



Universidade do Estado do Rio de Janeiro



# Instrumentos Financeiros Híbridos e Compostos

I Workshop em Contabilidade e Tributação

**18 e 19/11/2015**

**Prof. Jorge Vieira; Prof. Alfredo Sarlo; Profa. Andrea Bispo**



## IFs Compostos/Híbridos

Que bicho é esse?





## IFs Compostos/Híbridos

### Definições nas IFRSs:

- **Instrumento Híbrido** (IAS 39, §§10-13, AG27-AG33B): Um instrumento híbrido é todo aquele instrumento financeiro que contém um derivativo embutido (“embedded derivative”) abrigado em um instrumento principal (“host contract”).
- **Instrumento Composto** (IAS 32, §§28-32, AG30-AG35): Um instrumento composto é um instrumento financeiro não derivativo que contém elementos de passivo (“liability”) e de patrimônio líquido (“equity”).



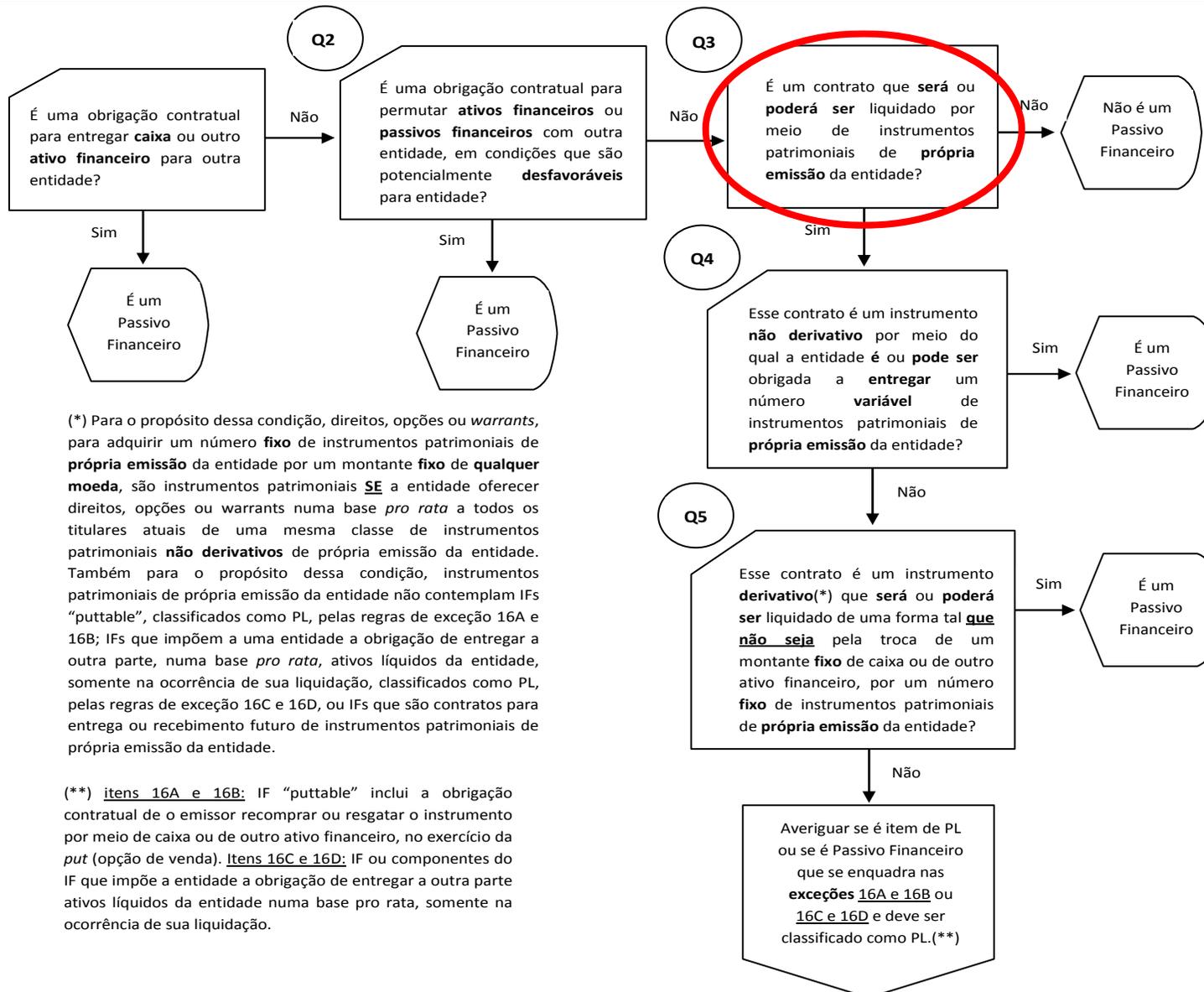
## Tratamento contábil p/ fins de reconhecimento

“Split Accounting” via mensuração ao valor justo de cada parte do IF, a depender de algumas condições (IAS 32, §15).

