

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS – FACC
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
MARIANA SZERMAN DE ABREU

REAÇÃO DOS INVESTIDORES E DO MERCADO AO PARECER DOS
AUDITORES INDEPENDENTES COM ÊNFASE NO RISCO DE
DESCONTINUIDADE OPERACIONAL: UM ESTUDO DE CASO

RIO DE JANEIRO

2018

MARIANA SZERMAN DE ABREU

REAÇÃO DOS INVESTIDORES E DO MERCADO AO PARECER DOS
AUDITORES INDEPENDENTES COM ÊNFASE NO RISCO DE
DESCONTINUIDADE OPERACIONAL: UM ESTUDO DE CASO

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado como exigência final do
Curso de Graduação em Ciências
Contábeis na Universidade Federal do
Rio de Janeiro.

Orientador: Professor Dr. Adolfo Henrique Coutinho e Silva

RIO DE JANEIRO

2018

Szerman de Abreu, Mariana REAÇÃO DOS INVESTIDORES E DO MERCADO AO PARECER DOS AUDITORES INDEPENDENTES COM ÊNFASE NO RISCO DE DESCONTINUIDADE OPERACIONAL: UM ESTUDO DE CASO / Mariana Szerman de Abreu. -- Rio de Janeiro, 2018. 43 f.

Orientador: Adolfo Henrique Coutinho e Silva. Trabalho de conclusão de curso (graduação) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade de Administração e Ciências Contábeis, Bacharel em Ciências Contábeis, 2018. 1. Estudos de Eventos. 2. Análise do Parecer do auditor. 3. Risco em going concern. I. Henrique Coutinho e Silva, Adolfo.

MARIANA SZERMAN DE ABREU

REAÇÃO DOS INVESTIDORES E DO MERCADO AO PARECER DOS
AUDITORES INDEPENDENTES COM ÊNFASE NO RISCO DE
DESCONTINUIDADE OPERACIONAL: UM ESTUDO DE CASO

Trabalho de conclusão de curso apresentado à
Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da
Universidade Federal do Rio de Janeiro, para a
obtenção do título de Bacharel em Ciências
Contábeis

Aprovada em:

Adolfo Henrique Coutinho e Silva. UFRJ.

Sergio Luiz de Argolo Bezerra. UFRJ.

Moacir Sancovschi. UFRJ.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a minha mãe, meu irmão por serem minha base, pelo apoio e dedicação a minha trajetória e ao incentivo no estudo, me ajudando a não desistir e me dando forças para sempre continuar.

Ao meu namorado, um agradecimento especial por toda a paciência nos momentos difíceis e pelas palavras de força e apoio sempre que foi preciso, me auxiliando a qualquer momento que fosse preciso.

Ao meu orientador, agradeço pela grande ajuda, por ter me orientado e guiado para o caminho que segui para a conclusão deste trabalho e para o desenvolvimento desta pesquisa. Muito obrigada pela ajuda!

RESUMO

Szerman de Abreu, Mariana. **Reação dos investidores e do mercado ao parecer dos auditores independentes com ênfase no risco de descontinuidade operacional: Um estudo de caso.** Rio de Janeiro, 2018. Monografia (Bacharel em Ciências Contábeis) - Faculdade de Administração e Ciências Contábeis - FACC, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2018.

O estudo em questão tem como finalidade o entendimento sobre o impacto do preço e volume das ações negociadas na BOVESPA perante a um parecer com risco de descontinuidade operacional, a análise foi realizada com base na metodologia de estudos de evento com a exclusão de outliers tendo como a população do estudo uma companhia de capital aberto e como data do evento o primeiro ano da emissão do parecer.

Ao final do estudo, realizamos a comparação com estudos anteriores afim de verificar se o mercado apresenta comportamento similar em casos semelhantes ao e analisado e verificamos que o mercado não reagirá sempre da mesma maneira e nem necessariamente de forma negativa. Os resultados obtidos são de suma importância pois atualmente não encontram-se muitos estudos relacionados ao entendimento do mercado perante um parecer.

Palavras-chave: Auditoria Independente. Parecer dos Auditores. Descontinuidade. Empresas de Capital Aberto. Estudos de Eventos.

ABSTRACT

Szerman de Abreu, Mariana. **Investors and the market reaction to the opinion of the independent auditors with emphasis of the risk of operational discontinuity: A case study.** Rio de Janeiro, 2018. Monografia (Bacharel em Ciências Contábeis) - Faculdade de Administração e Ciências Contábeis - FACC, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2018.

The study in question is to understand the impact of the price and volume of shares traded on BOVESPA before an opinion with going concern risk. The Analysis gave based on the methodology of event studies with the exclusion of outliers, the study population a public company and as event date the first year of issue of the opinion

At the end of the study, we made the comparison with previous studies in order to verify if the market presents similar behavior in cases similar to the one analyzed and we verify that the market will not always react in the same way. The results obtained are of paramount importance because at present there are not many studies related to the understanding of the market before an opinion.

Keywords: Independent Auditor. Auditors' Report. Going Concern. Public Companies. Events Studies

LISTA DE QUADROS E TABELAS

Quadro 1: Etapas do estudo de evento	13
Quadro 2: Fatos Relevantes e comunicados ao mercado divulgados na CVM	24
Tabela 1: Resultado da reação dos investidores e do mercado da empresa	22
Tabela 2: Comparação dos Resultados dos Estudos	29

LISTA DE FIGURAS E GRAFICOS

Figura 1: Etapas do Estudo de Eventos
Figura 2: Estruturas Societárias
Gráfico 1: Evolução de Preço
Gráfico 2: Evolução Volume e Preço da Ação TPIS3
Gráfico 3: Evolução do Retorno das Ações TPIS3
Gráfico 4: Evolução da Variação do Volume das Ações TPIS3
Gráfico 5: Relação Volume TPI Ibovespa

LISTA DE SIGLAS

IFRS – International Financial Reporting Standards

NBC TA – Normas Brasileiras de Contabilidade

CFC – Conselho Federal de Contabilidade

IBRACON – Instituto dos Auditores Independentes do Brasil

CPC – Comitê de pronunciamentos contábeis

CVM - *Comissão de Valores Mobiliários*

Sumário

1 INTRODUÇÃO	11
2. REVISÃO DA LITERATURA	12
2.1 Importância da Auditoria	12
2.2 Opinião do auditor	12
2.4 Estudos de Eventos	16
2.4.1 Etapas do Estudo de evento.	16
2.5 Resultado de estudos anteriores	18
3.1 – Seleção das empresas	20
3.2 Método de pesquisa utilizado	20
3.3 Coleta de Dados	22
3.4 Análise dos dados	23
4. RESULTADO DA PESQUISA	24
4.1 Descrição da empresa	24
4.2 Histórico da Empresa	25
4.3 Parecer da Auditoria Independente com ênfase na descontinuidade	29
4.4 Análise da Reação dos Investidores e da Reação do Mercado	31
4.5 Comparação dos resultados observados com os estudos anteriores	34
5. CONCLUSÃO	37
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	38

1 INTRODUÇÃO

O parecer do auditor independente sobre as demonstrações financeiras de uma companhia é de suma importância pois através dele os usuários externos obtêm confiança nos números divulgados. Devido a isso, a emissão de um parecer com problemas em continuidade operacional é de extrema relevância, pois esta é uma informação que pode influenciar nas tomadas de decisão do mercado perante a companhia.

Atualmente, existem alguns estudos relacionados ao tema em questão que através de estudos de eventos analisam o impacto do preço e volume das ações por consequência as opiniões dos auditores ou em algum evento em especial, porém estes estudos necessitam de estudos complementares e mais atuais para obterem novas evidências e conclusões corroboradas através de mais estudos de casos.

O estudo apresentado tem como objetivo a análise da reação do preço e dos volumes das ações comercializadas perante a divulgação de um parecer do auditor com risco em descontinuidade realizada através de um estudo de caso de uma empresa de capital aberto, para isto realizamos uma análise qualitativa e quantitativa através de cálculos conhecidos como estudos de eventos.

Este tema é importante por estar relacionado a opinião emitida pela auditoria, pela qualidade de seu trabalho e a importância de seu trabalho e das opiniões emitidas, visto que os relatórios emitidos por estes podem alterar e influenciar o cenário econômico em que a companhia auditada está inserida.

Este artigo possui cinco partes, onde a primeira parte é esta introdução, em seguida citamos os principais estudos, teorias sobre este e os temas relacionados. Na terceira parte encontram-se os critérios utilizados para a identificação das amostras e do cálculo realizado, na quarta parte estão os resultados identificados na pesquisa e na quinta parte explicitamos a conclusão e as contribuições do estudo.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Importância da Auditoria

O objetivo principal de uma auditoria contábil é o exame e a validação das demonstrações contábeis afim de evitar distorções relevantes e atestar que estas estão de acordo com as normas internacionais de contabilidade (IFRS).

