

UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS - UFG
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS
ECONÔMICAS – FACE
BACHARELADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

SCARLET SILVA DE JESUS

**ANÁLISE DOS EFEITOS DA RECLASSIFICAÇÃO DE TÍTULOS HÍBRIDOS NOS
INDICADORES DE DESEMPENHO DE EMPRESAS ABERTAS BRASILEIRAS**

GOIÂNIA, GO

2019

Universidade Federal de Goiás
 Pró-Reitoria de Pesquisa e Pós-Graduação
 Sistema de Bibliotecas - Biblioteca Central
 Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Economia
 Campus Samambaia – Caixa Postal 411 74001-970 Goiânia-GO
 Fone (62) 3521-1183. Fax (62) 3521-1396

TERMO DE CIÊNCIA E DE AUTORIZAÇÃO PARA DISPONIBILIZAR AS MONOGRAFIAS ELETRÔNICAS NO REPOSITÓRIO INSTITUCIONAL DE MONOGRAFIAS DA UFG – RIUFG

1. Identificação do material bibliográfico monografia:

Graduação Especialização

2. Identificação do Trabalho de Conclusão de Curso

Autor (a):	Scarlet Silva de Jesus		
E-mail:	scarletsilva.ss@gmail.com		
Seu e-mail pode ser disponibilizado na página?	<input checked="" type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	
Título:	Análise dos Efeitos da Reclassificação de Títulos Híbridos nos Indicadores de Desempenho de Empresas Abertas Brasileiras		
Palavras-chave:	Passivo Financeiro. Patrimônio Líquido. Títulos Híbridos		
Título em outra língua:	Analysis of the Effects of Hybrid Bond Reclassification on Performance Indicators of Brazilian Listed Companies		
Palavras-chave em outra língua:	Financial Liabilities. Equity Instruments. Hybrid Bond		
Data defesa: (dd/mm/aaaa)	03/12/19		
Graduação/Curso	Ciências Contábeis		
Especialização:			
Orientador (a):	Prof. Dr. Carlos Henrique Silva do Carmo		

DECLARAÇÃO DE DISTRIBUIÇÃO NAO-EXCLUSIVA

O referido autor:

- a) Declara que o documento em questão é seu trabalho original, e que detém prerrogativa de conceder os direitos contidos nesta licença. Declara também que a entrega do documento não infringe, tanto quanto lhe é possível saber, os direitos de qualquer outra pessoa ou entidade.
- b) Se o documento em questão contém material do qual não detém os direitos de autor, declara que obteve autorização do detentor dos direitos de autor para conceder à Universidade Federal de Goiás os direitos requeridos por esta licença, e que esse material cujos direitos são de terceiros está claramente identificado e reconhecido no texto ou conteúdo do documento em questão.

TERMO DE AUTORIZAÇÃO

Na qualidade de titular dos direitos do autor do conteúdo supracitado, autorizo a Biblioteca Central da Universidade Federal de Goiás a disponibilizar a obra, gratuitamente, por meio do Repositório Institucional de Monografias da UFG (RIUFG), sem ressarcimento dos direitos autorais, de acordo com a Lei nº 9610/98, o documento conforme permissões assinaladas abaixo, para fins de leitura, impressão e/ou *download*, a título de divulgação da produção científica brasileira, a partir desta data, sob as seguintes condições:

Permitir uso comercial de sua obra? Sim Não

Permitir modificações em sua obra?

Sim

Sim, contanto que outros compartilhem pela mesma licença.

Não

A obra continua protegida por Direito Autoral e/ou por outras leis aplicáveis. Qualquer uso da obra que não o autorizado sob esta licença ou pela legislação autoral é proibido.

Local e data Goiânia 06/12/2019

Scarlet Silva de Jesus

Assinatura do Autor e/ou Detentor dos Direitos Autorais

Prof. Dr. Edward Madureira Brasil
Reitor da Universidade Federal de Goiás

Profa. Dra. Flávia Aparecida de Oliveira
Pró-reitora de Graduação da Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Emerson Santana de Souza
Coordenador do curso de Ciências Contábeis

UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS - UFG
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS
ECONÔMICAS – FACE

SCARLET SILVA DE JESUS

**ANÁLISE DOS EFEITOS DA RECLASSIFICAÇÃO DE TÍTULOS HÍBRIDOS NOS
INDICADORES DE DESEMPENHO DE EMPRESAS ABERTAS BRASILEIRAS**

Trabalho de conclusão de curso apresentado como exigência para obtenção do título de Bacharel no curso de Ciências Contábeis da Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas – FACE da Universidade Federal de Goiás – UFG, sob a orientação do professor Dr. Carlos Henrique Silva do Carmo.

GOIÂNIA, GO
2019

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor, através do Programa de Geração Automática do Sistema de Bibliotecas da UFG.

Silva de Jesus, Scarlet

Análise dos Efeitos da Reclassificação de Títulos Híbridos nos Indicadores de Desempenho de Empresas Abertas Brasileiras [manuscrito] / Scarlet Silva de Jesus. - 2019.

27 f.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Henrique Silva do Carmo.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade Federal de Goiás, Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas (FACE), Ciências Contábeis, Goiânia, 2019.

Bibliografia.

Inclui tabelas.

1. Passivo Financeiro. 2. Patrimônio Líquido. 3. Títulos Híbridos. I. Silva do Carmo, Carlos Henrique, orient. II. Título.

CDU 657

Scarlet Silva de Jesus

Análise dos Efeitos da Reclassificação de Títulos Híbridos nos Indicadores de Desempenho de Empresas Abertas Brasileiras

Trabalho de Conclusão de Curso (monografia) submetido e defendido publicamente na Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas (Face) da Universidade Federal de Goiás (UFG) como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis, aprovado pela seguinte Comissão Examinadora:



Prof. Dr. Carlos Henrique Silva do Carmo - Orientador(a)
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Dr. Ilírio José Rech - Avaliador(a)
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Dra. Camila Araújo Machado - Avaliador(a)
Universidade Federal de Goiás (UFG)

Goiânia (GO), 03 de dezembro de 2019.

RESUMO

Este estudo teve como objetivo analisar os efeitos da forma de reconhecimento dos títulos híbridos nos indicadores de desempenho das empresas brasileiras que possuíam este título reconhecido em suas demonstrações financeiras entre os anos de 2010 a 2017. Embora não haja uma regra estabelecida pelo IFRS quanto à classificação dos títulos híbridos, a Comissão de Valores Mobiliários no ano 2011 determinou que títulos com características híbridas devem ser classificados como passivo financeiro. Para a análise, foram utilizados os indicadores Participação de Capital de Terceiros; Composição do Endividamento; Endividamento Geral; Liquidez Geral e Retorno sobre Patrimônio Líquido. Foi feita a reclassificação dos títulos híbridos de passivo financeiro para patrimônio líquido e assim, analisado o efeito dessa reclassificação nos indicadores. Em seguida, foi realizado o teste de normalidade para inferir a forma de distribuição dos dados, testes paramétricos e não-paramétricos para determinar se as diferenças nas médias possuem significância e a estatística D de Cohen, para verificar o grau da relevância da diferença. Os resultados demonstraram que houve alterações nas médias dos indicadores, embora nem todas diferenças tenham sido consideradas significativas. Apenas para o Endividamento Geral não só houve significância, como também apresentou uma diferença relevante, de média para grande, segundo a estatística D-Cohen.

Palavras chaves: Passivo Financeiro. Patrimônio Líquido. Títulos Híbridos.

1. INTRODUÇÃO

A alta competição do mercado provocada pela globalização crescente dos produtos e serviços oferecidos pelas empresas fez despontar a necessidade entre as empresas de novas formas de captação de recursos. Segundo Guedes, de Paula e Pereira (2010) com o surgimento de diferentes formas de captação sucedeu-se uma crescente necessidade de conhecimento sobre como buscar esses recursos de modo que o custo para a empresa seja reduzido.

Algumas empresas brasileiras, tendo em vista o cenário competitivo atual, encontraram no lançamento de títulos perpétuos, uma maneira de captarem seus recursos no mercado externo.