Nos termos da IAS n. 32, §§28-32, o item de passivo deve ser mensurado ao valor justo no reconhecimento inicial, sendo o **item de PL** mensurado por diferença – **residualmente** – do valor justo do IF composto como um todo. Nenhum ganho ou perda surge do reconhecimento inicial em separado dos itens que compõem o IF composto. Nos termos da IFRS n. 13, §42, o valor justo do passivo deve considerar o **risco de não performance**. O risco de crédito da entidade pode ser tomado como *proxy* para tal.

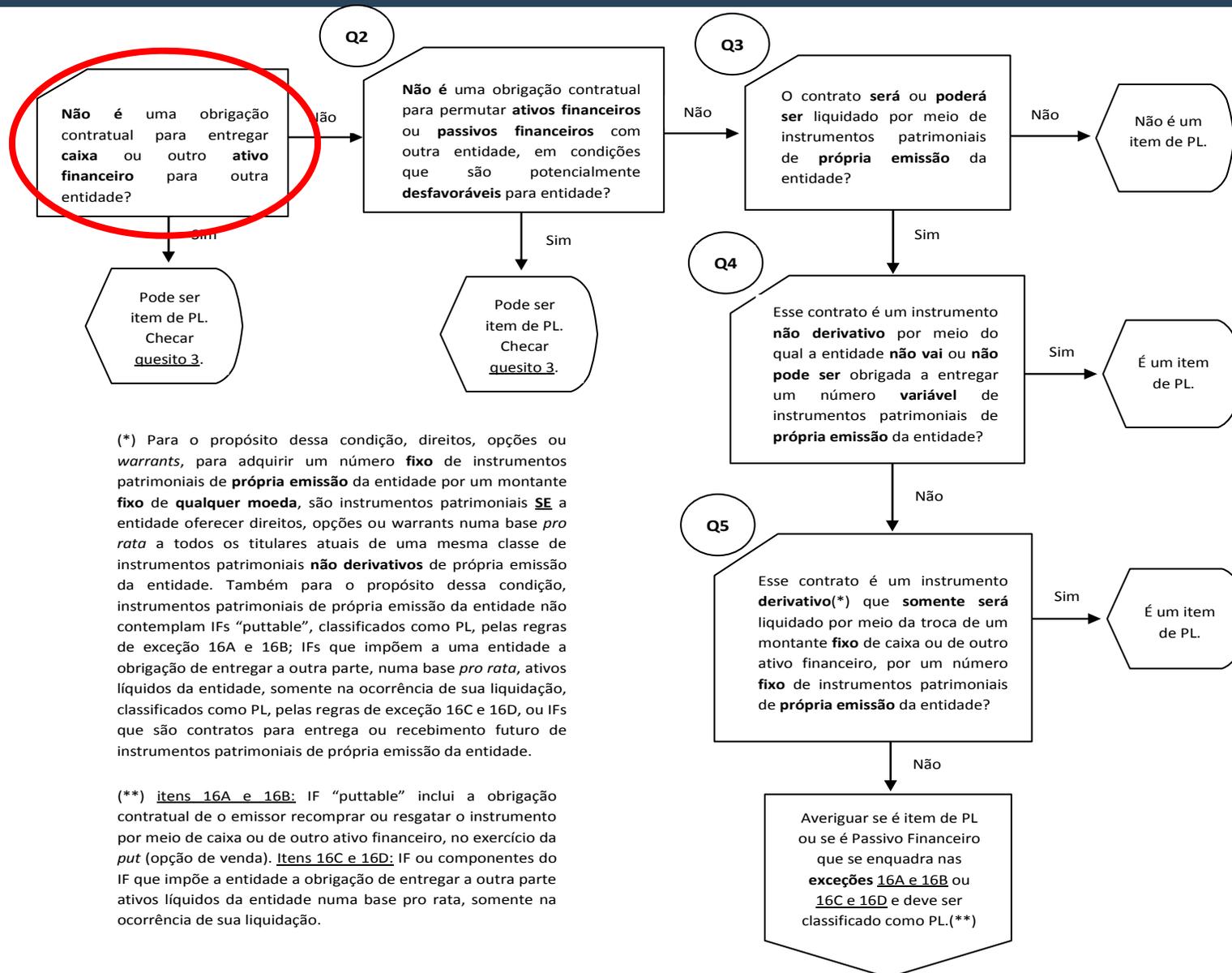
Para fins de IF híbrido, nos termos orienta a IAS 39, §AG28, o **derivativo** embutido deve ser **primeiramente** mensurado ao valor justo e o contrato principal é mensurado residualmente por diferença do valor total do IF híbrido. Ou seja, é um procedimento inverso ao do IF Composto.