O Conselho Federal de Contabilidade define auditoria das demonstrações contábeis, por meio da NBC T 11 – Normas de Auditoria das Demonstrações Contábeis, como: o conjunto de procedimentos técnicos que tem por objetivo a emissão de parecer sobre a sua adequação, consoante os Princípios Fundamentais de Contabilidade e as Normas Brasileiras de Contabilidade e, no que for pertinente, a legislação específica. (CFC, 1997a).

Conforme explicitado na NBC TA 200:

“O objetivo da auditoria é aumentar o grau de confiança nas demonstrações contábeis por parte dos usuários. Isso é alcançado mediante a expressão de uma opinião pelo auditor sobre se as demonstrações contábeis foram elaboradas, em todos os aspectos relevantes, em conformidade com uma estrutura de relatório financeiro aplicável. No caso da maioria das estruturas conceituais para fins gerais, essa opinião expressa se as demonstrações contábeis estão apresentadas adequadamente, em todos os aspectos relevantes, em conformidade com a estrutura de relatório financeiro. A auditoria conduzida em conformidade com as normas de auditoria e exigências éticas relevantes capacita o auditor a formar essa opinião”

Para Damascena (2011) o parecer de auditoria é um documento de grande responsabilidade pois a emissão inadequada deste documento incorre em sanções previstas, quanto à responsabilidade técnico- profissional, civil e criminal com relação à adequabilidade das informações contidas nas demonstrações contábeis.

2.2 Opinião do auditor

O parecer de auditoria é um documento onde são emitidas e reportadas as entidades através de seus Administradores e demais usuários, conforme Damascena

(2011) “O parecer é a peça divulgada, representada pela materialização fina de todo trabalho realizado pela auditoria, podendo assumir os seguintes tipos [...] a) parecer com ressalva, b) parecer sem ressalva, c) parecer adverso; ou d) parecer com abstenção ou negativa de opinião”.

O “Parecer dos Auditores Independentes”, ou “Parecer do Auditor Independente”, é o documento mediante o qual o auditor expressa sua opinião, de forma clara e objetiva, sobre as demonstrações contábeis nele indicadas. (NBC T 11, item 11.3.1.1)

Os auditores têm como responsabilidade a expressar opiniões corretas mediante a demonstração financeira emitida, para Ishikawa (2002) Essa responsabilidade pela opinião leva ao conceito de “risco de auditoria”. A NIA – Normas Internacionais de Auditoria – em seu item 400 define risco de auditoria como sendo “o risco de que o auditor dê um parecer de auditoria impróprio”.

Este tem como finalidade informar sobre o trabalho realizado, a extensão abrangida pelo trabalho, como foi realizado e os fatos relevantes observados, e as conclusões obtidas e deve ser baseado em fatos concretos e comprovados através de papéis de trabalho.

O auditor deve formar sua opinião sobre se as demonstrações contábeis são elaboradas, em todos os aspectos relevantes, de acordo com a estrutura de relatório financeiro aplicável (ver item 11 da NBC TA 200 e itens 25 e 26 desta norma, que tratam das frases usadas para expressar essa opinião no caso da estrutura de apresentação adequada e da estrutura de conformidade, respectivamente). Para formar essa opinião, o auditor deve concluir se obteve segurança razoável de que as demonstrações contábeis tomadas em conjunto estão livres de distorção relevante, independentemente se causada por fraude ou erro. Essa conclusão deve levar em consideração: (a) se, na conclusão do auditor, de acordo com o item 26 da NBC TA 330 – Resposta do Auditor aos Riscos Avaliados, foi obtida evidência de auditoria apropriada e suficiente; (b) se, na conclusão do auditor, de acordo com o item 11 da NBC TA 450 – Avaliação das Distorções Identificadas durante a Auditoria, distorções não corrigidas são relevantes, individualmente ou em conjunto; e (c) as avaliações exigidas pelos itens 12 a 15. (NBCTA 700, ITEM 10 E 11)

A partir do exercício de 2016, entrou em vigor o Novo relatório do auditor independente no Brasil que tem como objetivo uma comunicação constante e eficiente dos auditores com os leitores interessados nas demonstrações financeiras.

A mudança no formato do relatório de auditoria está em sua reordenação, onde a opinião do auditor sobre a adequação das demonstrações contábeis passa a ser apresentada logo no início. (IBRACON, 2016).

Em relação ao conteúdo do relatório, várias alterações foram feitas. Ele foi aprimorado no que se refere a continuidade operacional das companhias, ficando claro que a responsabilidade pela avaliação da capacidade de a entidade continuar operando é de sua administração. Para companhias listadas em bolsa de valores, ele contempla ainda uma seção específica denominada principais assuntos de auditoria, espaço onde o auditor destaca os assuntos que, no seu julgamento profissional, foram considerados os mais relevantes durante a execução do trabalho de auditoria. Para finalizar, ele apresenta uma descrição aprimorada das responsabilidades da administração e do auditor, sendo que, esta seção contempla as principais características de uma auditoria e também a responsabilidade da administração em relação a continuidade operacional da empresa (SHIAVO,V.2017)

O Parecer do auditor é classificado conforme a natureza da opinião:

- a) Parecer sem ressalva;
- b) Parecer com ressalva;
- c) Parecer adverso;
- d) Parecer com abstenção de opinião.

De acordo com a NBC T 700 (item 16) “o auditor deve expressar uma opinião não modificada quando concluir que as demonstrações contábeis são elaboradas, em todos os aspectos relevantes, de acordo com a estrutura de relatório financeiro aplicável”.

O parecer é emitido com ressalva quando o auditor independente identifica alguma discordância ou distorção materiais nas demonstrações financeiras da empresa audita. De acordo com a NBC TA 705, O objetivo do auditor é expressar claramente uma “Opinião modificada” de forma apropriada sobre as demonstrações contábeis, que é necessária quando o auditor: (a) conclui, com base em evidência de auditoria obtida, que as demonstrações contábeis como um todo apresentam distorções relevantes; ou (b) não consegue obter evidência de auditoria apropriada e

suficiente para concluir que as demonstrações contábeis como um todo não apresentam distorções relevantes.

Assim, destaca-se:

O parecer sem ressalva indica que o auditor está suficientemente convencido de que as demonstrações contábeis foram elaboradas de acordo com as Normas Brasileiras de Contabilidade e da legislação específica em todos os seus aspectos relevantes. Isso implica afirmar que, tendo havido alterações na observância dos princípios e normas contábeis ou legislação específica, elas tiveram seus efeitos avaliados e aceitos e estão devidamente revelados nas demonstrações contábeis. O parecer com ressalva é emitido quando: “o auditor conclui que o efeito de qualquer discordância ou restrição na extensão de um trabalho não é de tal magnitude que requeira parecer adverso ou abstenção de opinião”. (BATISTA, C; PEREIRA, A; SILVA, A.;IMONIANA, J. 2007)

Em conformidade com Batista et al. (2010, pág.8), deverá ser obedecido o modelo do parecer sem ressalva, com a utilização das expressões “exceto por”, “exceto quanto” ou “com exceção de”, referindo-se aos efeitos do assunto objeto da ressalva. Esses efeitos deverão ser descritos, em parágrafo específico, e antes da opinião, as razões que fundamentaram a opinião com ressalva e, se possível, quantificar os efeitos sobre as demonstrações contábeis.

A “Opinião Adversa” é emitida quando as demonstrações financeiras não estão devidamente representadas de acordo com o as normas internacionais de contabilidade. O auditor deve expressar uma “Opinião adversa” quando, tendo obtido evidência de auditoria apropriada e suficiente, conclui que as distorções, individualmente ou em conjunto, são relevantes e generalizadas para as demonstrações contábeis. (NBC TA 705, 8).

O “Parecer Adverso” é aquele em que o auditor não emite qualquer tipo de opinião nas demonstrações financeiras no período auditado.

O auditor deve se abster de expressar uma opinião quando, em circunstâncias extremamente raras envolvendo diversas incertezas, concluir que, independentemente de ter obtido evidência de auditoria apropriada e suficiente sobre cada uma das incertezas, não é possível expressar uma opinião sobre as demonstrações contábeis devido à possível interação das incertezas e seu possível efeito cumulativo sobre essas demonstrações contábeis. [...] Quando o auditor considera necessário expressar uma “Opinião adversa” ou abster-se de expressar opinião sobre as demonstrações

contábeis como um todo, o seu relatório não deve incluir, também, uma opinião não modificada com relação à mesma estrutura de relatório financeiro sobre quadro isolado das demonstrações contábeis ou sobre um ou mais elementos, contas ou itens específicos da demonstração contábil. A inclusão de uma opinião não modificada no mesmo relatório, nessas circunstâncias, contrariaria a “Opinião adversa” ou a “Abstenção de opinião” do auditor sobre as demonstrações contábeis como um todo (ver item A16). A NBC TA 805 – Considerações Especiais – Auditoria de Quadros Isolados das Demonstrações Contábeis e de Elementos, Contas ou Itens Específicos das Demonstrações Contábeis trata das circunstâncias em que o auditor é contratado para expressar uma opinião separada sobre um ou mais elementos, contas ou itens específicos de demonstração contábil. (NBC TA 705, item 10 e 15)

Conforme entendimento de Batista et al. (2010, pág.16) pode-se destacar que a emissão ou publicação do parecer de auditoria reflete o entendimento do auditor acerca dos dados em exame, de forma resumida, que dê aos leitores ou usuários uma noção exata dos trabalhos que realizou e o que concluiu.

