequência da alta da inflação, cuja influência afeta diretamente o setor. De toda forma, ainda que haja esses efeitos desfavoráveis sobre as ações do Grupo SOMA, os papéis ainda estavam sendo negociados acima do preço fixado no prospecto com um valor de R\$ 11,99.

4.3 TRACK & FIELD

4.3.1 Dados contidos no prospecto e opinião de analistas

A empresa Track & Field se tornou uma companhia de capital aberto em 2020, e se considera uma das principais companhias no mercado de bem-estar no Brasil com a missão de conectar pessoas a um estilo de vida saudável e ativo através dos seus produtos. De maneira

sucinta, a empresa se compõe por meio de mais de 290 lojas espalhadas em 129 cidades do Brasil e mais de 1 mil colaboradores. (Relatório da Administração, 2020)

Conforme detalhado no prospecto definitivo da oferta pública de distribuição, o preço fixado por ação foi de R\$ 9,25 com a distribuição de 19.718.000,00 novas ações preferenciais de emissão da Companhia. Além disso, as ações foram colocadas em regime de Garantia Firme de Liquidação e teve o Banco BTG Pactual como coordenador líder do underwriting. É importante ressaltar que diferentemente das outras companhias do estudo, a Track & Field optou por não ser listada no Novo Mercado da B3 (no qual se tem o maior nível de governança), mas sim no Nível 2 de Governança, a fim de negociar suas ações preferenciais. Em adição, a companhia adota um modelo de estrutura acionária também peculiar, denominado de supervoting stock, em que as ações preferenciais possuem um direito econômico 10 vezes maior que os das ações ordinárias. Segundo o prospecto definitivo, (2020) esse modelo busca assegurar uma das principais vantagens competitivas da companhia que visa preservar a permanência dos três acionistas fundadores e controladores da empresa”. A expectativa da Track & Field era de captar cerca de R\$ 167,1 milhões de recursos líquidos, já deduzidas as despesas da operação e as comissões. A companhia tinha como pretensão destinar esses recursos da seguinte maneira: 15% para pagamento antecipado de contrato financeiro; 57% com destino à pagamento de dividendos declarados; 13% em investimentos na plataforma de wellness (bem-estar); 10% de investimentos em inovações tecnológicas e 5% de investimentos na cadeia de produção e centro de distribuição.

As opiniões das principais instituições de analistas contrastaram à época. A Suno Research em seu relatório recomendou a compra das ações a seus clientes para essa IPO, desde que os valores negociados fossem abaixo dos R\$ 10,65, justificando que até essa faixa existia uma boa margem de valorização. Por outro lado, a Eleven Financial não recomendou a compra para seus clientes, fazendo ressalvas às escolhas da Track & Field ao não optar pelo Novo Mercado da B3 e, também, pela falta de representatividade na estrutura do Conselho de Administração da companhia, que não havia nenhuma mulher, além do propósito de utilização de recursos para pagamento de dividendos. Esses aspectos não agradaram os analistas daquela instituição, que se fundamentaram nesses argumentos para sua posição. (INVEST NEWS, 2020)

4.3.2 Indicadores Econômico-financeiros

Nesse momento são calculados e analisados os indicadores, com base nos dados retirados do site de Relação com Investidores da Track & Field, nas dimensões Liquidez, Endividamento e Rentabilidade.

A Tabela 7 evidencia a evolução dos índices de liquidez durante o período pré IPO (2017 a 2019), o ano em que a operação foi realizada (2020) e o ano pós IPO (2021).