De acordo com Flores (2016) títulos perpétuos são títulos de dívidas emitidos sem prazo de vencimento para o pagamento do valor principal, sendo pago apenas juros ao longo do tempo, podendo esse ser postergado, se assim o emissor decidir. Normalmente, entre as condições contratuais desse tipo de título, também há a possibilidade de recompra por parte do emissor após 5 (cinco) anos da data de emissão.

Por conta do risco da operação de longo prazo, as taxas de juros estabelecidas nas operações com esses títulos costumam ser maiores que as definidas em outros modelos de captação, fazendo com que esse tipo de título se torne atrativo para os investidores (VALOR ECONÔMICO, 2012).

Por suas características, o título perpétuo também é conhecido como título híbrido, por possuir características tanto de capital próprio, quanto de dívida, gerando assim, dúvidas sobre qual seria a sua forma de reconhecimento. As normas brasileiras não possuem um posicionamento claro sobre como o título deve ser contabilizado, implicando em empresas que os classificam como capital próprio, enquanto outras os classificam como passivo (VALOR ECONÔMICO, 2012).

Segundo o site do Banco do Brasil, a empresa no ano de 2006 captou U\$ 500 milhões em títulos perpétuos, que foram classificados como patrimônio líquido pela empresa. Já no caso da Energisa, que em 2011 também emitiu títulos perpétuos, os títulos inicialmente foram reconhecidos como patrimônio líquido, mas após análise e recomendação da Superintendência de Relações com Empresas (SEP) da CVM, os mesmos foram reclassificados como títulos de dívidas (CVM, 2011). Após recurso da Energisa, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) se manifestou concordando com as determinações feitas pela SEP (AMENDOLA; BATISTA; SZUSTER, 2015).

O tema apresenta grande importância para o processo contábil, tanto que em junho de 2018 o International Accounting Standards Board (IASB) publicou o *Discussion Paper: Financial Instruments with Characteristics of Equity* sobre o assunto, buscando discutir o melhor tratamento dos instrumentos financeiros com características híbridas pelos emissores. O período de consulta pública estava aberto para comentários até 7 de janeiro de 2019, e após o encerramento deste, embora o Conselho tenha optado por não estabelecer nenhum tipo de posicionamento definitivo por parte dos emissores, já há um cronograma para discussões dos comentários recebidos, e assim, emissão de opinião da forma de reconhecimento por parte do Conselho do IASB.

A discussão sobre o reconhecimento dos títulos híbridos também pode ser avaliada a partir da IAS 32, convertida no Brasil pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) no CPC 39, que trata dos Instrumentos Financeiros - Apresentação. Segundo essa norma, o reconhecimento desses instrumentos financeiros deve ser feito sob o olhar da essência do acordo contratual estabelecido no momento da emissão dos títulos e também observando as características que definem os títulos como passivo financeiro e instrumento patrimonial.

Apesar do posicionamento da SEP no Brasil, pela classificação dos títulos como Passivo, endossada pela CVM ir de maneira contrária ao posicionamento de outros países que utilizam a IFRS, como Áustria, França, Alemanha e Reino Unido (FLORES, 2016), não existe ainda normas internacionais que tratam do modo que os títulos híbridos devem ser contabilizados. Por isso, abriu-se espaço para a discricionariedade de sua classificação, e indicando uma escolha entre a classificação como Patrimônio Líquido ou como Passivo, podendo gerar um comportamento oportunista no gestor da empresa.

Essa discricionariedade na classificação dos títulos híbridos como patrimônio ou dívida pode impactar diretamente e de forma relevante na estrutura de capital da empresa. Segundo Gaspar, Gaspar e Lopes (2013) para uma tomada de decisão correta por parte dos usuários das demonstrações contábeis é necessário que a situação da empresa seja apresentada de forma verdadeira e parte importante dessa análise é a adequada avaliação da estrutura de capital.

Com o potencial conflito entre o agente e o principal estudado pela Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976) pode-se sugerir que a decisão dos gestores na classificação dos títulos híbridos poderia ser utilizada como forma de manipulação de determinados indicadores econômicos utilizados pela empresa e que são necessários para os usuários das informações contábeis no momento de análise.

Os agentes tomadores de decisão dentro de uma empresa sempre tem que tomar decisões dentre as escolhas contábeis disponíveis e essa decisão está diretamente ligada ao reconhecimento dos títulos híbridos, visto que a escolha de emissão ou não e a escolha de como será a classificação desses títulos terão impactos nas demonstrações contábeis e indicadores financeiros da empresa emissora (FIELDS; LYS; VINCENT, 2001).

Desse modo, considerando que a decisão do gestor pode apresentar reflexos nos indicadores das empresas, o problema de pesquisa a ser respondido é: **Qual o efeito da forma de reconhecimento dos títulos híbridos nos indicadores de desempenho das organizações emitentes desses títulos?**

Considerando o contexto apresentado, **o objetivo deste estudo é investigar os efeitos da forma de reconhecimento dos títulos híbridos nos indicadores de desempenho das organizações emittentes desses títulos.**

Este trabalho visa auxiliar a academia, reguladores e investidores na compreensão sobre os efeitos nos indicadores financeiros de uma empresa que opta pela emissão de títulos perpétuos, sob a ótica dos potenciais impactos de sua classificação dentro do ambiente econômico das organizações. A crescente necessidade de melhor entendimento sobre o tema, em vista da inevitabilidade de novas emissões com as mesmas características por outras empresas, é um dos fatores considerados na escolha do tema.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1. Impacto das Escolhas Contábeis

As escolhas contábeis feitas pelos agentes tomadores de decisão dentro de uma empresa sempre foram tema relevante a ser estudado (FIELDS; LYS; VINCENT, 2001) e está diretamente ligado ao reconhecimento dos títulos híbridos, visto que a escolha de emissão ou não e as escolhas de classificação dos mesmos, tem impacto direto nas demonstrações contábeis e conseqüentemente no desempenho e posição financeira da empresa emissora. Essa indefinição quanto ao registro contábil, surge da ausência de uma norma para o tratamento do título.

Fields, Lys e Vincent (2001, p. 256) definem escolha contábil como:

Qualquer decisão cuja finalidade principal seja influenciar (na forma ou na substância) a saída do sistema contábil de uma maneira particular, incluindo não apenas as demonstrações financeiras publicadas de acordo com o GAAP, mas também as declarações fiscais e regulamentares.

O principal ponto da definição é que as escolhas contábeis podem influenciar no reconhecimento, na mensuração, no nível de divulgação e na apresentação das informações contábeis, potencialmente afetando o desempenho e a posição financeira de uma empresa.

Os autores classificaram as hipóteses de incentivos para o uso das escolhas contábeis em três grandes motivos: os custos de agência que estão relacionados a questões contratuais (JENSEN E MECKLING, 1976; WATTS E ZIMMERMAN, 1986); a assimetria informacional; e a presença de externalidades, como a regulamentação da contabilidade e de suas divulgações (FIELDS; LYS; VINCENT, 2001).

O primeiro motivo para incentivo no uso das escolhas contábeis está relacionada com a diminuição dos custos de agência, que são os gastos incorridos para garantir que os interesses dos administradores sejam os mesmos que os dos acionistas, reduzindo-se portanto o comportamento oportunista dos primeiros (JENSEN E MECKLING, 1976; WATTS E ZIMMERMAN, 1986).

O segundo motivo para uso das escolhas é revelar aspectos particulares da empresa para o mercado (investidores e credores) de maneira a permitir um entendimento mais adequado sobre as características particulares e desempenho da entidade. Já o terceiro motivo pelo qual os gestores se utilizam das escolhas contábeis é a presença de externalidades, que são incentivos originados de interferências políticas, sociais, regulamentares (como a tributação) que visam influenciar a opinião de terceiros, além de investidores e credores, por meio da escolha contábil feita (FIELDS; LYS; VINCENT, 2001).

Para aplicar os conceitos aceitos nas normas contábeis é usual que seja necessário para o tomador da decisão exercer julgamentos acerca das escolhas contábeis, e é ao definir a escolha que melhor beneficie a entidade ou baseada em motivações pessoais que o agente gera uma assimetria informacional, podendo prejudicar a qualidade da informação (FIELDS, LYS E VINCENT, 2001; WATTS E ZIMMERMAN, 1986).