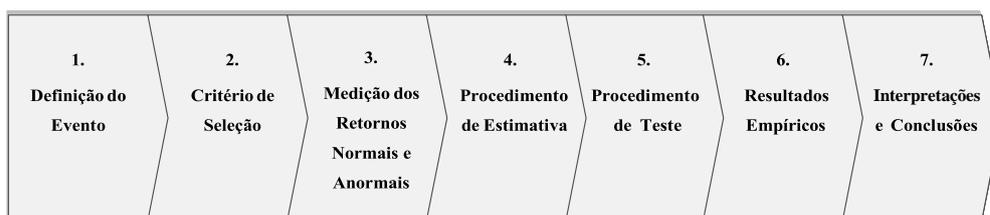
2.4 Estudos de Eventos

O estudo de evento baseia-se na análise, através de cálculos estatísticos quanto a existência ou não de uma reação significativa e refletida nas ações negociadas ante a ocorrência de um determinado evento. De acordo com Corrado (2011), os estudos de evento é uma técnica estatística que estima o impacto no preço das ações de uma companhia a uma a uma dada ocorrência de um evento.

2.4.1 Etapas do Estudo de evento.

As etapas do estudo de evento são definidas em sete etapas:

Figura 1 – Etapas do estudo de evento



Fonte: Campbell, Lo e Mackinlay

Para iniciar o estudo de eventos, é preciso a definição do evento a ser estudado e após isso a definição da “data zero “ e da janela de evento, segundo MACKINLAY (1997) para se trabalhar com esta metodologia seria determinar o evento a ser estudado, bem como a identificar a data relevante para o mesmo (data “zero”). A partir destas informações, o pesquisador irá definir a chamada janela do evento. A definição desta, é feita de forma subjetiva através do julgamento do pesquisador.

Após a definição é definido o critério de seleção onde, conforme Campbell pode envolver algumas restrições relativas a listagem ou não das ações em determinadas bolsas, disponibilidade da informação, data e etc.

Em seguida a definição do evento, dos critérios e da data deve-se escolher o critério de mensuração dos retornos normais e anormais, onde o retorno anormal é a diferença entre o retorno observado e o retorno normal esperado. Os retornos são definidos por CAMPBELL, LO & MACKINLAY (1997) da seguinte forma: “Os retornos anormais são definidos como a diferença entre os retornos observados ex post (após o evento) de um título dentro da janela de evento e o retorno normal da firma. Os retornos normais são aqueles definidos como retornos esperados sem a condição de que o evento ocorra.” (CAMPBELL, LO & MACKINLAY, 1997, p. 151)

Conforme Maxwell (PUC – RIO). Existem três principais métodos de medição dos retornos anormais, estes são:

1. Retorno Ajustados à Media - assume que o retorno médio de uma determinada ação é constante ao longo do tempo
2. Retornos Ajustados ao Mercado: proposto por Lerner (1999), os retornos anormais são calculados através da diferença entre o seu retorno e a carteira de mercado
3. Modelo de Mercado: também denominado OLS (Ordinary Least Squares), relaciona os retornos de uma determinada ação aos retornos de um portfólio

de mercado. Representa uma evolução sobre os modelos anteriores uma vez que ao remover a porção do retorno da ação que ocorre em função do mercado, a variância dos retornos anormais é reduzida.

Os retornos anormais podem ser calculados e os procedimentos realizados após a definição do método de medição, deve-se definir uma hipótese nula que é quando o evento não tem impacto sobre a variação dos retornos.

Maxwell (PUC – RIO) conclui que após todo o procedimento estatístico e de teste de hipótese é importante a apresentação dos resultados empíricos e de um diagnóstico acerca das conclusões. Outro ponto interessante seria a tentativa de definir o mecanismo pelo qual o evento pode ter afetado o desempenho das ações.

2.5 Resultado de estudos anteriores

Identificamos poucos estudos acerca da reação do mercado em relação a divulgação do parecer de auditoria, a maioria dos estudos identificados referem-se à frequência e ao conteúdo apresentado nos pareceres, no estudo elaborado por Alberton e Marquart (2009, p. 46 a 50) por exemplo, teve como objetivo analisar as ressalvas e ênfases emitidas nos pareceres de auditoria, onde este selecionou 160 pareceres afim de investigar as ressalvas emitidas.

Arruda *et al.* (2009) em seu estudo verificou a influência tipo de parecer contábil nos preços das ações das companhias abertas através de uma pesquisa descritiva, bibliográfica e empírica, “[...] explicar a repercussão do anúncio dos pareceres de auditoria com e sem ressalvas no valor das ações das sociedades anônimas a partir de referenciais teóricos extraídos das produções científicas publicadas em teses, dissertações ou artigos, com o intuito de apresentar justificativas para a construção das hipóteses de pesquisa” (ARRUDA, et al. 2012, p. 237), a pesquisa teve como base de verificação 372 pareceres de auditorias de capital aberto.

Concordante com Toledo e Sancovski (2015), a informação contábil relevante é aquela capaz de fazer diferença nas decisões dos investidores de comprar, vender ou manter participações em instrumentos patrimoniais e de dívida, conforme

declarado no Pronunciamento Conceitual Básico - Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro (R1). Logo, a relevância da informação contábil está associada à análise do efeito sobre o volume de ações negociadas, pois a quantidade de ações negociadas é uma medida extrema da relevância ou do conteúdo informacional dos lucros, já que reflete as mudanças nas expectativas dos investidores, e não as mudanças nas expectativas do mercado em geral observada no comportamento dos preços das ações (TOLEDO e SANCOVSCHI, 2015, p. 2).

Paper (2018), apresentou em sua pesquisa a importância das reapresentações voluntárias das demonstrações contábeis onde conclui que “[...] elas são suficientes para afirmar que a republicação das demonstrações financeiras pode ser capaz de impactar as decisões dos investidores de comprar, vender ou manter suas ações. Tal evidência corrobora os resultados de estudos anteriores que demonstram a relevância da informação contábil divulgada sob a perspectiva proposta pelo IASB.”

De acordo com o CPC 23 emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), em 26 de junho de 2009, “[...]erros de períodos anteriores são omissões e incorreções nas demonstrações contábeis da entidade de um ou mais períodos anteriores decorrentes da falta de uso, ou uso incorreto, de informação confiável [...] Este pronunciamento técnico estabelece ainda que a empresa deve corrigir os erros materiais de períodos anteriores retrospectivamente no primeiro conjunto de demonstrações contábeis divulgadas após a sua descoberta. (CPC 23, p. 3) ”.

3. METODOLOGIA

3.1 – Seleção das empresas

Para este estudo, foi realizado um levantamento das empresas com parágrafos de ênfase ou ressalva em descontinuidade com registro na CVM e com negociações de ações nos últimos 2 anos.

Em decorrência da inexistência de muitos estudos anteriores tratando do tema dificultou a identificação e a seleção de empresas para análise. Assim, foi necessário a realização da pesquisa no Google e nos fatos relevantes e comunicados ao mercado arquivados pelas empresas no site da Comissão de Valores Mobiliários.

Com base no levantamento manual realizado, foi construída uma base de dados em Excel com as seguintes informações: (a) nome da empresa, (b) ano do primeiro parecer com continuidade, (c) data e hora da publicação no site, (d) situação atual da empresa.

O levantamento permitiu a identificação de 31 empresas que correspondiam ao perfil desejado. Entretanto, foram excluídas desta base (a) 20 empresas em que o primeiro parecer divulgado com risco de descontinuidade operacional era anterior a 2015; (b) três empresas já analisadas no estudo de Silva, Lourenço e Sancovschi (2017); e (c) sete empresas que não possuíam dados do histórico e cotação, informação crítica para aplicação da metodologia proposta.

Assim o estudo ficou restrito a análise do caso da empresa TPI- Triunfo Participações que atendeu aos critérios de seleção utilizados.