Tabela 7 — Indicadores de Liquidez - Track & Field

Indicadores de Liquidez	2017	2018	2019	2020	2021
Liquidez Corrente	3,50	3,39	0,93	2,81	2,87
Liquidez Geral	2,88	3,03	0,82	1,93	1,83
Liquidez Seca	2,09	1,99	0,65	2,01	1,63
Liquidez Imediata	0,48	0,43	0,24	0,89	0,52

Fonte: O autor (2022)

No que se refere ao período compreendido entre 2017 e 2019 (Pré IPO), notou-se uma redução da Liquidez Corrente de 73,4%, que ao final de 2019 atingiu 0,93, uma relativa baixa capacidade da companhia para honrar seus compromissos de curto prazo. Ao analisar a Liquidez Geral o movimento de redução também é percebido, com um declínio de 55,2%, chegando ao patamar de 0,82 ao final do período. Quanto à Liquidez Seca, a queda se dá em 60,1% entre os anos, de modo análogo aos demais quocientes anteriores. O mesmo ocorre para a Liquidez Imediata, nota-se uma diminuição no indicador de 53,8%, sinalizando que ao final de 2019 a empresa detinha R\$ 0,24 de caixa e equivalentes para cada R\$ 1,00 de passivos circulantes.

Já no ano de 2021 (posterior ao IPO) a situação se inverte para os quocientes de Liquidez Corrente, Geral e Seca, com níveis bem altos, o que significa expressiva melhora na capacidade da Track & Field na liquidação de suas dívidas. À exceção acontece para a liquidez Imediata, cujo índice permanece baixo.

Ao se comparar o período anterior ao IPO (2017 a 2019) contra o ano posterior ao evento (2021), verifica-se uma melhor situação nos indicadores de Liquidez Corrente, Geral e seca, os quais evoluíram, se comparados aos níveis anteriores. A Liquidez Imediata também melhora, ainda que num patamar relativamente baixo. Esses comportamentos podem ser percebidos com base no Quadro 14.

Quadro 14 — Indicadores de Liquidez - Track & Field

Nome do Indicador	Situação Pós IPO
Liquidez Corrente	Melhora
Liquidez Geral	Melhora
Liquidez Seca	Melhora
Liquidez Imediata	Melhora

Fonte: O autor (2022)

A Tabela 8 revela os indicadores de endividamento, a fim de avaliar seus comportamentos antes e depois da IPO. O divisor das análises foi o ano de 2020, ocasião em que a IPO aconteceu.

Tabela 8 — Índices de Endividamento - Track & Field

Indicadores de Endividamento	2017	2018	2019	2020	2021
Participação do Capital de Terceiros sobre os Recursos Totais	0,32	0,31	0,95	0,43	0,44
Relação entre Capital Próprio e Capital de Terceiros	2,10	2,24	0,05	1,30	1,29
Composição de Endividamento	0,77	0,85	0,75	0,64	0,62

Fonte: O autor (2022)

Ao analisar o período pré IPO nota-se, com relação à participação do capital de terceiros sobre os recursos totais, um crescimento de 196,8% entre os anos, ao passo que houve uma redução na participação de capital próprio através da relação entre capital próprio e capital de terceiros, de 97,6%, com baixo valor de Patrimônio Líquido no final de 2019. No que concerne à composição do endividamento (perfil da dívida), houve ligeira redução na concentração das dívidas de curto prazo de 2,6%, mas estas ainda permanecem expressivas no passivo circulante da organização.

Os quocientes foram impactados pelo reconhecimento de Dividendos a Pagar em 2019 os quais foram aprovados pela companhia, elevando os passivos de curto prazo em mais de R\$ 110 milhões.

Quando avaliado o ano de 2021 (pós IPO), foi notada uma participação do capital de terceiros sobre os recursos totais de 0,44, além de uma participação do capital próprio dividido pelo capital de terceiros em elevado patamar, 1,29. Já para o perfil do endividamento, houve

menor concentração em dívidas de curto prazo, uma vez que o índice atingiu o patamar mais baixo, de 0,62.