Dessa forma, no que se refere ao lançamento de títulos híbridos, os gestores ao optar por esse título que ainda gera dúvidas quanto a sua correta contabilização, podem utilizá-los como mecanismos de manipular informações relacionadas, por exemplo, ao nível de endividamento da empresa e ao grau de alavancagem, fornecendo informações que podem gerar entendimento errado por parte do usuário, da verdadeira realidade da empresa.

2.2. Reconhecimento de Títulos Híbridos

Com o objetivo de estabelecer os princípios básicos da apresentação dos instrumentos financeiros passivos e de patrimônio líquido, pela perspectiva do emissor, o International Accounting Standards Board (IASB) divulgou em dezembro de 2003 a norma IAS 32 – Financial Instruments: Presentation, que no Brasil foi traduzida pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), dando origem em 19 de novembro de 2009 ao CPC 39 - Instrumentos Financeiros: Apresentação.

A norma conceitua instrumentos financeiros como “qualquer contrato que dê origem a um ativo financeiro para a entidade e a um passivo financeiro ou instrumento patrimonial para outra entidade.” (CPC 39, item 11). No entanto, quando um instrumento financeiro apresenta

tanto características de um passivo financeiro e de um instrumento patrimonial, é conhecido como título híbrido e é necessário estabelecer critérios adicionais para a tomada de decisão da classificação deste instrumento financeiro, o que não ocorre atualmente na norma.

Segundo Flores (2016), há circunstâncias em que para definir a classificação de um título financeiro é necessário indagar quais os fatores determinantes para esse posicionamento e quais os resultados que essa classificação pode causar. Essa constatação reforça o que é exposto no CPC 39, de que o reconhecimento de instrumentos financeiros deve observar a essência do acordo contratual estabelecido no momento da emissão dos títulos e também observando as características que definem os títulos como passivo financeiro e instrumento patrimonial.

Adicionalmente, buscando categorizar os diferentes atributos dos títulos financeiros emitidos, Ryan et al. (2001) definiu que instrumentos financeiros podem ser subdivididos em três categorias diferentes: instrumentos simples; instrumentos compostos; e instrumentos híbridos.

Instrumentos simples seriam aqueles em que suas características os definem diretamente como um passivo ou patrimônio, como é o caso de ações ordinárias. Instrumentos compostos possuem características tanto de dívida como patrimoniais e desse modo deve ser feita a segregação desses dois elementos e separá-los no momento da apresentação, e embora apresentem características de ambos instrumentos financeiros, podem ser definidos como passivo ou patrimônio, e não como ambos, exemplificado com as debêntures conversíveis em um número de ações. E por último, instrumentos híbridos, em que as características de dívida e patrimoniais não podem ser separadas para o reconhecimento, devendo ela ser feita toda no passivo ou patrimônio líquido (RYAN et al., 2001).

Apesar das classificações sugeridas por Ryan et al. (2001) ainda não existem normas internacionais para tratar especificamente dessa classificação e reconhecimento de títulos híbridos. Em uma primeira tentativa o *Discussion Paper* sobre os instrumentos financeiros híbridos foi publicado porque a distinção entre títulos financeiros passivos e patrimoniais fornecem informações importantes nas demonstrações financeiras, e estão diretamente ligadas com o desempenho financeiro da empresa.

O IASB buscou através do *Discussion Paper*, emitido em junho de 2018, tendo ficado aberto para consulta até janeiro de 2019, identificar quais os principais desafios em relação a elaboração dos relatórios financeiros com a emissão desses títulos; as possíveis abordagens

para tratar do assunto; e se a abordagem preferida pelo Conselho deve ser desenvolvida como um padrão a ser seguido.

Em 23 de outubro de 2019, após o encerramento da consulta pública, que contou com o envio de 128 cartas com comentários, novamente o Conselho se reuniu, em particular, para discutir questões práticas que poderiam ser abordadas no escopo do projeto e um cronograma indicativo para o início esperado das deliberações da Diretoria sobre cada questão.

Novamente, o conselho não tomou nenhuma decisão sobre a classificação dos títulos híbridos, aguardando pelas próximas reuniões, as quais ainda não tiveram o cronograma liberado, para tomarem decisões baseadas nas análises elaboradas através dos comentários do *Discussion Paper*.

O documento de discussão trata dos desafios apresentados na aplicação do IAS 32; das melhores abordagens quanto à classificação dos instrumentos financeiros com base nas reivindicações e efeitos nas finanças e desempenho da entidade; e das informações necessárias sobre os instrumentos financeiros passivos e patrimoniais para uma apresentação correta.

Embora a IAS 32 estabeleça os princípios para a apresentação dos instrumentos financeiros como patrimoniais ou passivos, no entendimento do Conselho do IASB, nem sempre ela apresenta de forma clara a base de critérios para a classificação desses instrumentos, gerando dificuldades quando se trata de títulos com características mais complexas. Além disso, a organização também compreende que a IAS não fornece justificativas claras para os critérios exigidos no momento da classificação, e a norma também falha em proporcionar informações sobre os instrumentos financeiros patrimoniais (IFRS, 2018).

2.3. Evidências Empíricas no Reconhecimento de Títulos Híbridos

No âmbito internacional, buscando entender qual o impacto no risco sistemático das entidades emissoras de títulos híbridos, Kimmel e Warfield (1995) buscaram fornecer evidências empíricas sobre o entendimento do mercado em relação aos riscos ligados à emissão destes títulos, pois, se o mercado considerar as características de títulos híbridos semelhante à dívida, o risco enxergado para este título também deve ser considerado o mesmo que o risco de uma dívida.

Foram feitos testes em 239 empresas com ações preferenciais resgatáveis entre o período de 1979 e 1989 e as evidências encontradas apontam que estes títulos híbridos não possuem um impacto semelhante ao de dívida no risco sistemático das empresas. Também foi possível inferir que o julgamento do mercado está ligado diretamente com as características que este título possui, por exemplo, ações preferenciais resgatáveis com direito à voto remetem à ações ordinárias que na percepção do mercado o risco sistemático é equivalente à patrimônio líquido (KIMMEL; WARFIELD, 1995).

Levi e Segal (2014) analisaram qual o impacto das classificações na decisão da empresa de emitir títulos híbridos, testando a influência da classificação desses títulos nos indicadores financeiros. A análise foi feita a partir da adoção do Statement of Financial Accounting Standards - SFAS 150, norma emitida pelo FASB que estabeleceu a obrigatoriedade das empresas, nos Estados Unidos, de reconhecerem esse título com características híbridas como um passivo financeiro.

Os autores analisaram empresas emissoras de títulos híbridos, entre 1981 e 2011, período que engloba o antes e após a SFAS 150. Para análise foram utilizadas as variáveis: relação entre dívida e ativo; índice de cobertura de juros; alíquota de imposto de renda; compensação de prejuízo fiscal; tamanho da empresa e EBIT.

Após a adoção da SFAS 150, que obriga a classificação como passivo nos Estados Unidos, houve uma diminuição no número de emissões desses títulos com a perda da possibilidade de reconhecimento como patrimônio. Os resultados da pesquisa demonstraram que os administradores preferem títulos que possam ser classificados como instrumentos patrimoniais, visto que essa classificação tem um efeito redutor na alavancagem financeira, redução dos tributos e evitou o aumento da dívida da empresa com essa captação de recursos.

Pesquisas empíricas retratando o reconhecimento de títulos híbridos ainda são insipientes e poucos trabalhos no Brasil se debruçam sobre esse tema.

No Brasil, com o objetivo de analisar como a estrutura de capital e indicadores econômicos de uma empresa emissora de títulos híbridos é afetada pelo reconhecimento dos mesmos Gaspar, Gaspar e Lopes (2013) analisaram como o reconhecimento de debêntures conversíveis, que possuem características de títulos híbridos, influenciaram na estrutura de capital de uma empresa de capital aberto brasileira, que atua no setor de alimentos no Brasil e no exterior.