3.2 Método de pesquisa utilizado

O presente estudo foi realizado com ênfase na abordagem informacional através do método de estudos de evento onde a reação dos investidores foi analisada em uma empresa individualmente e com efeitos a curto prazo. As estimações foram elaboradas de acordo com os critérios estipulados através das etapas descritas abaixo:

a) Data do Evento:

A data de ocorrência do evento é a “data zero”, que corresponde a data que os investidores obtiveram acesso as informações publicadas na CVM, neste caso a data do evento é a do dia seguinte a ao da divulgação pelos auditores em decorrência do horário de arquivamento.

A data do estudo foi pautada no primeiro ano da divulgação da demonstração financeira com risco de continuidade. A data do evento do presente estudo está apresentada na tabela 1.

b) Janela de estimativa:

A janela de estimativa utilizada neste estudo foi de 120 dias antes da janela do evento.

Como sugerido por estudos anteriores, a janela de estimação permite captar dados suficientes para melhor estimar o Modelo de Mercado.

Afim de obtermos informações mais constantes, através da elaboração dos gráficos 4 e 5, excluimos os outliers, ou seja, valores que fogem da normalidade, observações extremas que podem distorcer os resultados obtidos.

c) Janela de evento:

A janela do evento correspondeu ao período de três dias, isto é, ao dia do evento (d_0), o dia anterior (d_{-1}) e o dia posterior (d_{+1}) ao evento, para melhor captar o efeito do evento.

Entende-se que a utilização apenas do dia do evento poderia distorcer os resultados, face os horários de divulgação das informações de republicação. A escolha desse pequeno intervalo também se justifica pela intenção de não captar outros efeitos dentro da janela do evento, como sugerido pela literatura.

d) Modelo de Estimação utilizado:

O método utilizado para o cálculo do retorno foi o Modelo de Retorno. A equação utilizada para o cálculo do Retorno Anormal:

$$RA_{i,\eta t} = R_{i,\eta t} - \alpha_{i,\eta t} - \beta_i R_{Ibovespa,\eta t} + \sum_{s=0}^{nt-1} \varepsilon_{i,\eta t}$$

Onde:

$RA_{i,\eta t}$ = retorno anormal da ação i, no dia t, com n dias decorridos desde a última negociação;

$R_{i,\eta t}$ = retorno observado da ação i, no dia t;

$R_{Ibovespa,\eta t}$ = retorno observado do índice de mercado correspondente ao dia t em que a ação i foi negociada;

$\alpha_{i,\eta t}$ e β_i = parâmetros Ordinary Least Squares (OLS) ou mínimos quadrados ordinários individuais a serem estimados, calculados na janela de estimação, visando evitar influências em seu desempenho normal;

Para a análise do volume negociado de ações, utilizou-se o Modelo de Retorno Ajustado a Média, como indicado na fórmula a seguir:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - R_i$$

Onde:

$A_{i,t}$ = Retorno normal da ação i no período t

$R_{i,t}$ = Retorno da ação i no período t;

R_i = Média dos Retornos da ação i para um período passado (média verificada na janela de estimação)

Para testar se ocorreu uma reação do mercado às foi realizado um teste t para verificar se o Volume Negociado Anormal, o Retorno Anormal, o Volume Negociado Anormal Acumulado ou Retorno Anormal Acumulado, na Janela do Evento, são estatisticamente diferentes do observado na Janela de Estimação.

Para análise da reação dos investidores e do mercado é necessário avaliar estatisticamente a relevância do Retorno Anormal e Volume Negociado Anormal apurado em cada ponto da janela do evento, assim como para o Retorno Anormal Acumulado e o Volume Negociado Anormal Acumulado.

3.3 Coleta de Dados

As obtenções das demonstrações financeiras da empresa escolhida foram retiradas diretamente do site da Comissão de Valores Mobiliários.

O preço, o volume das ações negociadas e o Índice Ibovespa foram obtidas no site Yahoo Finance (<https://finance.yahoo.com/>).

Os dados utilizados na pesquisa foram coletados no período compreendido entre 2015 a 2017.

3.4 Análise dos dados

A análise dos dados foi realizada utilizando-se uma análise dos resultados observados no caso e na comparação destes com o observado em estudos anteriores.

4. RESULTADO DA PESQUISA

4.1 Descrição da empresa

A empresa triunfo participações e investimentos S.A. foi constituída em 1999, tendo como fundador a Construtora Triunfo S.A com o objetivo de obter participação acionária em empresas do setor de infraestrutura.

No segmento de concessões rodoviárias, a empresa é responsável por administrar cinco concessões no sul e sudeste do país, que totalizam 2.140,5 km de rodovias. No setor de logística, a empresa atua na administração portuária, por meio da Portonave. Em 2012, a Companhia entrou no segmento de administração aeroportuária, e administra atualmente o Aeroporto Internacional de Viracopos, em Campinas, São Paulo. No segmento de energia, a Tijoá assinou em 2014 o contrato de concessão e passou a ser responsável pela operação e manutenção de Usina de Três Irmãos, localizada em Andradina, São Paulo.

Atualmente a companhia possui participação de 100% em 30 empresas, ou seja, possui o controle delas e controle em conjunto de outras 11 empresas, sendo as empresas Portonave S.A e Aeroportos Brasil as mais representativas.

Figura 2– Estrutura Societária



Fonte: *Estrutura Societária*. Disponível em

<<http://ri.triunfo.com/show.aspx?idMateria=ZFvHTnIbJcHgmkW9VeDbvg==>>. Acessado em 01 de novembro de 2018

Empresa de capital aberta registrada em 2002 na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e em 2007 listada no Novo Mercado, o mais alto nível de Governança Corporativa da B3. As ações são formadas exclusivamente por ações ordinárias (TPIS3), que permitem o direito de voto para os acionistas.

Com 55,54% das ações ordinárias emitidas, a controladora da Triunfo Participações S.A é a empresa é a THP – Triunfo Holding Participações. Atualmente a empresa possui 72.674.679 ações ordinárias em circulação no mercado.

4.2 Histórico da Empresa

No gráfico 1 podemos verificar a variação dos preços nos últimos dois anos. Percebe-se que durante o período de março de 2015 a fevereiro de 2016 os preços das ações mantiveram-se entre R\$ 2,0 e R\$ 5,0 por ação. No primeiro semestre de 2015 apresentou um grande crescimento, que foi revertido no segundo semestre. No ano de 2016, o preço da ação apresentou o mesmo comportamento.



No ano de 2015, a Companhia enfrentou uma crise em diversos setores em que possui investimentos, no setor rodoviário a companhia esperava um grande

tráfego em suas rodovias, porém devido à crise enfrentada no país, está expectativa não foi concretizada, os contratos de empréstimos que havia sido obtido com o BNDES possuía diversas exigências que não foram cumpridas pela companhia o que gerou um excesso de alavancagem e posteriormente a insolvência.

Conforme divulgado na Revista Exame, em 12 de agosto de 2015, aproximadamente um ano antes da publicação da descontinuidade, foi publicado que a empresa analisada teve um prejuízo líquido de R\$ 70 mi apenas no 2ª trimestre, em decorrência de um aumento de 98,3% nas despesas financeiras.

Em 25 de agosto de 2015, foi anunciado a venda de duas hidroelétricas da Triunfo para o grupo chinês China Three Georges em uma operação de R\$ 2 bilhões, com o objetivo de “redução da alavancagem e fortalecimento da liquidez financeira”, conforme anunciado pela empresa para o mercado, na mesma data foi anunciada “A alienação da totalidade das participações que a companhia detém em suas controladas Rio Verde Energia S.A., Rio Canoas Energia S.A. e Triunfo Negócios de Energia (TNE) para a China Three Gorges Brasil Energia Ltda. (CTG) por R\$ 970 milhões.”

De acordo com o Jornal Exame (03 de outubro/2016), no ano de 2016 a Triunfo apresentava diversos problemas como, ser sócia da empreiteira UTC, envolvida na operação lava jato, a Companhia encontrava-se em processo contra o Ministério público com uma ação de improbidade administrativa devido a supostas irregularidades nas obras, devido a isso a empresa Concer teve seus bens bloqueados e as inúmeras renegociações de dívidas.

Na mesma data em que as demonstrações financeiras foram divulgadas, foi publicado uma notícia no Valor Econômico realçando a crise financeira vivida pela empresa, destacando os prejuízos acumulados no ano e o pagamento de dividendos:

A administração pretende distribuir aos acionistas R\$ 34 milhões, equivalente a R\$ 0,194626 por ação ordinária. O montante representa 12,5% do lucro líquido ajustado de 2017, metade do definido no documento. [...] o acumulado de 2017, a Triunfo registrou prejuízo líquido de R\$ 6,6 milhões, queda de 98% ante 2016. A receita caiu 11,1%, para R\$ 1,6 bilhão
(Valor Econômico, www.valor.com.br/empresas/5414277/triunfo-propoe-pagamento-de-dividendos-abaixo-do-patamar-minimo)

Em 28 de março de 2017, conforme Fato Relevante publicado na CVM, a companhia iniciou o procedimento de alienação de participação acionária nas seguintes empresas Aeroportos Brasil S.A., Portonave S.A.– Terminais Portuários de Navegantes, Tijoá Participações e Investimentos S.A. e CSE – Centro de Soluções Estratégicas S.A com o objetivo de redução do seu endividamento e de suas controladas.