Na comparação entre os dois momentos, percebe-se nitidamente que o pós IPO se mostrou melhor, já que apresenta uma menor participação de capital de terceiros sobre os recursos totais, uma maior relação do capital próprio fruto do incremento de capital social alavancado pela abertura de capital e uma composição de endividamento menos concentrada em dívidas de curto prazo. Os comportamentos dos quocientes de endividamento podem ser esclarecidos a partir do Quadro 15.

Quadro 15 — Indicadores de Endividamento - Track & Field

Nome do Indicador	Situação Pós IPO
Participação do Capital de Terceiros sobre os Recursos Totais	Melhora
Relação entre Capital Próprio e Capital de Terceiros	Melhora
Composição de Endividamento	Melhora

Fonte: O autor (2022)

Por fim, comparam-se os quocientes de rentabilidade durante o período pré IPO (2017 a 2019), o ano da operação (2020) e o ano seguinte (2021).

Tabela 9 — Índices de Rentabilidade - Track & Field

Indicadores de Rentabilidade	2017	2018	2019	2020	2021
Taxa de Retorno sobre Investimento	0,25	0,14	0,09	0,07	0,16
Taxa de Retorno sobre o PL	0,37	0,21	1,85	0,13	0,29

Fonte: O autor (2022)

O período anterior a IPO revela uma queda da taxa de retorno sobre o investimento de 64%, fruto da diminuição sucessiva, sobretudo, do ativo contas a receber da companhia, entre os anos de 2017 e 2019. Com relação à taxa de retorno sobre o patrimônio líquido, houve aumento de 400%, cujo índice termina o período com 1,85.

Para o ano de 2021 (posterior ao IPO), a taxa de retorno sobre o investimento estabelece em 0,25, enquanto a taxa de retorno sobre o patrimônio líquido em 0,37.

Na comparação entre os dois momentos, nota-se uma melhora na taxa de retorno sobre o investimento, principalmente em razão do lucro obtido pela companhia no ano posterior ao

IPO, mas uma queda da taxa de retorno sobre o patrimônio líquido. O Quadro 16 mostra os comportamentos dos indicadores no período pós IPO.

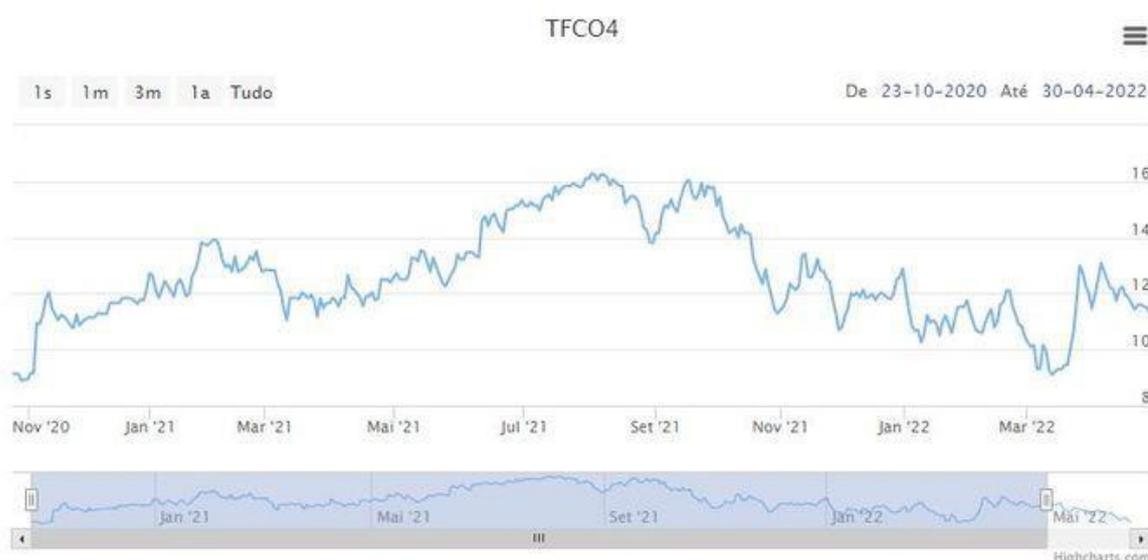
Quadro 16 — Indicadores de Rentabilidade - Track & Field

Nome do Indicador	Situação Pós IPO
Taxa de Retorno sobre Investimento	Melhora
Taxa de Retorno sobre o PL	Piora

Fonte: O autor (2022)

O Gráfico 4 exibe o comportamento das ações da Track & Field logo após sua abertura de capital, até o final do mês de abril de 2022.