No ano de 2010 a empresa analisada pelo estudo emitiu debêntures conversíveis que foram contabilizadas como patrimônio, mas após decisão da CVM teve que reclassificar os

títulos como passivos financeiros, causando alteração nas demonstrações financeiras e índices financeiros da entidade. A participação de capital de terceiros obteve um aumento, demonstrando uma piora do índice com um aumento de 124,24% no endividamento da empresa, embora a qualidade do capital tenha melhorado, com uma diminuição do índice de Composição de endividamento de 38% para 28%, demonstrando maior folga financeira para a empresa.

Os autores puderam concluir que a forma como a empresa do estudo de caso reconhece a emissão das debêntures conversíveis resultou em alterações na estrutura de capital da empresa. E que a reclassificação estabelecida pela CVM foi correta, visto que após a reclassificação como um passivo financeiro a entidade passou a evidenciar de maneira mais fidedigna os recursos aplicados na empresa.

De maneira complementar, Flores (2016) buscou avaliar a relevância informacional que a contabilização dos instrumentos financeiros híbridos como patrimônio possuem. O estudo analisou os efeitos do registro patrimonial de instrumentos financeiros híbridos no mercado internacional, considerando uma amostra *cross-country*, ou seja, analisando como o reconhecimento desses títulos híbridos se diferenciam entre os países e quais os efeitos. Foram utilizadas empresas emissoras de títulos com características híbridas como “grupo de interesse” e empresas similares, mas não emittentes de títulos híbridos para compor o “grupo de controle”. No total obteve-se uma amostra de 146 empresas, sendo 39 do grupo de interesse e 107 do grupo de controle, as quais foram analisadas entre dezembro de 2005 e dezembro de 2015, de forma trimestral.

Foi empregado pelo autor, para embasar os aspectos relevantes para emissão destes títulos, três elementos: otimização da estrutura de capital; melhoria dos indicadores financeiros e obtenção de benefícios tributários (LEE E FIGLEWICZ, 1999 apud FLORES, 2016). Esses aspectos buscaram responder qual o impacto nos preços das ações dos emissores de títulos híbridos; quais as variações nos retornos das ações após a emissão destes títulos; efeitos da emissão no custo e estrutura de capital das empresas; se houve inferências quanto à tributação sobre o lucro; e por último, analisar a capitalização de mercado pelas empresas emittentes do título.

Em linhas gerais, Flores (2016) concluiu que o reconhecimento dos títulos híbridos como instrumento patrimonial são relevantes na definição dos preços e retornos acionários. Dessa forma, pôde inferir que a elucidação da emissão e forma de classificação dos títulos é

de relevância para o IASB, bem como para os órgãos reguladores de cada jurisdição, como a CVM no caso do Brasil.

Dessa forma, foi possível identificar através dos resultados obtidos nas pesquisas realizadas tanto no âmbito nacional quanto no internacional, que a forma escolhida para a classificação dos títulos híbridos adotadas pelas empresas emissoras podem gerar alterações nos indicadores e assim, nas informações fornecidas aos usuários das demonstrações contábeis.

Relacionando estes estudos à essa pesquisa, ela busca analisar os efeitos da reclassificação dos títulos híbridos, como realizado no estudo de caso de Gaspar, Gaspar e Lopes (2013), para analisar qual o efeito e se há alterações na estrutura de capital das empresas emitentes de títulos híbridos. Levi e Segal (2014), também analisaram o impacto das classificações nos indicadores financeiros e adicionalmente se essa classificação influenciou no número de emissões. Isso porque como Flores (2016) constatou, é importante retratar de forma verdadeira a natureza do título para que não gere interpretações errôneas por parte dos usuários.

3. METODOLOGIA

Com o intuito de identificar os efeitos da forma de reconhecimento dos títulos híbridos no indicadores de desempenho, foi verificado através de notícias e matérias em sites financeiros e de órgãos reguladores quais empresas brasileiras não financeiras de capital aberto possuíam títulos perpétuos reconhecidos em suas demonstrações contábeis no período de 2010 a 2017.

Para a busca foram utilizados os seguintes termos, que se referem aos títulos híbridos: títulos perpétuos; perpetual bonds; bonds perpétuos; dívida perpétua; bônus perpétuos; notas perpétuas; e notas perpétuas híbridas. Foram identificadas 8 (oito) empresas emitentes desses títulos: Energisa; BR Malls; Gol; Braskem; Minerva; General Shopping; BR Properties; e Lupatech. A fim de identificar os valores e características dos títulos híbridos, foram analisadas as notas explicativas das referidas empresas.

As empresas BR Malls e Lupatech, emitiram os títulos perpétuos no ano de 2007, enquanto a Gol e Braskem, emitiram em 2006 e 2005, respectivamente, períodos anteriores à adoção do IFRS no Brasil. Com o intuito de proporcionar maior confiabilidade na análise, os

saldos considerados para essas empresas foram aqueles apresentados no ano de 2010, quando a aplicação das normas internacionais contábeis no país estava completa.

Para investigar os impactos decorrentes da classificação desses títulos nos indicadores econômicos financeiros das empresas emissoras, os títulos híbridos classificados como passivo, foram reclassificados como patrimônio líquido no ano de emissão, de modo que foi possível analisar os impactos nos indicadores, decorrente da reclassificação.

Em relação aos indicadores a serem analisados para as duas opções de classificação, o trabalho propõe usar aqueles utilizados nas pesquisas de Gaspar, Gaspar e Lopes (2013); e Levi e Segal (2014), buscando diminuir falhas no cumprimento do objetivo da pesquisa. Os indicadores selecionados para análise são apresentados no Quadro 1.

Quadro 1 - Indicadores financeiros

(Continua)

Indicadores	Fórmulas	Descrição	Justificativa
Participação de capital de terceiros (PCT)	$\frac{\text{Capital de Terceiros}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$	Indica qual o percentual a empresa tomou de capital de terceiros, em relação ao capital próprio.	Busca analisar se a forma de captação é impactada pela reclassificação, visto que se a empresa capta recursos de terceiros de forma excessiva ela pode estar se colocando em uma posição vulnerável no mercado, (GASPAR; GASPAR; LOPES, 2013).
Composição de endividamento (CE)	$\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Capital de Terceiros}} \times 100$	Indica qual o percentual de obrigações a curto prazo, em relação às obrigações totais da empresa.	Verifica as consequências da reclassificação no endividamento da empresa e verifica a concentração das exigências à curto prazo, visto que quanto menor for o índice maior folga financeira a empresa apresentará. (GASPAR; GASPAR; LOPES, 2013; LEVI; SEGAL, 2014).
Endividamento Geral (EG)	$\frac{\text{Passivo Total}}{\text{Ativo Total}} \times 100$	Indica qual a participação de terceiros no financiamento dos ativos da entidade.	Mede quanto dos investimentos da empresa são financiados pelos credores e como essa captação é afetada com a reclassificação dos títulos como patrimônio líquido (GITMAN, 1997).

Liquidez Geral (LG)	$\frac{AC + ARLP}{PC + PELP}$	Indica quanto das dívidas de curto e longo prazo são cobertas pelos ativos da empresa sem o comprometimento dos ativos permanentes da entidade.	Demonstra a relação entre a dívida e o ativo da empresa e revela a capacidade da empresa de saldar suas obrigações tanto no curto quanto no longo prazo, verifica se sua capacidade de pagamento sofre alterações com a reclassificação (ASSAF, 2005).
Retorno sobre Patrimônio (ROE)	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Indica qual o retorno gerado pelo investimento do acionista.	Apresenta a capacidade das empresas de agregar valor e gerar lucro através de seus recursos próprios (ASSAF, 2005).

Onde: AC: Ativo Circulante; ARLP: Ativo Realizável a Longo Prazo; PC: Passivo Circulante; PELP: Passivo Exigível a Longo Prazo.

Fonte: Autoria própria, 2018

Foi utilizado o editor de planilhas Microsoft Office Excel para realizar a estatística descritiva dos dados e análise do impacto da reclassificação dos títulos híbridos no ano de emissão. Em seguida, através do Programa STATA 13 foi analisado a forma de distribuição dos indicadores através do teste de Shapiro-Wilk, que resultou em uma distribuição não normal para todos os indicadores, exceto para o indicador de Participação de Capital de Terceiros. Assim, foi possível identificar que o teste adequado para verificar a significância da diferença entre as médias dos indicadores foi o teste paramétrico T de Student para a Participação de Capital de Terceiros e o teste não paramétrico de Wilcoxon para os demais indicadores.