Após esta divulgação, em 22 de julho de 2017 a empresa divulgou como fato relevante no site da CVM o pedido de homologação de planos de recuperação extrajudicial, conforme abaixo:

São Paulo, 22 de julho de 2017 - A TPI - Triunfo Participações e Investimentos S.A. ("Triunfo" ou "Companhia") (B3: TPIS3),[...] comunica aos seus acionistas e ao mercado em geral que, com a anuência dos acionistas controladores, [...] ajuizaram, na data de hoje, na Comarca da Capital do Estado de São Paulo, pedido de homologação judicial de planos de recuperação extrajudicial ("Planos de RE").

O pedido de homologação judicial dos planos de recuperação extrajudicial ocorre principalmente em virtude: (i) da execução, por parte de credores financeiros, das dívidas e suas garantias das controladas de concessão rodoviária Concer e Concessionária das Rodovias Centrais do Brasil S.A. ("Concebra"); (ii) dos riscos inerentes de bloqueios judiciais de ativos operacionais e financeiros essenciais à manutenção das atividades da Triunfo e da Concer; (iii) de restrições de liquidez, considerando a deterioração do cenário macroeconômico; (iv) da queda do desempenho operacional de parte das empresas controladas da Triunfo; e (v) da necessidade de aportes não previstos na Concer, na Concebra e na Vessel-Log.

O Quadro 2 apresenta uma síntese dos Fatos Relevantes e dos Comunicados ao Mercado divulgados pela empresa nos anos anteriores a divulgação do parecer dos auditores independentes que incluiu uma ênfase sobre o risco de descontinuidade operacional.

Quadro 2 – Fatos Relevantes e comunicados ao mercado divulgados na CVM

Data	Descrição
31/01/2014	Assinatura do contrato de concessão da Concebera com a ANTT para operação das rodoviárias BR 060,153 e 362
27/02/2014	Renegociação dos Covenants das dívidas tendo os índices da dívida líquida/EBTDA alterados.
20/03/2014	Invasão da Usina Hidroelétrica de Rio Canoas causando perdas e danos ao fornecimento de energia
01/04/2014	Celebrou acordo visando à aquisição de terreno com a finalidade de desenvolvimento de um novo projeto portuário na cidade de Paranaguá/PR. A TPI-Log e a LOGZ terão participação de 50% cada
16/04/2014	Concepa assinou aditivo do contrato de concessão no valor de R\$ 244,1 milhões. O aditivo prevê a execução da 4ª pista da BR-290/RS nos dois sentidos, entre o acesso da BR-448, em Porto Alegre, e o trevo de Gravataí que dá acesso à RS-118.
13/05/2014	Concer assinou aditivo do contrato de concessão no valor R\$ 1.162,5 milhões
24/06/2014	Aprovação pelo BNDES do empréstimo para a coligada concebera no montante de R\$ 1,06 bilhão por 18 meses.
26/08/2014	Aquisição de 100% das quotas do Fundo de investimento Constantinopla que tem como objetivo o desenvolvimento de parceria com Furnas, construindo a SPE Tijoa participação e investimento para manutenção da Usina três irmãos, onde a triunfo tem participação de 51% e Furnas de 49%
17/09/2014	Aquisição de 100% da empresa BR Vias Holding TBR S.A, detentora da Concessionária Transbrasiliana.
15/10/2014	A Tijoa participação e investimentos recebeu licença para operação
08/10/2014	Conclusão da Capitalização dos AFAC'S das empresas NTL – Navegação e Logística S.A., Vessel-Log Comp. Bras. de Navegação e Logística S.A. e Maestra Navegação e Logística S.A., que operavam o segmento de cabotagem.
25/03/2015	Aprovação do programa de recompra de ações de sua própria emissão ("Programa de Recompra"), proposto pela Diretoria, em uma única operação ou em uma série de operações, para fins de cancelamento, permanência em tesouraria ou alienação poderão ser adquiridas até 7.000.000 ações ordinárias, dentro do limite de 10,0% da quantidade de ações em circulação.
25/08/2015	Assinou contrato de compra e venda de ações com a CTG Brasil estabelecendo a venda total da participação que a companhia detém sobre a Rio Verde S.A O valor da transação nos termos do Contrato de Compra e Venda, para aquisição pela CTG Brasil da totalidade das ações da Companhia nas três controladas, foi de R\$ 1.724,8 milhões,
24/02/2016	Aprovação pelo BNDES do financiamento de longo prazo de R\$ 3,6 bilhões, destinado à quitação do empréstimo

12/05/2016	Reapresentação Espontânea das Demonstrações financeiras.
30/05/2016	ANAC publica decisão de primeira instancia de aplicação de multas em Viracopos no valor de R\$ 95 milhões.
24/06/2016	Alteração de auditoria independente para a prestação de serviços de auditoria das suas demonstrações financeiras individuais e consolidadas do exercício a findar-se em 31 de dezembro de 2016.
01/07/2016	Esclarecimentos Movimentação atípica de Ações no período entre 17/06/2016 e 30/06/2016.
17/10/2016	BNDES Aprova renovação de empréstimo – ponte da Triunfo Concebra.
10/11/2016	Polícia Federal emitiu mandato de busca e apreensão na sede social da Companhia, em São Paulo, SP, e na sede social de sua subsidiária, ECONORTE Empresa Concessionária de Rodovias do Norte S.A., em Londrina, PR, tendo por objeto a coleta de documentos relacionados apagamentos realizados pelas referidas empresas a um prestador de serviço

Fonte: Elaboração Própria

Nota: Dados obtidos no site da Bovespa.

Diante do exposto acima, podemos identificar que alguns dos comunicados ao mercado já evidenciavam as dificuldades apresentadas pela empresa, que são:

1. Fevereiro/2016 – Aquisição do financiamento do BNDES para a quitação de empréstimos após a aquisição do CTG Brasil
2. Multa aplicada pela ANAC sobre o aeroporto Viracopos;
3. Mandato de busca e apreensão em uma das empresas do grupo e o envolvimento na operação Lava Jato.

Como será discutido no próximo tópico, verifica-se que o parecer dos auditores independentes indicou um problema de descontinuidade que já vinha sendo antecipado através de publicações em jornais de grande circulação e por alguns Fatos Relevantes, além de que a Companhia também vinha enfrentando diversos problemas financeiros e prejuízos constantes.

4.3 Parecer da Auditoria Independente com ênfase na descontinuidade

Nos anos anteriores a divulgação do parecer de descontinuidade, a companhia tinha como auditoria uma firma integrante do ranking das 10 maiores auditorias do país que, em seu relatório de 2014 emitiu opinião com ênfases sobre as participações nas comercializações, operações descontinuadas de duas de suas controladas e na Demonstração do Valor Adicionado.

Em 2015, a firma de auditoria independente emitiu sua opinião com a ênfase sobre a reapresentação das demonstrações financeiras, conforme demonstração financeira disponível no site da CVM:

“Em 22 de março de 2016 emitimos relatório de auditoria sem modificações sobre as demonstrações financeiras individuais e consolidadas da Empresa relativas ao exercício findo em 31 de dezembro de 2015, que ora estão sendo reapresentadas. Conforme descrito na nota explicativa nº 2, essas demonstrações financeiras foram alteradas e estão sendo reapresentadas por conter erros na apresentação de investimentos com [...]. Conseqüentemente, nossa opinião considera estas alterações e substitui a opinião anteriormente emitida.” (Grifo nosso)

Em 2016, a substituiu a firma de auditoria contratada por uma empresa de auditoria independente internacional (“*Big Four*”). A transição gerou novas ênfases tendo como principal a divulgação do risco de continuidade:

“Ênfases

Continuidade operacional da TPI – Triunfo Participação e Investimentos S.A. e controladas

A continuidade das atividades operacionais da Companhia e de suas controladas Concessão Rodoviária Juiz de Fora – Rio S.A. – Concer, Concebra Concessionária das Rodovias Centrais do Brasil S.A. e Transbrasiliana Concessionária de Rodovia S.A., denominadas em conjunto “controladas”, dependem de aportes de capital próprio e/ou de terceiros para cumprir com as dívidas vencidas nas controladas no exercício de 2016 e a vencer em 2017, conforme Notas Explicativas nº 18 e 32 i, ii), iv) e v). Os planos da Administração para continuidade operacional da Companhia e suas controladas estão descritas na Nota Explicativa nº 1 e preveem alienação de ativos, conforme descrito na Nota Explicativa nº 13. Esses eventos ou condições, juntamente com outros assuntos descritos nas referidas Notas Explicativas, indicam a existência de incerteza significativa que pode levantar dúvida quanto à capacidade de continuidade operacional da Companhia e de suas controladas.