Gráfico 4 — Comportamento das Ações - Track & Field



Fonte: INFO MONEY (2022)

Após o IPO da organização o valor de suas ações aumentou continuamente no mercado, em especial nos meses de julho e agosto de 2021, nos quais atingiram seu preço recorde de R\$ 16,24, em razão de seus resultados terem ficado acima do esperado pelo mercado. Ao final do mês de abril os papéis ainda continuaram acima do preço fixado no prospecto, com uma variação positiva de R\$ 2,05.

4.4 ANÁLISES

Após a discussão dos resultados individuais, cabem algumas breves comparações entre os comportamentos dos indicadores calculados para as dimensões liquidez, estrutura e retorno, nos momentos anterior e posterior aos respectivos IPOs. Em adição, cabem ainda comparações com os resultados de outros estudos que buscaram objetivos similares.

Para os indicadores de liquidez, observou-se uma melhora em todas as empresas do estudo (C&A Modas, Grupo SOMA e Track & Field), à exceção da Liquidez Geral da C&A Modas, o único que conferiu queda na comparação com o período pré IPO. Na contramão ao estudo de Menezes (2016), que verificou em sua amostra que houve uma piora para os índices de Liquidez Corrente e Liquidez Geral.

No que concerne aos índices de endividamento, notou-se relativa harmonia nos comportamentos pós IPO entre as empresas deste trabalho, já que todas apresentaram quocientes melhores que aqueles calculados nos momentos anteriores ao IPO. Esse resultado vai de encontro às conclusões dos estudos de Silva (2019), o qual observou que na empresa Azul S/A também houve uma melhora nessa categoria de indicadores, ou seja, uma maior disposição econômico-financeira da companhia nesse quesito em seus pós IPO.

Ao avaliar os indicadores de rentabilidade, o único retorno que se apresentou melhor na referida comparação aconteceu na empresa Track & Field, para a taxa de retorno sobre o investimento, que se diferencia das demais situações de queda nas outras organizações analisadas. Esse resultado evidencia que essa análise é inconclusiva. Idêntico resultado também ocorreu no estudo de Cazarotto e Trentin (2012). Nessa pesquisa a empresa Arezzo S/A revelou melhores resultados em seu pós IPO para os indicadores de rentabilidade, diferente do resultado obtido no mesmo estudo para a empresa JBS S/A, que auferiu piores resultados em seu pós IPO com relação aos quocientes de retorno.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve por objetivo examinar os efeitos do processo de IPO sobre os indicadores econômico-financeiros nas empresas de vestuário que abriram capital entre 2019 e 2021, com o propósito de avaliar a utilização do IPO como forma de angariação de recursos e, portanto, se ocorreu melhora na saúde financeira, endividamento e retorno, na comparação ao período anterior à abertura de capital, de modo a aferir o comportamento dos indicadores analisados e se houve um padrão durante o atual momento de crise.

Para atender ao propósito do estudo, o trabalho adotou abordagem de caráter descritivo, se valendo de uma pesquisa documental acerca dos sites nos quais se encontram os dados contábeis das empresas, assim como o prospecto definitivo dos IPOs. Uma vez que foram analisadas três organizações em nível relativamente mais profundo, a pesquisa classifica-se, sobretudo, como estudo de casos.