O teste estatístico D de Cohen (1988) foi utilizado para medir o tamanho do efeito (*Size Effect*) das diferenças encontradas na reclassificação. Com o uso deste teste estatístico foi possível verificar o grau em que a reclassificação afeta os indicadores selecionados para análise.

De acordo com Cohen (1988) o tamanho do efeito possui graus, que são classificados em pequeno, médio e grande. O grau de efeito pequeno é representado pela estatística $D < 0,20$; o efeito médio pelos valores entre $0,21 < D < 0,79$; e quando obtiver um grande efeito a estatística será de $D > 0,80$. O teste D de Cohen pode ser expressado na forma da seguinte equação (FÁVERO et al., 2009):

$$D = \frac{|m_A - m_B|}{\sigma}$$

Onde:

m_A = Média da população A

m_B = Média da população B

σ = Desvio padrão da população

4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS

4.1. Análise Descritiva dos Títulos Híbridos

Com o intuito de realizar uma análise comparativa este estudo analisou os efeitos nos indicadores, da reclassificação dos Títulos Híbridos de Passivo para Patrimônio Líquido, para as oito empresas brasileiras emitentes identificadas.

A primeira parte da análise realizada com os dados obtidos pela pesquisa constituiu em uma estatística descritiva, a fim de se apresentar, qual o valor dos títulos emitidos e sua participação no Passivo das empresas emitentes, bem como as taxas de juros desses títulos conforme a Tabela 1.

Tabela 1 – Estatística Descritiva dos Títulos Híbridos Emitidos e Taxas de Juros

Empresa	Ano de emissão	Título Híbrido	Passivo Total	% do Título Híbrido sob o Passivo Total	Taxa de Juros a.a
BR Malls	2010*	295.691	4.780.369	6%	9,75%
Gol	2010*	297.944	6.134.678	5%	8,75%
Braskem	2010*	1.102.143	24.069.205	5%	9,75%
Lupatech	2010*	466.939	1.260.921	37%	9,88%
General Shopping	2010	326.636	799.719	41%	10%
BR Properties	2010	327.661	2.373.195	14%	9%
Energisa	2011	372.010	2.954.128	13%	9,50%
Minerva	2014	801.769	6.766.805	12%	8,75%
Média		498.849	6.142.378	16%	9%
Mediana		349.836	3.867.249	12%	9,63%
Máximo		1.102.143	24.069.205	41%	10%
Mínimo		295.691	799.719	5%	8,75%
Desvio Padrão		296.028	7.562.695	14%	1%

*Emissão anterior a 2010, porém considerados os saldos do ano de 2010 para evitar efeitos de mudanças de regulação contábil. Fonte: Dados da pesquisa.

Todas as emissões, exceto a da empresa Minerva de 2014, ocorreram antes de 2011, ano em que, após a emissão dos títulos perpétuos pela Energisa, a SEP, com posterior

concordância da CVM, determinou que os títulos deveriam ser classificados no passivo, não mais havendo possibilidade de classificação como instrumento patrimonial.

As empresas BR Malls e Lupatech emitiram seus títulos em 2007; e a Gol e Braskem em 2006 e 2005 respectivamente, no entanto, para evitar o efeito da mudança da regulação contábil sobre os indicadores, para essas empresas considerou-se o saldo dos títulos no ano de 2010, primeiro ano de adoção completa das IFRS.

O número reduzido de emissões verificadas no período analisado, sobretudo após 2010, pode ter como motivo a restrição imposta pela Comissão de Valores Mobiliários na classificação dos títulos híbridos, que possivelmente funcionou como um inibidor desse tipo de transação. Essa constatação corrobora com os resultados obtidos por Levi e Segal (2014) de que com a perda da possibilidade da classificação dos títulos híbridos como instrumentos patrimoniais, há uma diminuição no interesse, por parte das entidades, da emissão dos mesmos.

Todas as empresas emissoras captaram os títulos perpétuos fora do país, porém, enquanto as empresa BR Malls; Lupatech; Minerva; e General Shopping foram através de subsidiárias no exterior, as demais fizeram a captação por meio do mercado de capitais.

Conforme a Tabela 1 é possível inferir que as empresas BR Malls, Gol e Braskem possuíam a menor representatividade de valores de títulos híbridos, em relação ao total da dívida, com até 6% de parcela da dívida das empresas, um valor de 10 pontos percentuais menor que a média de 16% identificada.

Enquanto a BR Malls e Gol apresentam não só a menor representatividade sobre o passivo, mas também os menores valores emitidos, o título híbrido emitido pela empresa Braskem possui o maior valor entre todos, sendo 2,20 vezes maior que a média dos títulos emitidos pelas empresas pesquisadas e a taxa de juros de 9,75% a.a também é superior taxa de juros média de 9% a.a, sendo a empresa com maior oneração quanto à emissão dos títulos híbridos.

Em seguida, com representatividade mais próxima da média de 16% do valor do passivo, estão as empresas BR Properties, Energisa e Minerva, que possuíam uma parcela maior de título híbrido sobre a dívida total das empresas, sendo de até 14% do total, com diferença de 2 pontos percentuais da média.

As empresas com maior representatividade de títulos híbridos em relação ao total do passivo foram a Lupatech e General Shopping, ambas justificaram a emissão dos títulos com finalidade de investimento para expansão de negócios. A parcela da dívida correspondente aos

títulos para a empresa Lupatech é de 37%, enquanto para a General Shopping é de 41%, valores 21 pontos percentuais acima da média das empresas.

A Lupatech e General Shopping além de possuírem as maiores representatividades em relação à dívida, também possuem as maiores taxas de juros estabelecidas entre todas as emitentes, com 9,88% a.a e 10% a.a, respectivamente, superior à média de 9% a.a, mesmo tendo obtido as captações com suas subsidiárias no exterior e não no mercado de capitais internacional como a Gol, com a menor taxa de juros de 8,75% a.a.

4.2. Efeito da Reclassificação no Indicador de Participação de Capital de Terceiros

A segunda parte da análise constituiu em verificar os efeitos da reclassificação dos títulos híbridos nos indicadores das empresas, detectando se o efeito é diferente de zero devido à alterabilidade, com aumento, diminuição ou não alteração dos indicadores selecionados. Conforme é possível verificar na Tabela 2, houve diferença com a reclassificação para o indicador Participação de Capital de Terceiros (PCT) para todas as empresas analisadas.

Tabela 2 – Reclassificação dos Títulos Híbridos na Participação de Capital de Terceiros

EMPRESAS	Classificação como Passivo	Classificação para Patrimônio Líquido	Diferença
	PCT		
BR Malls 2010	83%	74%	-9%
Gol 2010	209%	181%	-29%
Braskem 2010	231%	200%	-32%
Lupatech 2010	684%	122%	-562%
General Shopping 2010	215%	68%	-148%
BR Properties 2010	88%	67%	-20%
Energisa 2011	226%	154%	-72%
Minerva 2014	1408%	465%	-943%
Média	393%	166%	-227%
Desvio Padrão	451%	131%	-320%
D-Cohen da diferença entre as medias	0,682		
Mediana	221%	138%	-83%
Máximo	1408%	465%	-943%
Mínimo	83%	67%	-15%

Sendo: *** sig < 0,01; ** sig 0,05; * sig 0,10 para o teste de diferencia de médias paramétrico de T de Student
Fonte: Dados da pesquisa.

Tendo em vista que o PCT indica quanto de capital de terceiros a empresa possui em relação ao seu capital próprio, a interpretação é de que quanto menor for, melhor. Observou-se que houve diminuição do índice com a reclassificação dos títulos híbridos como patrimônio líquido para todas as empresas, demonstrando uma melhora desse indicador.