As demonstrações financeiras individuais e consolidadas da Companhia foram preparadas no pressuposto da continuidade dos investimentos necessários para manutenção de suas operações. Nossa opinião não está ressalvada em relação a esse assunto.

Continuidade operacional da controlada em conjunto Aeroportos Brasil Viracopos S.A.

Sem ressaltar nossa conclusão, chamamos atenção para as Nota Explicativa nº 14 c) às demonstrações financeiras, que indica que a controlada indireta em conjunto Aeroportos Brasil Viracopos S.A. (“ABV”), controlada da Aeroportos Brasil S.A., incorreu no prejuízo de R\$164.506 mil durante o exercício findo em 31 de dezembro de 2016 e que, naquela data, apresenta insuficiência de capital circulante líquido de R\$ 479.705 mil e de R\$477.472 mil, individual e consolidado, respectivamente. Conforme descrito na referida nota explicativa, a ABV encontra-se em fase de reorganização financeira e operacional, de forma a equalizar sua insuficiência de capital circulante líquido, que decorre, principalmente, da retração econômica com reflexos em suas operações e do elevado endividamento, em especial relativo à outorga a pagar ao poder concedente pela concessão e a financiamentos obtidos com terceiros. Essas condições indicam a existência de incerteza significativa que

pode levantar dúvida quanto: (i) à capacidade de continuidade operacional da ABV, bem como de realização de seus ativos e de liquidação de seus passivos, caso o plano de reorganização financeira e operacional, que envolve a renegociação de suas obrigações junto ao poder concedente e junto a credores, não seja concluído conforme esperado pela Administração da ABV; e (ii) à realização, por consequência, do ativo mantido para venda da Companhia na Aeroportos Brasil S.A. registrado pelo montante de R\$340.967 mil nas demonstrações financeiras, individuais e consolidadas, de 31 de dezembro de 2016. Estas demonstrações financeiras foram preparadas no pressuposto de continuidade normal das operações da controlada indireta em conjunto ABV e não incluem quaisquer ajustes relativos à realização e classificação dos valores de ativos ou quanto aos valores e a classificação de passivos, que seriam requeridos na impossibilidade da ABV continuar operando.

Continuidade operacional da controlada Concessionária da Rodovia Osório - Porto Alegre S.A. – Concepa

Conforme descrito na Nota Explicativa nº 5 às demonstrações financeiras, a controlada Concessionária da Rodovia Osório – Porto Alegre S.A. – Concepa encerrará suas operações em 4 de julho de 2017, em razão da conclusão do prazo de concessão. As demonstrações financeiras da investida foram preparadas no pressuposto do encerramento do contrato de concessão. Nossa conclusão não está sendo ressalvada em função deste assunto.” (Grifos nosso)

4.4 Análise da Reação dos Investidores e da Reação do Mercado

O Gráfico 2 apresenta a evolução das cotações e do volume negociado das ações da empresa analisada. Os Gráficos 3 e 4 demonstram o retorno das ações e a variação no volume negociado das ações nas janelas de estimação e do evento, respectivamente.

**Gráfico 2
Evolução Volume e Preço da Ação TPIS3**

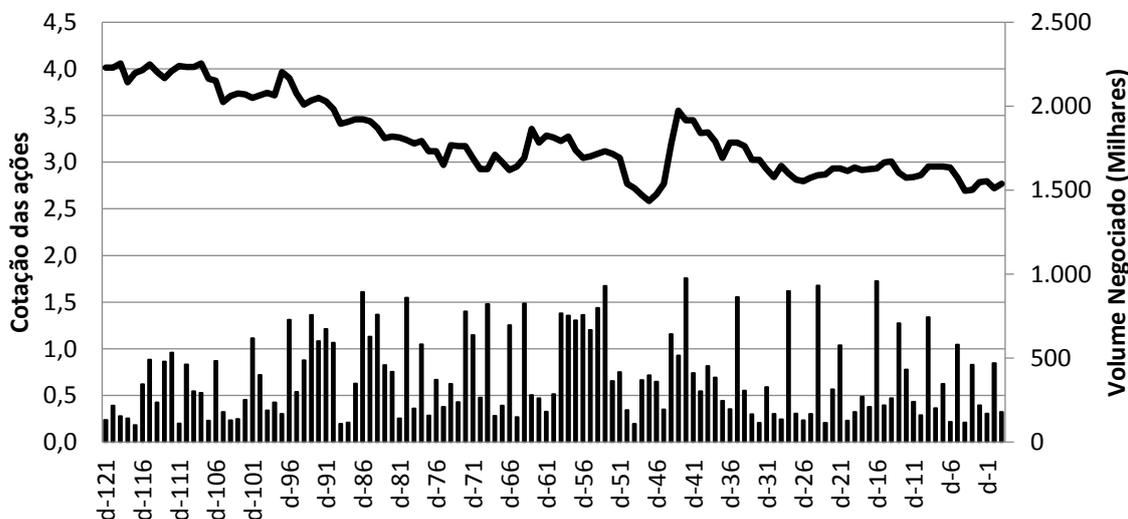


Gráfico 3
Evolução do Retorno das Ações TPIS3

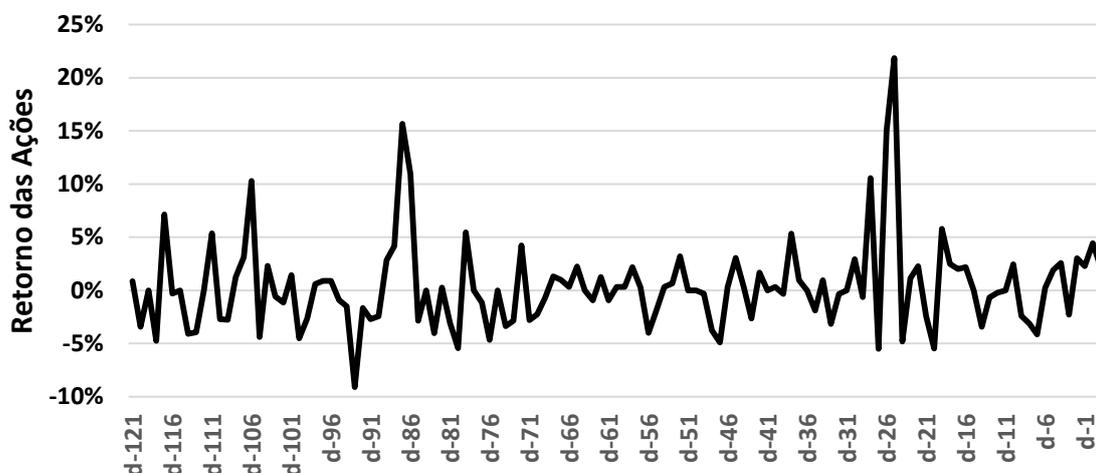
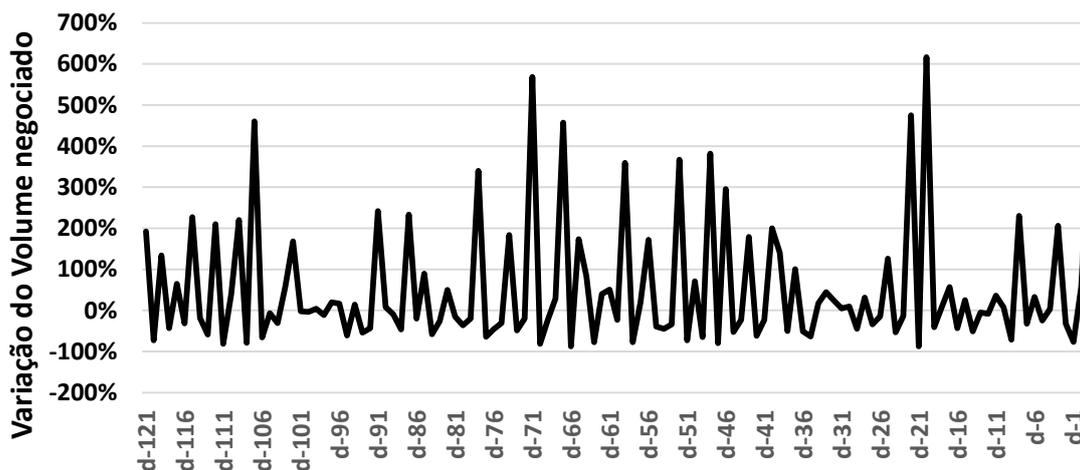


Gráfico 4
Evolução da Variação do Volume das Ações TPIS3



Na janela de estimação os preços das ações da empresa variaram entre 4,1 e 2,6 por ação

A tabela 2 apresenta os resultados da reação dos investidores e do mercado em geral à publicação das demonstrações contábeis acompanhadas de um parecer de auditoria com ênfase no risco de descontinuidade das atividades operacionais da empresa, emitido por uma firma de auditoria independente internacional.