# Enquadramento PF (IAS n. 32, §§ 11, 16A, 16B, 16C e 16D)





# Enquadramento item de PL (IAS n. 32, §§ 11, 16A, 16B, 16C e 16D)





## Operações observadas

### Colocações Privadas

Financiamento de Infraestrutura: "Project Finance"

Alguns casos no Brasil: "Gerenciamento de Estrutura de Capital"

### Colocações Públicas

Em outras jurisdições (não foi observado no Brasil):

Atenuar a sinalização negativa enviada para o mercado ("bad news"): diluição futura e sobreprecificação das ações





## Hipótese da Sinalização: "bad news"

Gestores, de um modo geral, não gostam de ser forçados a angariar recursos via novas emissões de ações, quando a firma está subavaliada pelo mercado. Por outro lado, os gestores da firma podem tirar vantagem do mercado quando a firma está superavaliada. Assim, recursos financeiros ociosos (*“financial slack”*) possuem valor, pois evitam que gestores emitam **sinais negativos** para o mercado (angariação de recursos via emissão de ações) sem que tenham necessariamente que abrir mão de uma boa oportunidade de investimento.

*Myers e Majluf (1984)*

Empiricamente, eventos que **incrementam** a alavancagem (emissão de títulos de dívida ou recompra de títulos patrimoniais) estão associados a retornos anormais **positivos** ou **neutros**, ao passo que eventos que **reduzam** alavancagem, como a emissão de títulos patrimoniais, estão associados a retornos anormais **negativos**. Já a emissão de um IF composto **é uma anomalia**, pois muito embora esteja associado a um evento que **incrementa alavancagem**, empiricamente está associado a **retornos anormais negativos**. A emissão de um IF Composto, segundo os autores, emite para o mercado um sinal equivalente ao da emissão de um título patrimonial (*equity-like signal*).

*Davidson, Glascock e Schwarz (1995)*



## Hipótese da Sinalização: "bad news"

- Dan e Mikkelson (1984): retornos anormais **negativos**, estatisticamente significativos, após o anúncio de emissões de títulos de dívida conversíveis no mercado norte-americano, no período de 1970 a 1979.
- Eckbo (1986): retornos anormais **negativos**, estatisticamente significativos, após o anúncio de emissões de títulos de dívida conversíveis no mercado norte-americano, no período de 1964 a 1981, e retornos anormais **nulos**, após o anúncio de emissões de títulos de dívida não conversíveis, no mesmo período e mercado.
- Mikkelson e Partch (1986): retornos anormais **negativos**, estatisticamente significativos, após o anúncio de emissões de ações ordinárias e títulos de dívida conversíveis no mercado norte-americano, no período de 1972 a 1982, e retornos anormais **não estatisticamente significativos**, após o anúncio de emissões de títulos de dívida não conversíveis e ações preferenciais, no mesmo período e mercado.
- Roon e Veld (1998): retornos anormais positivos, porém **não estatisticamente significativos**, após o anúncio de emissões de títulos de dívida conversíveis no mercado holandês.
- Abhyankar e Dunning (1999): retornos anormais **negativos**, estatisticamente significativos, após o anúncio de emissões de diferentes valores mobiliários conversíveis no mercado do Reino Unido, no período de 1986 a 1996.
- Amman, Fehr e Seiz (2004): retornos anormais **negativos**, estatisticamente significativos, após o anúncio de emissões de títulos de dívida conversíveis e títulos de dívida permutáveis nos mercados suíço e alemão, no período de janeiro de 1996 a maio de 2003.