O indicador de PCT se mostrou sensível às mudanças na reclassificação, tendo a média da participação de capital terceiros diminuído de 393% para 166%, totalizando 227 pontos percentuais e refletindo o efeito que ocorreram nas empresas após a reclassificação e demonstrando que a dependência delas atrelada à participação de terceiros diminuiu.

A empresa com maior alteração de PCT após a reclassificação de Passivo para PL foi a Minerva, no cenário original a participação do terceiros representava 1408% do capital próprio da empresa, tendo diminuído para 465% devido à reclassificação dos títulos híbridos que representavam 12% de seu passivo total no cenário original. Essa diminuição relevante no índice demonstra uma melhora no endividamento da empresa, que anteriormente era excessivamente onerada com 1015 pontos percentuais a mais que média de 393%. A empresa Lupatech também apresentou uma melhora significativa do indicador, com uma diminuição de 562 pontos percentuais de um cenário para o outro.

A PCT apresentou que com a reclassificação as empresas teriam tomado menos recursos de terceiros em relação ao seu capital próprio, diminuindo assim, a sua exposição ao risco de mercado e melhorando a percepção do usuário da informação contábil sobre a situação financeira da entidade.

Na análise estatística a participação de capital de terceiros não obteve significância no teste de diferença de médias entre o cenário original e de reclassificação dos títulos híbridos, portanto a estatística de D-Cohen que apresentaria o tamanho da diferença, neste caso não significativa, não foi analisado.

4.3. Efeito da Reclassificação no Indicador de Composição de Endividamento

O índice de Composição de Endividamento (CE) aponta quanto das dívidas estão no curto prazo em relação às obrigações totais. A interpretação para esse índice também é de quanto menor, melhor, em razão de que quanto maior for o valor das dívidas a pagar no curto prazo, maior será o risco da empresa e menor será o tempo que tem para gerar recursos para cumprir com esses pagamentos. Com a reclassificação dos títulos, a CE teve aumento para todas as empresas analisadas, conforme exposto na Tabela 3.

Tabela 3 – Reclassificação dos Títulos Híbridos na Composição do Endividamento

EMPRESAS	Classificação como Passivo	Classificação para Patrimônio Líquido	Diferença
	CE		
BR Malls 2010	10,6%	11,3%	0,7%
Gol 2010	28%	29%	1%
Braskem 2010	35%	37%	2%
Lupatech 2010	20%	31%	12%
General Shopping 2010	22%	36%	15%
BR Properties 2010	18%	21%	3%
Energisa 2011	25%	29%	4%
Minerva 2014	29%	33%	4%
Média	23%	28%	5% **
D-Cohen da diferença entre as médias	-0,606		
Mediana	23%	30%	7%
Máximo	35%	37%	2%
Mínimo	11%	11%	0,7%
Desvio Padrão	8%	9%	1%

Sendo: *** sig < 0,01; ** sig 0,05; * sig 0,10 para o teste de diferencia de médias não paramétrico de Wilcoxon
 Fonte: Dados da pesquisa.

O aumento na média decorre da diminuição das obrigações totais das empresas, tendo em vista que no cenário original, os títulos perpétuos são classificados como passivos não circulantes e da não alteração do passivo circulante com a reclassificação.

Dessa maneira, o grau de endividamento a curto prazo em relação ao total das dívidas registrou um aumento, sendo a média no cenário original de 23% da dívida de curto prazo em relação ao total, enquanto no cenário de reclassificação a média de endividamento a curto prazo em relação ao total foi de 28%, um aumento de 5 pontos percentuais da média das empresas.

As empresas que obtiveram o aumento mais significativo da composição de endividamento foram a Lupatech e General Shopping, com 12 e 15 pontos percentuais a mais de diferença, respectivamente. Isso ocorreu porque como demonstrado na análise descritiva, os títulos híbridos emitidos pelas empresas representavam parcelas maiores e mais significantes da dívida total que as outras empresas emitentes dos títulos, com 37% e 41% do total do passivo.

Já as empresas com a menor representatividade também foram aquelas em que os títulos representavam uma parcela menor do total da dívida das entidades, sendo elas, BR Malls, Gol e Braskem, que obtiveram aumentos de 0,7; 1 e 2 pontos percentuais, respectivamente.

Dessa forma, pode-se observar que a alteração da composição de endividamento, com o seu aumento, pode ser considerada uma piora na qualidade do endividamento das empresas e essa diferença apresentou significância estatística. Essa aparente piora, pode ter efeito negativo no momento de captação de crédito com terceiros, tendo em vista que o se obteve um aumento da dívida à curto prazo.

No entanto, mesmo considerando que a composição do endividamento apresentou alterações significantes estatisticamente, o efeito econômico dessa alteração não é considerado relevante, constatado valor obtido de -0,606 do D-Cohen, que considera esse valor como um efeito reduzido, conforme classificação estabelecida por Cohen (1988).

4.4. Efeito da Reclassificação no Indicador de Endividamento Geral

A Tabela 4 demonstra os resultados encontrados na reclassificação do índice de Endividamento Geral (EG).

Tabela 4 – Reclassificação dos Títulos Híbridos no Endividamento Geral

EMPRESAS	Classificação como Passivo	Classificação para Patrimônio Líquido	Diferença
	EG		
BR Malls 2010	45,2%	42,4%	-2,8%
Gol 2010	68%	64%	-3%
Braskem 2010	70%	67%	-3%
Lupatech 2010	87%	55%	-32%
General Shopping 2010	68%	40%	-28%
BR Properties 2010	47%	40%	-6%
Energisa 2011	69%	61%	-9%
Minerva 2014	93%	82%	-11%
Média	68%	56%	-12% **
D-Cohen da diferença entre as médias	0,753		
Mediana	69%	58%	-11%
Máximo	93%	82%	-11%
Mínimo	45%	40%	-5,0%
Desvio Padrão	17%	15%	-2%

Sendo: *** sig < 0,01; ** sig 0,05; * sig 0,10 para o teste de diferencia de médias não paramétrico de Wilcoxon
Fonte: Dados da pesquisa.

O índice de EG demonstra qual a participação do capital de terceiros no financiamento dos ativos das empresas. Com isso espera-se que quanto menor, melhor, pois é preferível que a empresa consiga gerar valor a partir do investimento dos sócios e não só através de dívidas

que também oneram as entidades. Como efeito da reclassificação, o índice demonstra uma queda na participação de terceiros no financiamento dos ativos das entidades.

No cenário de classificação como passivo a média da participação de terceiros da geração de ativos é de 68%, enquanto no cenário de reclassificação para PL, a média se reduz para 56%, uma diferença de 12 pontos percentuais, demonstrando a diminuição do endividamento de terceiros com a alteração do reconhecimento dos títulos perpétuos.

Novamente é possível observar que a alteração da estrutura de capital foi mais significativa para empresas em que os valores de títulos híbridos tinham maior representatividade do total da dívida, Lupatech e General Shopping. As diminuições foram de 32 pontos percentuais para a Lupatech e de 28 pontos percentuais para a General Shopping, diferenças acima da diferença da média do cenário de reclassificação de 12 pontos percentuais.

A diminuição do EG ocorre tendo em conta que a estrutura de capital das empresas são alteradas, fazendo com que a captação de terceiros para financiamento das empresas seja menor do que no cenário original onde os títulos híbridos eram classificados como passivo.

Segundo a estatística D de Cohen pode-se inferir que as diferenças significativas obtidas através do novo cenário de classificação dos títulos híbridos possui um grau de efeito muito próximo ao limite entre uma diferença média e grande, demonstrando assim, que a alteração na forma de financiamento que ocorre nas entidades com a reclassificação dos títulos é economicamente relevante para análise.

4.5. Efeito da Reclassificação no Indicador de Liquidez Geral

Com o índice de Liquidez Geral (LG) conseguimos analisar a saúde financeira das empresas tanto a curto quanto ao longo prazo, verificando a sua capacidade de cumprir suas obrigações (ASSAF, 2005). Em razão disso, a interpretação que se tem do indicador é de que quanto maior, melhor, visto que ele elucida quanto de ativo circulante e realizável a longo prazo a empresa possui para cobrir a dívida total. A Tabela 5 expõe os resultados encontrados a partir dos dados obtidos.