Para cada caso (organização), o trabalho apresenta uma síntese dos principais aspectos inerentes ao seu IPO, tais como fatores motivadores ou estratégicos, valor inicial de emissão das ações, seu número, seu tipo, forma de garantia do underwriting e líder da operação.

Numa segunda etapa é efetuada uma análise e comparação entre os períodos pré e pós IPO, acerca dos comportamentos dos indicadores de Liquidez, Endividamento e Rentabilidade.

Na terceira etapa acontece uma breve avaliação sobre o comportamento das ações das companhias analisadas nos momentos posteriores aos IPOs, bem como realizadas comparações com os valores estabelecidos na primeira emissão.

Os resultados mostraram que as companhias seguem os argumentos das destinações dos recursos obtidos nas IPOs. No entanto, nas três situações houve divergências quanto às opiniões de analistas, favoráveis e contrários, sobressaindo-se as motivações alegadas para quitação de dividendos de períodos anteriores aos antigos controladores. Já os argumentos favoráveis prevalecem as opiniões sobre os esperados crescimentos das organizações, tanto orgânicos quanto por aquisições.

No tocante às análises dos indicadores relacionados às dimensões liquidez, estrutura e retorno, antes e depois das IPOs, observou-se uma melhora para os quocientes de Liquidez, divergindo de Menezes (2016). Para os indicadores de Endividamento também se verificou uma evolução favorável para todas as empresas, resultado este que converge com Silva (2019). Com relação aos indicadores de rentabilidade, de forma geral, constatou-se piora de seus

comportamentos após as IPOs, à exceção da taxa de retorno sobre o investimento da empresa Track & Field. Ou seja, os quocientes desta dimensão não forneceram resultados robustos.

Por fim, nos três casos o valor estabelecido na primeira negociação da ação, constante do prospecto definitivo, ficou abaixo das cotações verificadas em momentos posteriores ao IPO, o que revela que o valor inicial usualmente é menor que o cotado a curto e médio prazos, independentemente da atual crise pandêmica.

Ressaltam-se como limitações desta pesquisa a impossibilidade de generalizações dos resultados, já que se trata de um estudo de casos com base em somente três unidades de observação; também, o ambiente atual de pandemia abrangido pelo estudo pode causar distorções nos comportamentos das ações e indicadores após as IPOs.

Como recomendações para futuros estudos, as etapas desta pesquisa podem ser replicadas a um grupo maior de organizações, um segmento econômico específico, até mesmo comparações entre momentos econômicos normais e de crise.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, Jennefer. **Entenda o que é oferta 476 e os seus benefícios**: Instrução da CVM facilita acesso ao mercado de ações. Estadão. 2020. Disponível em: <https://investidor.estadao.com.br/educacao-financeira/oferta-476>. Acesso em: 20 jun. 2022.
- BEUREN, Ilse Maria Ilse. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade**, f. 99. 2012. 198 p.
- BRASIL. CVM. Instrução , de 28 de dezembro de 2003. **Diário Oficial da União**, ano 2003.
- BRESSAN, Vinicius. **IPO de empresas na B3: Análise de conteúdo das empresas Alupar Investimentos S/A e CPFL Energia Renováveis S/A**. 2020 Trabalho de Conclusão de Curso (Ciências Contábeis) - Universidade de Caxias do Sul, 2020.
- C&A MODAS S.A. Relação com Investidores. Disponível em: <https://ri.cea.com.br/>. Acesso em: 22 abr. 2022.
- CAZAROTTO, Suila Ribolli; TRENTIN, Grazielle Ninbla Scussiato. **O desempenho econômico e financeiro das empresas com a abertura de capital – IPO**. 2012. Disponível em: <https://portalperiodicos.unoesc.edu.br/acsa/article/view/1523/pdf>. Acesso em: 23 mai. 2022.
- CHEMMANUR, T. J.; FULGHIERI, P.. **Theory of the Going-Public Decision..** The Review of Financial Studies. 1999. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2646018>. Acesso em: 20 jun. 2022.
- CONHEÇA a indústria brasileira de vestuário e acessórios. Portal da Indústria. 2022. Disponível em: <https://noticias.portaldaindustria.com.br/noticias/economia/conheca-a-industria-brasileira-de-vestuario-e-acessorios/#:~:text=O%20setor%20de%20confec%C3%A7%C3%A3o%20de,industrial%20brasileiro%20%C3%A9%20de%202%25..> Acesso em: 20 jun. 2022.
- DAGOSTINI, Luciane *et al.* **O COMPORTAMENTO DOS INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS JUSTIFICA A REALIZAÇÃO DE IPO?**. 2020. 15 p. Disponível em: <https://ocs.ufgd.edu.br/index.php?conference=scf&schedConf=SICONF2020&page=paper&op=viewFile&path%5B%5D=1059&path%5B%5D=1040>. Acesso em: 4 mai. 2022.
- DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas: Teoria e Prática**. Bookman, f. 387, 2004. 773 p.