## **EXPERIMENTO NO BRASIL (\*\*): O CASO BRASILEIRO DAS DEBÊNTURES MANDATORIAMENTE CONVERSÍVEIS**

- Universo: 37 Analistas “Sell Side” (APIMEC) e 47 “Buy Side” (ANBIMA)
- Companhia “Fictícia”
- Modelos de Tratamento Contábil: IAS 32, NEA, SOA
- Coleta de Preços Alvo e informações qualitativas, dentre as quais: (i) as bases de julgamento utilizadas para definição do preço-alvo; (ii) o tipo de recomendação que o analista emitiria (compra, venda ou manutenção); (iii) o efeito esperado após o anúncio do evento no preço das ações (aumento, diminuição ou manutenção); (iv) se o analista teria alguma certificação; (v) o tempo de certificação e experiência profissional; (vi) cômputo de índice de endividamento, dando liberdade para o analista indicar cada rubrica do BP ou no numerador ou no denominador do índice, ainda que implicasse reclassificação de contas, ou mesmo eliminação da rubrica para fins de cálculo; (vii) atribuição de uma nota de 1 a 10 para a debênture mandatoriamente conversível, sendo 1 um título de dívida simples e 10 uma ação ordinária; (viii) efeitos esperados nos preços das ações (aumento, diminuição ou manutenção), à luz do que a literatura documenta, quando se colocam no mercado novas ações ou títulos de dívida.

**(\*\*) Replicando experimento realizado no ambiente norte-americano pelo Prof. Patrick Hopkins (1995), com analistas “Buy-side”**



## "Gerenciamento de Estrutura de Capital":

SOA			IAS 32			NEA		
Principal	1,212		Principal	1,212		Principal	1,212	
Opções	0,206		Juros	1,081		Juros	1,081	
PL	1,418.	56,73%	Passivo	2,293	91,75%	Opções	0,206	
Passivo (Juros)	1,081	43,27%	Opções (PL)	0,206	8,25%	Passivo	2,500	100,00%
Total	2,500	100,00%	Total	2,500	100,00%	PL	-0-	0,00%

Foram feitos todos os esforços para coleta de dados e institucionalização da pesquisa. É de se salientar que foram realizados contatos telefônicos pessoais em 3 oportunidades e foram enviados emails em 4 oportunidades. Assim, o percentual de respostas foi de 32,43% (12/37) para os *sell-side* e de 4,26% para os *buy-side* (2/47). No todo, houve um percentual de respostas de 16,67% (14/84).



## "Gerenciamento de Estrutura de Capital":

Tabela 1 – Amostra de séries de distribuição, para o ano de 2010

<b>Emissor</b>	<b>Spread</b>	<b>S&amp;P</b>	<b>Moodys</b>	<b>Fitch</b>	<b>Prazo</b>	<b>Nota</b>
1	0,30%	0	Aaa.br	0	4	0,95
2	1,95%	0	A1.br	0	5	0,90
3	1,65%	BrA+	0	A+(bra)	4	0,76
4	1,85%	BrA+	0	A+(bra)	5	0,76
5	1,15%	BrAAA	0	0	4	0,95
6	1,15%	BrAAA	0	0	5	0,95
7	1,30%	0	Aa1.br	0	5	0,90
8	1,50%	0	Aa2.br	0	6	0,86
9	1,20%	BrAAA	Aaa.br	0	4	0,95
10	1,20%	0	Aa2.br	A+(bra)	5	0,86
11	1,25%	BrAA	Aa2.br	A(bra)	4	0,86
12	1,95%	BrAA-	0	0	5	0,81
13	1,40%	BrAA-	0	0	3	0,81
14	1,70%	0	Aa3.br	0	5	0,81
15	1,70%	0	Aa3.br	0	5	0,81
16	1,50%	0	Aa1.br	0	5	0,90
17	1,60%	0	Aa2.br	0	5	0,86
18	1,60%	BrAA-	0	0	4	0,81
19	0,90%	0	Aa1.br	0	2	0,90
20	2,00%	0	0	A+(bra)	4	0,76
21	1,30%	0	0	A(bra)	4	0,71