Tabela 5 – Reclassificação dos Títulos Híbridos na Liquidez Geral

EMPRESAS	Classificação como Passivo	Classificação para Patrimônio Líquido	Diferença
	LG		
BR Malls 2010	0,182	0,194	0,012
Gol 2010	0,707	0,743	0,036
Braskem 2010	0,491	0,515	0,024
Lupatech 2010	0,432	0,687	0,254
General Shopping 2010	0,528	0,892	0,364
BR Properties 2010	0,140	0,163	0,022
Energisa 2011	0,750	0,858	0,108
Minerva 2014	0,708	0,803	0,095
Média	0,492	0,607	0,114*
D-Cohen da diferença entre as médias	-0,425		
Mediana	0,509	0,715	0,205
Máximo	0,750	0,892	0,142
Mínimo	0,140	0,163	0,022
Desvio Padrão	0,234	0,289	0,055

Sendo: *** sig < 0,01; ** sig 0,05; * sig 0,10 para o teste de diferencia de médias não paramétrico de Wilcoxon
 Fonte: Dados da pesquisa.

No cenário original de classificação dos títulos como passivo por parte das entidades, a média obtida foi de 0,49 centavos para cada 1,00 de dívida, enquanto no cenário de reclassificação a média é 0,60 centavos para cada 1,00 de dívida.

Em nenhum dos cenários é apresentado uma folga financeira, ou seja, as empresas conseguem cumprir suas dívidas sem o comprometimento do seu ativo imobilizado, embora todas as empresas tenham obtido uma melhora com o aumento de seus indicadores de liquidez geral no cenário de reclassificação.

A melhora na capacidade de pagamento das empresas ocorre tendo em vista que com a reclassificação como patrimônio líquido, os títulos híbridos dão enfoque às suas características patrimoniais e não mais de dívida, diminuindo assim o endividamento das entidades e apresentando uma melhora na saúde financeira das mesmas.

Na estatística de Cohen, é possível inferir que mesmo que a liquidez geral apresente uma diferença significativa, o tamanho dessa diferença não é relevante para a análise, pois o efeito que ela tem é considerado nulo pela classificação dada por Cohen (1988).

4.6. Efeito da Reclassificação no Indicador de Retorno sobre Patrimônio Líquido

Voltando a análise para a ótica da rentabilidade, o índice de Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE) busca demonstrar a taxa de retorno gerada pelo capital próprio das empresas.

A interpretação para esse índice é de que quanto maior, melhor, pois a empresa estará criando ativos a partir do capital investido pelos acionistas.

Dessa forma, com o aumento do PL pelas reclassificações o efeito esperado seria de diminuição do ROE, levando em consideração que com o aumento no denominador e a não alteração do valor do lucro líquido, as empresas teriam gerado menor valor com o aumento do Patrimônio Líquido gerado pela reclassificação.

No entanto, é relevante apontar que no cenário de prejuízo, o aumento do PL tem um efeito inverso ao tradicional, que seria de diminuição do ROE. Isso ocorre porque com o aumento do patrimônio líquido com a reclassificação dos títulos perpétuos, o prejuízo é “diluído” fazendo com que o ROE aumente e transmita ao usuário da informação contábil que o retorno sobre o capital investido está maior do que no cenário original. Esse é o efeito que podemos observar nas empresas Lupatech, General Shopping e Minerva, demonstrado na Tabela 6.

Tabela 6 – Reclassificação dos Títulos Híbridos no Retorno sobre Patrimônio Líquido

EMPRESAS	Classificação como Passivo	Classificação para Patrimônio Líquido	Diferença
	ROE		
BR Malls 2010	0,110	0,104	-0,005
Gol 2010	0,073	0,066	-0,007
Braskem 2010	0,182	0,164	-0,017
Lupatech 2010	-0,397	-0,112	0,285
General Shopping 2010	-0,031	-0,016	0,014
BR Properties 2010	0,300	0,268	-0,032
Energisa 2011	0,163	0,127	-0,036
Minerva 2014	-0,870	-0,326	0,544
Média	-0,059	0,034	0,093***
D-Cohen da diferença entre as médias	-0,308		
Mediana	0,091	0,085	-0,006
Máximo	0,300	0,268	-0,032
Mínimo	-0,870	-0,326	0,544
Desvio Padrão	0,388	0,185	-0,203

Sendo: *** sig < 0,01; ** sig 0,05; * sig 0,10 para o teste de diferencia de médias não paramétrico de Wilcoxon
Fonte: Dados da pesquisa.

Para todas as empresas analisadas, exceto, Lupatech, General Shopping e Minerva houveram diminuições do ROE devido às empresas da amostra apresentar resultados positivos no período de emissão dos títulos híbridos.

A média foi afetada pelo efeito de aumento do ROE gerado pela aparente melhora do indicador nas empresas que tiveram prejuízo, saindo de uma média negativa, onde para cada R\$ 1,00 de capital próprio, se perdia R\$ 0,05, para uma média positiva, onde para cada R\$ 1,00 de capital próprio é gerado R\$ 0,03.

A maior diminuição do ROE, efeito esperado na reclassificação dos títulos sem a ocorrência de prejuízos, é apresentada pela Energisa, onde no cenário original a média de retorno sobre o capital próprio é de 16%, indicando que as empresas estão gerando valor a partir do investimento dos acionistas, enquanto no cenário de reclassificação como aumento do PL esse retorno cai para 12%, revelando uma diminuição de 4 pontos percentuais na rentabilidade.

O retorno sobre o patrimônio líquido analisado sob a ótica da estatística, não apresentou significância nas diferenças das médias, efeito que pode ter como causa a suavização dos prejuízos que gerou uma aparente melhora do índice de três das oito empresas emissoras.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo investigar os efeitos da reclassificação dos títulos híbridos classificados originalmente como passivos, para patrimônio líquido, nos indicadores de desempenho das empresas brasileiras que possuíam títulos perpétuos reconhecidos em suas demonstrações contábeis no período de 2010 a 2017.

A limitação imposta pela CVM na classificação dos títulos híbridos pode ter contribuído para o reduzido número de emissões verificado no período analisado e, além de inibir a emissão do mesmo, pode ter prejudicado as empresas na apresentação do seu desempenho. Nesse sentido, observa-se a necessidade de uma análise dos critérios utilizados pela empresa para classificar os referidos títulos a fim de melhor apresentar o desempenho da empresa. Isso porque a reclassificação dos títulos híbridos como patrimônio líquido alterou os indicadores das empresas analisadas.

Analisando os resultados sob a ótica do endividamento, dentre os indicadores selecionados, a Composição de Endividamento e Endividamento Geral apresentação significativa sensibilidade à reclassificação dos títulos híbridos como patrimônio líquido, embora apenas o Endividamento Geral tenha obtido uma sensibilidade considerada relevante

quanto ao teste estatístico D de Cohen, com efeito de médio para grande, apresentando melhora no endividamento das empresas.

Já o indicador de Participação de Capital de Terceiros, ainda que tenha apresentado diferenças nas médias, demonstrando a alteração favorável na estrutura de endividamento com a diminuição da oneração por terceiros, não dispôs de diferença considerada significativa. A alteração favorável da estrutura de capital de terceiros das empresas revalida os achados de Gaspar, Gaspar e Lopes (2013) ao analisarem o efeito da reclassificação de títulos com características híbridas, embora a pesquisa não tenha verificado se a alteração tenha sido significativa.

A Liquidez Geral ainda que tenha apresentado alteração significativa nas médias com a reclassificação dos títulos, não obteve um efeito relevante quanto ao tamanho desta diferença. Ainda assim, as empresas no cenário de reclassificação apresentaram melhora na saúde financeira à longo prazo com a redução da parcela da dívida correspondente ao título híbrido.

Na perspectiva da rentabilidade das empresas a reclassificação causou diminuição do retorno sobre os investimentos dos acionistas, tendo em vista que não houve alteração do valor monetário do lucro, sob o novo valor aumentado do investimento realizado com a reclassificação. Levando em consideração que o ROE é um indicador relevante na análise por parte dos investidores, é válido analisar qual o retorno mínimo que se espera obter com um investimento no PL da empresa, para que não haja uma perda de criação de valor com estes recursos próprios (ASSAF, 2005).