DEEDS, David; DECAROLIS, Dona; COOMBS, Joseph. **The impact of firmspecific capabilities on the amount of capital raised in an initial public offering: evidence from the biotechnology industry**. Journal of Business Venturing. New York, 1998. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0883902697849701>. Acesso em: 20 jun. 2022.

DOTTO, Fernanda. **O IMPACTO DA LEI SARBANES-OXLEY NAS EMPRESAS BRASILEIRAS**. 2005 Monografia (Administração) - Centro Universitário de Brasília, 2005. Disponível em: <https://repositorio.uniceub.br/jspui/bitstream/235/8902/1/9920888.pdf>. Acesso em: 13 mai. 2022.

ELEVEN FINANCIAL. **C&A levanta R\$ 813,7 milhões em IPO, com ação a R\$ 16,50**. Época Negócios. 2019. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Empresa/noticia/2019/10/c-levanta-r-8137-milhoes-em-ipo-com-acao-r-1650.html>. Acesso em: 20 jun. 2022.

GAPENSKI, LOUIS C.; BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, MICHAEL C.. **Administração financeira: teoria e pratica**, f. 557. 2000. 1113 p.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social (6a. ed.)**, f. 109. 2007. 218 p.

HOVAKIMIAN, A.; HUTTON, I. **Merger-Motivated IPOs: Financial Management**. 2010. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/40963520>. Acesso em: 2 mai. 2022.

INFO MONEY. **Cotações - CEAB3**. 2022. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/cotacoes/b3/acao/cea-ceab3/grafico/>. Acesso em: 20 jun. 2022.

INFO MONEY. **Cotações - SOMA3**. 2022. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/cotacoes/b3/acao/grupo-soma-soma3/>. Acesso em: 2 mai. 2022.

INFO MONEY. **IPO: como funciona a estreia de uma empresa na Bolsa**. 2022. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/guias/ipo/>. Acesso em: 2 mai. 2022.

INVEST NEWS. **Track & Field cresceu com negócio promissor, mas IPO divide opiniões: Companhia estreia na bolsa no dia 26 de outubro, mas governança corporativa preocupa. Veja os prós e contras da oferta de ações**.. 2020. Disponível em: <https://investnews.com.br/financas/track-field-cresceu-com-negocio-promissor-mas-ipo-divide-opinioes/>. Acesso em: 8 jun. 2022.

ISMAR, Bruno. **Oferta CVM 400 e 476: entenda as instruções da CVM!**. 2021. Disponível em: https://renovainvest.com.br/blog/oferta-cvm-400-e-476-entenda-as-instrucoes-da-cvm/#O_que_e_a_oferta_CVM_400. Acesso em: 20 jun. 2022.

JESUS , Maria Teresa Boll Pereira de. **ABERTURA DE CAPITAL NO BRASIL: ANÁLISE DO DESEMPENHO DE EMPRESAS QUE REALIZARAM IPO NO ANO DE 2010** . FLORIANÓPOLIS, 2021 Trabalho de Conclusão de Curso (Economia) - Universidade Federal de Santa Catarina, FLORIANÓPOLIS, 2021.