Fonte: Autores



## "Gerenciamento de Estrutura de Capital":

**Modelo OLS:** Mellone Jr., Eid Jr. e Rochman (2002)

Dependent Variable: SPREAD		<i>Spread médio = 0,028651 – 0,00246 x [Rating] + 0,001602 x [Prazo]</i>		
Method: Least Squares		<i>Spread médio = 0,028651 – 0,00246 x 0,65+ 0,001602 x 5</i>		
Sample (adjusted): 120		<b>Spread médio = 3,6590%</b>		
Included observations: 20 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,028651	0,006994	4.096.778	0,0008
PRAZO	0,001602	0,000607	2.638.127	0,0173
NOTA	-0,000246	7,74E-05	-3.184.148	0,0054
R-squared	0,490905	Mean dependent var		0,014925
Adjusted R-squared	0,431011	S.D. dependent var		0,003109
S.E. of regression	0,002345	Akaike info criterion		-9.135.522
Sum squared resid	9,35E-05	Schwarz criterion		-8.986.162
Log likelihood	9.435.522	F-statistic		8.196.286
Durbin-Watson stat	1.754.563	Prob(F-statistic)		0,003220

**Em colocação pública de debênture simples, prazo de 4 anos, em 2011, observou-se spread médio de 3,3% a.a.**

**O Pronunciamento Técnico CPC n. 46 – Valor Justo, espelhado na IFRS n. 13, requer em seu itens 42-44 que seja levado em consideração, na mensuração ao valor justo de um passivo, o risco de crédito da entidade (risco de não performance) e eventuais instrumentos de melhoria de crédito presentes (derivativos CDS, garantias reais, fidejussórias ou de qualquer natureza) utilizados para mitigar dito risco.**



## "Gerenciamento de Estrutura de Capital":

Tabela 1 – Preços-Alvo para cada grupo

Respostas	IAS 32	NEA	SOA
1	16,05	15,00	15,75
2	16,70	15,00	12,43
3	17,55	15,88	16,72
4		15,00	24,13
5		16,72	17,00
6		9,39	
Observações:	3	6	5
Média:	16,77	14,50	17,21
Mediana:	16,70	15,00	16,72
Desvio-padrão:	0,75	2,60	4,28

**Em tempo:** Esse achado vai contra o que a literatura documenta. O esperado seria  $SOA < IAS32 < NEA$ . Hopkins (1995) em seu experimento detectou preços-alvo menores para os IF compostos classificados no PL, comparativamente àqueles classificados no Passivo.

média NEA (14,50) < média IAS 32 (16,77) < média SOA (17,21)

mediana NEA (15,00) < mediana IAS 32 (16,70) < mediana SOA (16,72)

P-value	Mann-Whitney	IAS32 x NEA	NEA x SOA	IAS 32 x SOA
		0,095	0,177	1,000
P-value	Kruskal-Wallis	IAS32 x NEA x SOA		
		0,159		

**Obs. nos 6 últimos pregões, a cotação da ação foi \$16,72 (d-1); \$16,67 (d-2); \$16,87 (d-3), \$16,57 (d-4), \$16,97 (d-5) e \$17,07 (d-6).**



## "Gerenciamento de Estrutura de Capital":

Respostas do **grupo NEA** (tratamento contábil mais conservador), e que mais penalizou o preço-alvo, os analistas mencionam como base de julgamento: (1) possibilidade de diluição, o que de certo modo traz à tona o *equity-like signal* mencionado por Davidson, Glascock e Schwarz (1995); (2) falta de informações sobre a empresa adquirida, que não permite estimar sinergias potenciais; (3) o fato de a operação com a debênture ser de finalidade questionável (lembrando que a companhia fictícia estava altamente alavancada, antes da emissão do IF Composto); (4) comprometimento de boa parte do lucro líquido para cobrir juros remuneratórios da dívida; (5) custos para integração do negócio e conversibilidade obrigatória não traria aumento no valor da ação tampouco queda; (6) conversão obrigatória e chamada de capital diluirá preço por ação.

Respostas do **grupo IAS 32**, são mencionados: (1) diluição de capital pela conversibilidade das debêntures; (2) nível de endividamento, risco de diluição no futuro e falta de informação sobre empresa adquirida; (3) nível de endividamento e falta de informações sobre empresa adquirida

Respostas do **grupo SOA**, as respostas são: (1) aumento de endividamento no CP; (2) volume de debêntures muito grande em relação ao tamanho da empresa e como são conversíveis preço seria menor; (3) avaliação neutra por desconhecer informações sobre empresa em aquisições anteriores; (4) utilizou série temporal para estimar preço; (5) empresa busca através de alavancagem financeira incrementar seus resultados, principalmente operacionais