Conforme observado no Painel 1, da Tabela 1, verifica-se a reação dos investidores a divulgação das demonstrações financeiras acompanhada do parecer dos auditores, com uma variação positiva significativa no Volume Negociado Anormal

Acumulado (VNAA) de 207,5% (sig.<10%) na janela do evento. Nota-se que o efeito se concentrou em d-1 (375,4%)

Com relação a reação do mercado, as evidências coletadas sugerem que também ocorreu um Retorno Anormal Acumulado positivo de 7,2% (sig.<10%) na janela do evento, embora os efeitos no dia do evento e nos dias anterior e posterior não tenham sido expressivos.

Tabela 1 – Resultado da reação dos investidores e do mercado da empresa

Ano da DFP	2016
Data e hora da Publicação	28/03/2017 (21h12)
Data do Evento (d ₀)	29/03/2017
Tipo das Ações	ON (TPIS3)

Painel 1 - Análise do impacto no Volume Anormal Negociado de Ações

<u>VNA</u>	<u>TPIS3</u>
d-1	375,4%*
d ₀	56,7%
d+1	-76,3%*
VNAA	207,5%*

Painel 2 - Análise do impacto no Retorno Anormal das Ações

<u>RA</u>	<u>TPIS3</u>
d-1	2,2%
d ₀	3,3%
d+1	1,7%
RAA	7,2%*
R ² Ajustado do Modelo	5,0%**

Fonte: Elaboração Própria.

Notas: (a) as siglas correspondem ao Retorno Anormal (RA), Retorno Anormal Acumulado (RAA), Volume Negociado Anormal (VNA), Volume Negociado Anormal Acumulado (VNAA), e as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DPF). (b) O título analisado (TPIS3) corresponde às ações ordinárias da empresa. (c) Para o volume foi utilizado o modelo da média e para o retorno foi utilizado o modelo de mercado, sendo que a janela de estimação utilizada foi de 120 dias antes da janela do evento. (d) Resultado do Teste t: * para 10% de significância, ** para 5% de significância, e *** para 1% de significância.

A análise estatística da variação do volume e do retorno das ações na janela do evento suportam a conclusão de que houve um efeito significativo em ambos na

janela do evento. Quanto ao volume, na janela de estimação observou-se uma variação média de 49,%, e um desvio padrão de 145,4%. Em d-1 o aumento do volume negociação foi bastante expressivo (375,4%, já descontado o valor médio esperado), que também se refletiu no acumulado na janela do evento (207,5%).

Quanto ao efeito no Retorno, que também foi significativo, vale destacar que, diferentemente do esperado pelo senso comum o efeito sobre o retorno não foi negativo. Isto é, os efeitos negativos esperados da divulgação do parecer com ênfase no risco de descontinuidade operacional sobre os preços de mercado não foram observados. Pressupõe-se que o mercado reagiu negativamente a tais informações, prevendo futuros problemas que se materializaram através da divulgação do parecer.

Possivelmente, as diversas informações negativas divulgadas pela Companhia nos últimos anos já tinham sido absorvidas no preço das ações e os investidores já esperavam por tal situação. Assim, o retorno positivo pode ser explicativo por uma melhora nas expectativas quando da divulgação das demonstrações financeiras.

Conforme explicitado anteriormente, em 22 de julho de 2017 a companhia divulgou a homologação do pedido de recuperação judicial, no dia seguinte à divulgação o valor da ação foi de R\$ 3,28, valor inferior ao preço de venda no d0, que foi de R\$ 4,36.

4.5 Comparação dos resultados observados com os estudos anteriores

O presente estudo foi baseado na pesquisa realizada por Silva, Lourenço e Sancovschi (2017), o estudo tinha como foco a análise da reação do mercado aos pareceres dos auditores independentes, com ênfase em continuidade de empresas de capital aberto após a adoção do IFRS no Brasil, onde estes utilizaram empresas até o ano de 2015 e sem análises qualitativas do parecer do auditor.

De um modo geral, o referido estudo demonstram que: (a) as empresas analisadas não apresentaram reação significativa no preço ou volumes negociados, como sugerido pela literatura; (b) os preços e volumes das ações negociadas das maiores empresas, provavelmente sujeitas a um maior acompanhamento e custo político, não foram impactados pelo anúncio do parecer dos auditores independentes; e (c) o parecer com ênfase sobre as incertezas sobre a continuidade operacional da empresa Ideiasnet impactou o preço e volumes negociados, sugerindo que o parecer

do auditor foi uma surpresa para o mercado. (SILVA, LOURENÇO E SANCOVSCHI, 2017, p. 11)

A tabela 2 apresenta uma comparação dos resultados do presente estudo com os resultados obtidos no estudo mencionado, onde foram analisadas três empresas.

Tabela 2 – Comparação dos resultados dos estudos

	TPS3 (ON)	IDNT3 (ON)	OIBR3 (ON)	OIBR4 (PN)	PDGR3 (ON)
Data do Evento (D ₀)					
	29/12/2017	31/03/2014	24/03/2016	24/03/2016	30/03/2016
Painel 1 - Volumes Anormal Negociados de Ações					
D+1	375,4%*	17,43%	-7,76%	-19,93%	-49,85%
D ₀	56,7%	176,61%*	5,58%	28,31%	91,47%*
D-1	-76,3%*	-87,79%	-47,58%	-61,11%	-76,38%
VNAA	207,5*	106,25%	-49,75%	-52,72%	-34,77%
Painel 2 - Retorno Anormal das ações					
D-1	2,2%	0,77%	-3,09%	-0,63%	-7,44%
D ₀	3,3%	-5,01%***	3,87%	5,86%	6,43%
D+1	1,7%	1,73%	-0,66%	-1,61%*	1,74%
VNAA	7,2*	-2,51%	0,11%	4,87%	0,73%

Fonte: Elaboração própria.

Notas: (a) Os dados das empresas IDNT3, IBR3, IBR4 e PDGR3 foram extraídos do estudo de Silva, Lourenço e Sancovschi (2017, p.8). (b) o método de estimação do volume anormal negociado das ações no presente estudo é distinto daquele utilizado no estudo conduzido por Silva, Lourenço e Sancovschi (2017). (c) *** para significância de 10%, ** para significância de 5%, * para significância de 1%.

Como observado na tabela 2, a empresa analisada neste estudo apresentou um resultado distinto do observado no estudo de Silva, Lourenço e Sancovschi (2017). Na empresa analisada ocorreu uma reação dos investidores e do mercado, para os efeitos acumulados na janela do evento, enquanto nas demais empresas esta situação não foi observada.

Como mencionado no estudo de Silva, Lourenço e Sancovschi (2017, p. 12), a divulgação dos pareceres do auditor independente para o caso analisado também não teve uma grande cobertura da mídia especializada e a reação do mercado não foi necessariamente negativa quando da divulgação do parecer do auditor com ênfase sobre a capacidade da empresa em continuar operando no futuro próximo.

Notadamente, as empresas indicadas na tabela 2 possuem características distintas quanto ao porte e ao setor de atuação. A empresa TPI – Triunfo e participações, que é o caso mais recente de parecer com ênfase em descontinuidade, atua em diversos setores (rodoviário, aeronáutico e de energia), já as demais, atuam em apenas um setor, sendo eles investimento em tecnologia, telecomunicação e no setor imobiliário.

Conjuntamente realizamos a comparação com o estudo da Paper (2018), onde é apresentado a importância das reapresentações voluntárias das demonstrações contábeis. Paper através da metodologia de Estudo de Evento de uma única empresa realizou o levantamento das empresas listadas no site da CVM que reapresentaram suas demonstrações financeiras de forma voluntárias e concluiu que alguns dos casos estudados apresentaram um aumento no volume de ações negociadas no ano da reapresentação. Verifica-se que na TPI – Triunfo, em dezembro de 2015 houve um pequeno aumento nas negociações ocorridas e que a reapresentação pode ter sido uma antecipação do risco de *going concern*.

Os resultados obtidos neste estudo permitem concluir que a reação dos investidores e do mercado variam caso a caso, dependendo das características gerais das empresas e das circunstâncias nas quais são divulgados os pareceres dos auditores independentes.

5. CONCLUSÃO

O presente estudo foi elaborado para que se interpretasse a reação do mercado perante a divulgação de um evento importante, risco de continuidade.