LAZARINI, Jader. **Bloqueio de ações de ofertas 476 é resultado de falhas de controle, dizem fontes**: Investidor pessoa física estava comprando ações que não podia nas corretoras de valores – e ‘ninguém’ percebeu. Entenda a história. 2021. Disponível em: <https://www.suno.com.br/noticias/bloqueio-de-acoes-oferta-476-corretoras-cvm/>. Acesso em: 20 jun. 2022.

LEX , Aline. **IPOs no Novo Mercado: Estratégias de Capitalização ou de Saída?** . Rio de Janeiro, 2007 Dissertação (Economia) - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2007. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/52/74/D3/F3/A3E3A5104FEB5B9568A80AC2/Tese-Aline-Lex.pdf>. Acesso em: 13 mai. 2022.

MARION, Jose Carlos. **Análise das demonstrações contábeis**: contabilidade empresarial, f. 145. 2008. 289 p.

MENEZES, Cláudio Carvalho de. **ANÁLISE DOS INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS: ESTUDO MULTICASO EM EMPRESAS QUE REALIZARAM O IPO NO BRASIL**. Fortaleza, 2016 Trabalho de Conclusão de Curso (Ciências Contábeis) - Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2016. Disponível em: https://repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/30714/1/2016_tcc_ccmenezes.pdf. Acesso em: 20 jun. 2022.

MINIKOVSKI, Guilherme; LEMOS, Evelin. **AValiação de Empresas em Oferta Pública Inicial de Ações**. Memorial TCC Caderno da Graduação. 2015, 2015. Disponível em: <https://cadernotcc.fae.edu/cadernotcc/article/viewFile/5/3>. Acesso em: 20 jun. 2022.

MONEY TIMES. **IPO do Soma, dona da Farm e Animale, divide analistas; veja os prós e contras**. 2020. Disponível em: <https://www.moneytimes.com.br/ipo-do-grupo-soma-divide-analistas-veja-os-pros-e-contras-de-participar-da-oferta/>. Acesso em: 2 jun. 2022.

NETO, Alexandre Assaf. **Finanças corporativas e valor**, f. 358. 2006. 716 p.

NORONHA, Marcella A. Brandão. **Abertura de capital de empresas:: noções básicas..** Revista Jus Navigandi. 2014. Disponível em: <https://jus.com.br/artigos/29499/abertura-de-capital-de-empresas>. Acesso em: 7 mai. 2022.

OLIVEIRA, Bruno Cals de; KAYO, Eduardo Kazuo. **DESEMPENHO DE AÇÕES DE EMPRESAS BRASILEIRAS APÓS SEU IPO: EVIDÊNCIAS DE CURTO E DE**

LONGO PRAZO. 2014. Disponível em:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1809227616301072>. Acesso em: 24 mai. 2022.

OLIVEIRA, Bruno. **FATORES DETERMINANTES PARA ABERTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS BRASILEIRAS**. SÃO PAULO, 2011 - Universidade de São Paulo.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**, f. 250. 2008. 500 p.

PORTAL DA INDÚSTRIA. **Conheça a indústria brasileira de vestuário e acessórios.**

2022. Disponível em: <https://noticias.portaldaindustria.com.br/noticias/economia/conheca-a-industria-brasileira-de-vestuario-e-acessorios/#:~:text=O%20setor%20de%20confec%C3%A7%C3%A3o%20de,industrial%20brasileiro%20%C3%A9%20de%202%25..> Acesso em: 20 jun. 2022.

PORTAL DO INVESTIDOR. **Oferta pública de distribuição primária e secundária..**

2022. Disponível em:

https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/ofertas/ofertas_publicas.html#:~:text=A%20Lei%206385%2F76%2C%20que,e%20delega%20compet%C3%Aancia%20para%20a. Acesso em: 20 jun. 2022.