**Drivers presentes no julgamento de grande parte dos analistas: alavancagem e diluição futura**



## "Gerenciamento de Estrutura de Capital":

	IAS 32	NEA	SOA
Derivativo	PL	PF	PL
Principal	PF	PF	PL
Juros	PF	PF	PF

**Tabela 6 – Reclassificação de Partes do IF Composto**

	Derivativo		Principal		Juros	
	n	%	n	%	n	%
Numerador	2	15,38%	2	15,38%	2	15,38%
Denominador	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>IAS 32</b>	<b>2</b>	<b>15,38%</b>	<b>2</b>	<b>15,38%</b>	<b>2</b>	<b>15,38%</b>
Numerador	6	46,15%	4	30,77%	6	46,15%
Denominador	0	0,00%	2	15,38%	0	0,00%
<b>NEA</b>	<b>6</b>	<b>46,15%</b>	<b>6</b>	<b>46,15%</b>	<b>6</b>	<b>46,15%</b>
Numerador	4	30,77%	4	30,77%	5	38,46%
Denominador	1	7,69%	1	7,69%	0	0,00%
<b>SOA</b>	<b>5</b>	<b>38,46%</b>	<b>5</b>	<b>38,46%</b>	<b>5</b>	<b>38,46%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>13</b>	<b>100,00%</b>	<b>13</b>	<b>100,00%</b>	<b>13</b>	<b>100,00%</b>



## "Gerenciamento de Estrutura de Capital":

**Tabela 7 – Classificação do IF Composto**

<b>Escala</b>	<b>IAS 32</b>	<b>NEA</b>	<b>SOA</b>	<b>Total</b>
1	1			1
2				0
3		1		1
4	1		1	2
5		2	2	4
6				0
7		2	1	3
8			1	1
9		1		1
10				0
<b>TOTAL</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>13</b>

Os resultados da tabela 7 revelam que 61,54% dos analistas (8/13) atribuíram graus mais próximos para um título de dívida (intervalo de 1 a 5) e 38,46% dos analistas (5/13) atribuíram graus mais próximos para um título patrimonial (intervalo de 6 a 10).



## Um parêntese: E qto à Compulsão Econômica?

### Example: Financial instrument with 'dividend blocker' and 'step-up' clauses

The terms of a financial instrument are such that the issuer has no contractual obligation to pay an annual dividend to the holder, or to ever redeem the instrument. However:

- (a) the issuer has an *option to pay a dividend of a specified amount. Unless the issuer pays the full amount, it cannot pay any dividend to its ordinary shareholders; and*
- (b) the issuer has an *option to redeem the instrument at a specified future date. If it does not redeem the instrument on that date, the dividend 'steps up' to an amount that would give a cost of finance higher than the issuer would otherwise have to incur.*

IFRIC 2006 – IASB UpDate, Junho 2006

35. The IFRIC decided **not to take the matter onto its agenda** and reported its discussions to the Board. The Board discussed the matter at its June 2006 meeting.

36. In the light of the Board's statement, entities are now **advised** that financial instruments like the instrument described in paragraph 32 should be classified as equity instruments. However, some people have expressed **concern** about instruments being classified as equity when they behave **so much like debt**.



**DL n. 1.598/77, emendado pela Lei n. 12.973/2014:**

“Art. 38-B. A remuneração, os encargos, as despesas e demais custos, ainda que contabilizados no patrimônio líquido, referentes a instrumentos de capital ou de dívida subordinada, emitidos pela pessoa jurídica, exceto na forma de ações, poderão ser excluídos na determinação do lucro real e da base de cálculo de Contribuição Social sobre o Lucro Líquido quando incorridos.” (grifei)

**IN n. 1.515/2014:**

“Art. 78. A remuneração, os encargos, as despesas e demais custos, contabilizados no patrimônio líquido, referentes a instrumentos de capital ou de dívida subordinada, emitidos pela pessoa jurídica, exceto na forma de ações, poderão ser excluídos na determinação do lucro real quando incorridos.

§1º O disposto neste artigo não se aplica aos instrumentos previstos no art. 15 da Lei nº 6.404, de 1976.

§2º Na hipótese de estorno por qualquer razão, em contrapartida de conta de patrimônio líquido, os valores mencionados no caput e anteriormente deduzidos deverão ser adicionados nas respectivas bases de cálculo.” (grifei)



ABHYANKAR, Abhay; DUNNING, Alison. Wealth effects of convertible bond and convertible preference share issues: An empirical analysis of the UK market. **Journal of Banking and Finance**, v. 23, n. 7, p. 1043-1065, July 1999.