Foi verificado adicionalmente se as empresas emitentes de títulos híbridos possuíam contratos de dívidas com cláusulas restritivas (*covenants*). Essas cláusulas são criadas como forma de acompanhamento do desempenho das empresas, intencionando dar mais segurança ao credor, definindo condições à respeito do título de dívida emitido. Caso as condições estabelecidas não forem cumpridas, o credor pode obter direito à antecipação do valor da dívida (KONRAHT; VICENTE, 2017).

Uma das ferramentas utilizadas são os chamados *covenants* financeiros, que são baseados em dados financeiros, como é o caso de indicadores de desempenho, que proveem tanto de dados do Balanço, como de dados de Resultado (BORBA; MARAGNO; NEIS, 2016). Dessa forma, a melhora desses indicadores de desempenho estabelecidos como *covenants* nos contratos de dívidas das empresas, causada pela reclassificação do título

híbrido pode ter como efeito o impedimento do pedido de antecipação de dívida por parte dos credores das entidades.

Entre as 8 empresas emitentes de títulos híbridos, 5 delas apresentam contratos com *covenants* financeiros, utilizando principalmente indicadores de dívida e liquidez como restrição, sendo elas Minerva, Lupatech, Gol, Braskem e BR Malls. A empresa General Shopping apresenta contrato com *covenants*, mas não financeiros, enquanto as empresas BR Properties e Energisa não possuem restrições contratuais.

Os resultados desta pesquisa demonstram que a forma de classificação dos títulos híbridos impacta, mesmo que não de maneira significativa para todos os índices, nos indicadores financeiros selecionados para essa análise. Por esta razão, os resultados despertam a atenção para a necessidade de uma classificação acertada dos títulos híbridos, que leve em consideração as características e essência do título financeiro emitido, buscando dar maior fidedignidade à informação contábil e não simplesmente proibir a escolha contábil por parte das empresas, como foi feito no Brasil ao contrário do estabelecido nas normas internacionais.

Esta pesquisa contribui para as discussões sobre a melhor forma de reconhecimento de títulos híbridos, buscando auxiliar a academia e órgãos reguladores na análise da melhor tratativa sobre o tema. A pesquisa limitou-se a estudar os efeitos da reclassificação nas empresas brasileiras, com foco no título perpétuo híbrido, obtendo como amostra 8 empresas emitentes, um número de empresas que pode ser considerado baixo. Para estudos futuros sugere-se a aplicação não só para empresas de outras jurisdições, mas também para análise de outros títulos financeiros com características híbridas.

6. REFERÊNCIAS

AMENDOLA, Rodrigo Silveira; BATISTA, Tayná Cruz; SZUSTER, Natan. A Evidenciação de Instrumentos Financeiros Híbridos: O Caso de uma Empresa do Setor de Energia Elétrica. In: CONGRESSO UFSC DE CONTROLADORIA E FINANÇAS, 6, Anais... Florianópolis, 2015.

ASSAF NETO, Alexandre. Finanças corporativas e valor. São Paulo: Atlas, 2005.

BANCO DO BRASIL. Referência obtida na Internet. Disponível em: <https://www.bb.com.br/portalbb/page51,136,8517,0,0,1,8.bb?codigoNoticia=1580&codigoMenu=0&codigoRet=2124&bread=8_8_1> Acesso em: 11 out. 2018.

BORBA, J. A.; MARAGNO, L. M. D.; NEIS, D. W. Análise dos principais tipos e características dos covenants nas empresas do Novo Mercado. In: ECECON, 14°, 2016, Florianópolis-SC. Disponível em: <dvf.ccn.ufsc.br/ececon/anais/14ECECON/3_17.docx>

CARMO, Carlos Henrique Silva do; RIBEIRO, Alex Mussoi; MESQUITA, Krislâne Maria Pereira. Impacto da reconfiguração dos passivos contingentes no desempenho financeiro: Uma análise nas empresas brasileiras do setor de energia elétrica. Enfoque: Reflexão Contábil, [s.l.], v. 37, n. 1, p.91-109, 1 jan. 2018. Universidade Estadual de Maringá. <http://dx.doi.org/10.4025/enfoque.v37i1.34183>.

COHEN, Jacob. Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences. Second Edition. New York: Lawrence Erlbaum Associates, 1988.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). Pronunciamento Técnico CPC 39 - Instrumentos Financeiros: Apresentação. Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC, Brasília, DF, 19 nov.2009. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC>> Acesso em: 11 out. 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em: 11 out. 2018.

FÁVERO, Luiz Paulo. et al. Análise de Dados: Modelagem Multivariada para Tomada de Decisões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FIELDS, Thomas D; LYS, Thomas Z; VINCENT, Linda. Empirical research on accounting choice. Journal Of Accounting And Economics, [s.l.], v. 31, n. 1-3, p.255-307, set. 2001. Elsevier BV. [http://dx.doi.org/10.1016/s0165-4101\(01\)00028-3](http://dx.doi.org/10.1016/s0165-4101(01)00028-3).

FLORES, Eduardo da Silva. Os Efeitos do Registro Patrimonial de Instrumentos Financeiros Híbridos: Uma Análise Internacional. 2016. 197 f. Tese (Doutorado) - Curso de Ciências, Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

GASPAR, Cristiano Célio; GASPAR, Jaqueline Jorge; LOPES, Rodrigo Jussi. Impactos na Estrutura de Capital das empresas em virtude da forma de contabilização de debêntures conversíveis. Revista Epeq/fafibe, Bebedouro, 5° edição, 2013.

GITMAN, Lawrence. J. Princípios de administração financeira. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997.

GUEDES, Fabio José Soriano; PAULA, Maicon Cesar Vicente de; PEREIRA, Rogério Aparecido. Captação de Recursos Financeiros - Soma Tecnologia da Informação. 2010. 81 f. TCC (Graduação) - Curso de Ciências Contábeis, Centro Universitário Católico Salesiano Auxilium, Lins, 2010.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (IASB). Discussion Paper: Financial Instruments with Characteristics of Equity. 28 jun. 2018. Disponível em: <<https://www.ifrs.org/>> Acesso em: 11 out. 2018.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (IASB). International Accounting Standards 32 (IAS 32): Financial Instruments: Presentation. Dez. 2003. <<https://www.ifrs.org/>> Acesso em: 11 out. 2018.

INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS (IFRS). Financial Instruments with Characteristics of Equity. Disponível em: <<https://www.ifrs.org/projects/work-plan/financial-instruments-with-characteristics-of-equity/#about>> Acesso em: 11 out. 2018.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 1976, v. 3, n. 4, pp. 305- 360.

KIMMEL, P.; WARFIELD, T. The usefulness of hybrid security classifications: Evidence from redeemable preferred stock. *The Accounting Review*, 70, 151–167 (1995).

KONRAHT, J. M.; VICENTE, E. F. R. Determinantes da utilização de covenants contábeis nas debêntures emitidas pelas empresas listadas na BM&FBovespa. In: CONGRESSO USP FIPECAFI, 17º, 2017, São Paulo. Anais... 2017. p. 1 - 20.

LEVI, Shai; SEGAL, Benjamin. The Impact of Debt-Equity Reporting Classifications on the Firm's Decision to Issue Hybrid Securities. *European Accounting Review*, [s.l.], v. 24, n. 4, p.801-822, 19 maio 2014. Informa UK Limited.

MODIGLIANI, Franco.; MILLER, Merton. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*. 1958, v. 48, n. 3, pp. 261–297.

RYAN, Stephen G. et al. Evaluation of the FASB's proposed accounting for financial instruments with characteristics of liabilities, equity, or both. *Accounting Horizons*. 2001, v. 15, p. 4, pp. 387-400.

TORRES, Fernando. O outro lado do balanço. 2012. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/valor-investe/casa-das-caldeiras/2842024/o-outro-lado-do-balanco>>. Acesso em: 30 set. 2018.

WATTS, Ross; ZIMMERMAN, Jerold. Positive accounting theory. New Jersey: Prentice Hall, 1986.