PORTAL TERRA. **Brasil tem expectativa de aumento de 13,6% em volume de peças para vestuário.** TERRA. 2021. Disponível em: . Acesso em: 3 mai. 2022.

PRODANOV, Cleber Cristiano; FREITAS, Ernani Cesar de. **Metodologia do Trabalho Científico:: Métodos e Técnicas da Pesquisa e do Trabalho Acadêmico.** 2 ed. Rio Grande do Sul, 2013.

PWC. **Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO): ÍNICIO DE UMA NOVA DÉCADA DE CRESCIMENTO.** 2011. 124 p. Disponível em:

<https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/assets/brasil-ipo-guide-2014.pdf>. Acesso em: 1 mai. 2022.

SANTOS, Gilmar Viriato Fluzer; LEISMANN, Edison Luiz. **A ABERTURA DE CAPITAL DA CAIXA E OS FUNDAMENTOS DE UMA IPO COM BASE NO FCD - FLUXO DE CAIXA DESCONTADO.** 2020. Disponível em:

<https://revistas.unipar.br/index.php/empresarial/article/view/8020>. Acesso em: 20 jun. 2022.

SATURNINO, Odilon *et al.* Initial Public Offer of stocks in Brazil: an analysis of returns from stocks with low Price/earnings ratio. *In:* . 2013. 2013. 13 p.

SILVA, ISABELA SOUZA E. **AS VARIAÇÕES DOS INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS APÓS ABERTURA DE CAPITAL: O CASO DA EMPRESA AZUL S.A..** Rio de Janeiro, 2019 Monografia (Ciências Contábeis) - Universidade Federal do Rio de

Janeiro, Rio de Janeiro, 2019. Disponível em:
<https://pantheon.ufrj.br/bitstream/11422/14768/1/ISSilva.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2022.

SOUSA, Iris. **Polêmica na Bolsa de Valores - pessoas físicas impedidas de investir em ações que fizeram IPO pela Instrução 476**. 2021. Disponível em:
<https://tc.com.br/blog/renda-variavel/ipo-pela-instrucao-476#in%C3%ADcio-da-pol%C3%AAmica:-o-que-%C3%A9-a-instru%C3%A7%C3%A3o-cvm-476?>. Acesso em: 20 jun. 2022.

STEFFEN, Helen; ZANINI, Francisco. **POR QUE AS EMPRESAS ABREM O CAPITAL NO BRASIL? PERCEPÇÕES DOS EXECUTIVOS FINANCEIROS**. 2014. Disponível em: <http://sbfin.org.br/encontros-anteriores-assets/2014/artigos/ID4552.pdf>. Acesso em: 2 mai. 2022.

SUNO RESEARCH. **C&A levanta R\$ 813,7 milhões em IPO, com ação a R\$ 16,50**. 2019. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Empresa/noticia/2019/10/c-levanta-r-8137-milhoes-em-ipo-com-acao-r-1650.html>. Acesso em: 20 jun. 2022.

WANG, Carolina. **Análise de indicadores financeiros para precificação de oferta pública inicial**. Universidade Estadual Paulista (Unesp), 2019. Disponível em:
<http://hdl.handle.net/11449/216866>. Acesso em: 20 jun. 2022.

WARDIL, Felipe Sacramento. **ANALISE DO IMPACTO DAS OFERTAS PUBLICAS INICIAIS SOBRE AS EMPRESAS BRASILEIRAS UTILIZANDO INDICADORES CONTÁBEIS CALCULADOS PARTIR DE EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO BRASIL**. 2009 Dissertação (Economia) - Fundação Getúlio Vargas, 2009.

YIN, Robert K.. **Estudo de Caso - 5.Ed.:** Planejamento e Métodos. Bookman Editora, f. 160, 2014. 320 p.