AMMANN, Manuel; FEHR, Martin; SEIZ, Ralf. New evidence of the announcement effect of convertible and exchangeable bonds. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 16, n.1, 43-63, February 2006.

AMMANN, Manuel; KIND, Axel; WILDE, Christian. Are convertible bonds underpriced? An analysis of the French market. **Journal of Banking and Finance**, v. 27, p. 635-653, 2003.

ASQUIT, Paul. Convertible bonds are not called late. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 4, p. 1275-1289, September 1995.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP/n.º 01/2013, de 08 de fevereiro de 2013**. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO\\_CIRCULAR\\_CVM\\_SNC\\_SEP\\_N\\_01\\_2013.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO_CIRCULAR_CVM_SNC_SEP_N_01_2013.pdf)> Acesso em 15 set 2013.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento Técnico CPC n. 00 – **Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro**, de 02.12.2011.

\_\_\_\_\_. Pronunciamento Técnico CPC n. 38 – **Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração**, de 02.10.2009.

\_\_\_\_\_. Pronunciamento Técnico CPC n. 39 – **Instrumentos Financeiros: Apresentação**, de 02.10.2009.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Decreto-Lei 1.598/77: **Altera Legislação do Imposto de Renda**, de 26 dez. 1977. DOU, Brasília, 27.12.1977.

\_\_\_\_\_. Lei n. 12.973: **Altera a legislação tributária federal relativa ao Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas - IRPJ, à Contribuição Social sobre o Lucro Líquido - CSLL, à Contribuição para o PIS/Pasep e à Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social – COFINS e dá outras providências**, de 13 maio 2014. DOU, Brasília, 14.05.2014.

DANN, Larry; MIKKELSON, Wayne H. Convertible debt-issuance, capital structure change and financing-related information: Some new evidence. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 13, n. 2, p. 157-186, June 1984.



DAVIDSON III, Wallace N.; GLASCOCK, John L.; SCHWARTZ, Thomas V. Signaling with convertible debt. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 30, n. 3, p. 425-440, September 1995.

ECKBO, B. Espen. Valuation effects of corporate debt offerings. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 15, p. 119-151, 1986.

HOPKINS, Patrick Ernest. **The effect of financial statement classification of mandatorily redeemable preferred stock on financial analysts' stock price judgements: an experimental analysis**. Dissertation. The University of Texas at Austin. December 1995.

IASB - International Accounting Standards Board. **Discussion Paper DP/2013/1** - A review of the conceptual framework for financial reporting. July 2013.

MARTINEZ, Antonio Lopo. The role of analysts as Gatekeepers: Enhancing transparency and curbing earning management in Brazil. **RAC**, Curitiba, v. 15, n. 4, art. 8, p. 712-730, Jul./Ago. 2011.

MELLONE Jr., Geraldo; EID Jr., William e ROCHMAN, Ricardo Ratner. **Determinação das taxas de juros das debêntures no mercado brasileiro**. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2., 2002, Rio de Janeiro. *Anais eletrônicos*. Rio de Janeiro: Sociedade Brasileira de Finanças, 2002. Disponível em <[www.sbfin.org.br](http://www.sbfin.org.br)>. Acesso em 13 nov 2013.

MIKKELSON, Wayne H.; PARTCH, M. Megan. Valuation effects of security offering and the issuance process. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 15, p. 31-60, 1986

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors Do not Have. **Journal of Financial Economics**, North Holland, v. 13, p. 187-221, 1984.

RECEITA FEDERAL DO BRASIL. **Instrução Normativa n. 1.515**, 24 nov. 2014. DOU, Brasília, 26.11.2014.

ROON, Frans de; VELD, Chris. Announcement effects of convertible bond loans and warrant-bond loans: An empirical analysis for the Dutch market. **Journal of Banking and Finance**, v. 22, p. 1481-1506, 1998.

STEIN, Jeremy C. Convertible bonds as "back door" equity financing. NBER Working papers series. Working Paper No. 4028. **National Bureau of Economic Research** (NBER), March 1992.

SWIERINGA, Robert J.; MORSE, Dale. Accounting for hybrid convertible debentures. **The Accounting Review**. v. 60, n. 1, p. 127-133, January 1985.