Conforme o apresentado no estudo percebemos que o mercado reagiu negativamente a emissão do parecer com risco em descontinuidade operacional antes da divulgação do mesmo, o que ocorreu devido aos fatos divulgados no mercado e publicações em jornais antecipou futuros problemas que se materializaram através da divulgação do parecer de auditoria.

Considerando estudos anteriores, identificamos que o mercado não reagirá sempre da mesma maneira e nem necessariamente de forma negativa (diminuição do valor de vendas das ações e redução da comercialização das ações no D0) a publicação de tal evento, a reação deste depende de diversos fatores tais como ambiente no qual a empresa está inserida, fatos externos relacionados ao mercado e outras informações divulgadas pelas empresas.

O presente trabalho contribui ao ampliar o entendimento sobre a utilização dos estudos de eventos para a avaliação de possíveis impactos a partir de um determinado evento, este estudo auxiliou também na percepção da importância e da responsabilidade do relatório do auditor independente e do impacto que causa no mercado e nos leitores das demonstrações financeiras. A partir dele, podemos verificar também que o parecer com risco em continuidade dificilmente vem apenas com esta ênfase ou ressalva, para a emissão de um relatório com risco em *going concern* o auditor independente, ano após ano, vem indicando em seu parecer as falhas e os problemas da companhia que podem gerar um risco de descontinuidade.

Para futuros estudos, sugere-se a ampliação dos casos analisados e de companhias que não tenham entrado em processo de recuperação judicial ou envolvida em algum grande evento (no caso da TPI – Triunfo, a mesma estava sendo investigada pela Lava Jato), pois este fato influencia em nossas análises, visto que é um evento de suma importância.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALBERTON, L.; MARQUART, A. Parecer de Auditoria das Companhias Listadas no Nível 1 de Governança Corporativa da *BOVESPA*: uma análise das ressalvas, ênfases e empresas de auditoria entre os anos de 2004 e 2007. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, Florianópolis, v.8, n.23, p 43-55, 2009.

ALMEIDA, Marcelo Cavalcanti. Auditoria: um curso moderno e completo. 5º ed. São Paulo: Atlas, 1996.

ARRUDA, M.P. et al. Repercussão do anúncio dos pareceres de auditoria no preço das ações das companhias abertas brasileiras. *Revista da Faculdade de Administração e Economia*, São Paulo, v. 4, n. 1, p. 230 -250, 2012.

BATISTA, C; PEREIRA, A; SILVA, A.;IMONIANA, J. Impacto dos Pareceres de Auditoria Na Variação do Retorno das Ações Preferenciais das Empresas Listadas na Bovespa, Trabalho Apresentado no Congresso da USP, retirado de < <https://congressousp.fipecafi.org/anais/artigos102010/163.pdf>> Acessado em 24 do 11 de 2018.

CAMPBELL, J., LO, A W., MACKINLAY, A. *The Econometric of Financial Markets*. New Jersey: Princeton University Press, 1997.

CAVALCANTE, Paulo Roberto Nóbrega. Uma contribuição ao Estudo das Responsabilidades dos Auditores Independentes no Brasil. Tese de Mestrado apresentado ao Departamento de Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. (1994, USP-Faculdade de São Paulo)

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento Técnico CPC 23. Políticas Contábeis, Mudança de Estimativa e Retificação de Erro. Aprovado em 26 de junho de 2009. Disponível em <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos->

Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=54. Acessado em 20 de novembro de 2018.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE NBC TA 705. Modificações na opinião do auditor independente. Aprovado em 17 de junho de 2016. Disponível em <<https://cfc.org.br/tecnica/normas-brasileiras-de-contabilidade/nbc-ta-de-auditoria-independente/>>. Acessado em 23 de novembro de 2018.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE NBC TA 700. Formação da opinião e emissão do relatório do auditor independente sobre as demonstrações contábeis. Aprovado em 17 de junho de 2016. Disponível em < <https://cfc.org.br/tecnica/normas-brasileiras-de-contabilidade/nbc-ta-de-auditoria-independente/>>. Acessado em 23 de novembro de 2018.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE NBC TA 706. Parágrafos de ênfase e parágrafos de outros assuntos no relatório do auditor independente. Aprovado em 17 de junho de 2016. Disponível em < <https://cfc.org.br/tecnica/normas-brasileiras-de-contabilidade/nbc-ta-de-auditoria-independente/>>. Acessado em 23 de novembro de 2018.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE NBC TA 200. Objetivos gerais do Auditor Independente e a Condução da Auditoria em Conformidade com as normas de Auditoria. Aprovado em 05 de maio de 2016. Disponível em <<https://cfc.org.br/tecnica/normas-brasileiras-de-contabilidade/nbc-ta-de-auditoria-independente/>>Acessado em 23 de novembro de 2018.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE NBC TA 705. Modificações na opinião do auditor independente. Aprovado em 17 de junho de 2016. Disponível em <<https://cfc.org.br/tecnica/normas-brasileiras-de-contabilidade/nbc-ta-de-auditoria-independente/>>. Acessado em 23 de novembro de 2018.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE NBC TA 700. Formação da opinião e emissão do relatório do auditor independente sobre as demonstrações contábeis.

Aprovado em 17 de junho de 2016. Disponível em <<https://cfc.org.br/tecnica/normas-brasileiras-de-contabilidade/nbc-ta-de-auditoria-independente/>>. Acessado em 23 de novembro de 2018.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE NBC TA 706. Parágrafos de ênfase e parágrafos de outros assuntos no relatório do auditor independente. Aprovado em 17 de junho de 2016. Disponível em <<https://cfc.org.br/tecnica/normas-brasileiras-de-contabilidade/nbc-ta-de-auditoria-independente/>>. Acessado em 23 de novembro de 2018.

EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/>>. Acessado em 01/11/2018.

Endividamento é só um dos problemas da Triunfo. Disponível em <<http://www.triunfo.com/show.aspx?idMateria=TinVtGJoxI/NEu0ahWb45->> acessado em 01/11/2018.

Triunfo: Recuperação Judicial de Viracopos é Protocolada. Disponível em <<https://exame.abril.com.br/negocios/triunfo-recuperacao-judicial-de-viracopos-e-protocolada/>> - Acessado em 12 de novembro de 2018.

Triunfo Participações pede recuperação extrajudicial. Disponível em <<https://www.valor.com.br/empresas/5049106/triunfo-participacoes-pede-recuperacao-extrajudicial>> - Acessado em 12 de novembro de 2018.

ISHIKAWA, M.; JÚNIO, Vicente. A Responsabilidade e o papel da Auditoria Independente de Demonstrações Contábeis. São Paulo, 2002.

LIMA, Álvaro V.; GRATZ, Deborah S. N.; SILVA, Márcia R.; CARVALHO, Frederico A. Análise comparativa dos modelos de cálculo de retornos anormais com base no evento recompra de ações na Bovespa. Revista de Contabilidade de Ciências Contábeis da UERJ. Rio de Janeiro, v. 17, n. 3, p. 24-40, set./dez., 2012.

MACKINLAY, A. Event Studies in Economic and Finance. **Journal of Economic Literature**, v. XXXV, p. 13-39, março 1997.

Novo relatório do auditor, transparência e compromisso com a sociedade. Disponível em < <http://www.ibracon.com.br/ibracon/Portugues/detNoticia.php?cod=3951>>. Acessado em 11 de dezembro de 2018.

PAPER, T. Qual a relevância das republicações voluntárias das demonstrações financeiras para os investidores brasileiros? Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Contábeis) – UFRJ- Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2018

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO – PUC RIO – A metodologia dos estudos de evento. Disponível em < https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/9878/9878_6.PDF> acessado em 26 de novembro de 2018

SILVA, A. H. C.; LOURENÇO, T. S.; SANCOVSCHI, M. Reação do Mercado aos Pareceres dos Auditores sobre Incertezas quanto à Continuidade Operacional de Empresas de Capital Aberto após a Adoção do IFRS. **Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, v. 19, n. 70, p. 4-13. 2017.

SOARES, R.; ROSTAGNO, L.; SOARES, K. Estudo de Evento: O Método e as formas de cálculo do retorno anormal. Disponível em <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/enanpad2002-fin-1440.pdf>> Acessado em 26 de novembro de 2018

TOLEDO, L. F.; SANCOVSCHI, M. A relevância relativa do lucro: um estudo com base no volume de ações negociadas. In: VI Congresso Nacional de Administração e Contabilidade – AdCont. Rio de Janeiro. Anais... Recuperado de: <<http://adcont.net/index.php/adcont/adcont2015>>.

SHIAVO, V. Novo Relatório Independente: Uma análise do Conteúdo dos Principais Assuntos de Auditoria nas Empresas da Região Sul do Brasil Listadas Na BM&FBOVESPA. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Contábeis) – Universidade de Caxias do Sul, 2017.

APÊNDICE I – Estimadores para os parâmetros do modelo de mercado para o retorno e a variação do volume

