UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**Os Efeitos do Registro Patrimonial de Instrumentos Financeiros Híbridos:
Uma Análise Internacional**

Eduardo da Silva Flores

Orientador: Prof. Dr. Alexsandro Broedel Lopes

Coorientador: Prof. Dr. Nelson Carvalho

SÃO PAULO

2016

Prof. Dr. Marco Antônio Zago
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Adalberto Américo Fischmann
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Luiz Paulo Lopes Favero
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

EDUARDO DA SILVA FLORES

**Os Efeitos do Registro Patrimonial de Instrumentos Financeiros Híbridos:
Uma Análise Internacional**

Tese apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para a obtenção do título de Doutor em Ciências.

Orientador: Prof. Dr. Alexsandro Broedel Lopes
Coorientador: Prof. Dr. Nelson Carvalho

Versão Corrigida
(versão original disponível na Biblioteca da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade)

SÃO PAULO

2016

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Flores, Eduardo da Silva.

Os efeitos do registro patrimonial de instrumentos financeiros híbridos: uma análise internacional / Eduardo da Silva Flores. – São Paulo, 2016.
197 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2016.

Orientador: Alexsandro Broedel Lopes.

Coorientador: Luiz Nelson Guedes de Carvalho.

1. Contabilidade internacional. 2. Custo de capital. 3. Dívida. 4. Carga tributária. 5. Instrumentos financeiros híbridos. I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 657.6

Caminate, son tus huellas
el camino y nada más;
Caminante, no hay camino,
se hace camino al andar.
Al andar se hace el camino,
y al volver la vista atrás
se ve la senda que nunca
se ha de volver a pisar.
Caminante no hay camino
sino estelas en la mar.
(Antonio Machado)

Aos meus pais toda minha gratidão.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por todas as oportunidades que me facultou permitindo que eu chegasse até aqui com a certeza de que posso ir mais além.

Aos meus familiares pelo imenso prazer que possuo em compartilhar com eles essa jornada, sem sombra de dúvidas sou imensamente grato pela presença de vocês em minha vida.

Gostaria de agradecer ao meu orientador Professor Alexsandro Broedel Lopes por aceitar minha orientação, direcionando muitas vezes a rota dessa pesquisa para as questões fundamentais. Meu sincero muito obrigado pelo aprendizado.

A todos os professores do EAC pela forma amigável e lisonjeira com que sempre me trataram, em especial aos Professores Ariovaldo dos Santos, Bruno Salotti, Eliseu Martins, Guillermo Braunbeck, Edgard Cornacchione, Fernando Murcia, Gerlando Sampaio, Gilberto Martins, Reinaldo Guerreiro e Wellington Rocha.

Em especial agradeço a todos os amigos que tive a imensa honra de conhecer durante esse período, felizmente foram muitos e por essa razão eu não os listarei aqui, a fim de não cometer injustiças.

Aos responsáveis pelos meus primeiros passos na vida acadêmica, amigos e motivadores de todos os momentos. Professora Elionor Jreige e Professor Aldy Fernandes, meu rotineiro obrigado a vocês por toda atenção que sempre me facultaram, sinto-me hoje, mais do que nunca, lisonjeado de ter tido a oportunidade de receber de vocês a inspiração necessária para chegar até esse momento.

Devo um especial agradecimento ao Prof. Jorge Vieira da UERJ, quem se tornou um grande contribuinte para que essa tese alcançasse os atuais moldes.

Há um agradecimento especial a ser feito ao Professor e Amigo Nelson Carvalho, não somente por ser coorientador dessa tese, mas, por ter me mostrado, por meio da convivência, um modelo de conduta o qual eu quero seguir, sobretudo, pela coerência e honestidade. Faltam linhas e palavras para expressar minha gratidão por todos os ensinamentos e oportunidades que recebi do Prof. Nelson desde a ocasião em que participou da minha qualificação de dissertação de mestrado na Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP). Professor, meu sincero muito obrigado.

RESUMO

O objetivo desta tese foi avaliar os efeitos decorrentes do registro de instrumentos financeiros híbridos junto às linhas patrimoniais. Para tanto, foram utilizados modelos de relevância informacional, os quais avaliam a forma como os números contábeis são assimilados pelos preços e retornos acionários (OHLSON, 1995; ABOODY et al., 1999; LIMA, 2010; LOPES; WALKER, 2012). Adicionalmente, também foram observadas as inter-relações entre a emissão e a contabilização de tais contratos com o custo de capital próprio, alavancagem financeira e a carga tributária efetiva, respectivamente, considerados como determinantes para utilização dessa modalidade de captação de recursos (LEE; FIGLEWICZ, 1999). No tocante ao desenvolvimento metodológico desta pesquisa, foram compostos dois conjuntos amostrais, sendo: (i) grupo de interesse, formando por 39 empresas que emitiram os instrumentos híbridos aqui estudados, presentes em 10 jurisdições; e (ii) grupo de controle, no qual se encontram 107 organizações domiciliadas nos mesmos países e setores, bem como de composição patrimonial similar ao grupo previamente relatado. Foram coletadas observações para essas companhias de dezembro de 2005 a dezembro de 2015, em bases trimestrais, perfazendo um total de 3.386 observações. A leitura das notas explicativas do grupo de interesse indicou que essas empresas registraram os híbridos junto ao PL, considerando elementos interpretativos minimamente questionáveis à luz da essência econômica sobre a forma jurídica desses títulos. Isto é, sob uma análise conjugada dos instrumentos híbridos aqui avaliados com a IAS 32, é possível inferir que a modalidade de contratos analisada se aproxima mais da definição de passivo financeiro do que de instrumento patrimonial. Entretanto, no âmbito dos resultados quantitativos, verificou-se, em linhas gerais, que os modelos de relevância informacional indicam que o montante dos híbridos afeta os preços e retornos acionários dos emitentes não relacionados a projetos de infraestrutura, de maneira positiva e estaticamente significativa. Tal contrariedade pode ser mais bem compreendida aplicando-se o conceito da profecia autorrealizável de Merton (1968), em que o registro contábil de um título como PL, ainda que de maneira equivocada, desencadeará nos agentes de mercado a percepção de que esse de fato possui tal condição, adotando comportamentos que fazem com que a concepção originalmente falsa se torne verdadeira. Do mesmo modo, a ausência de questionamentos por parte dos auditores externos e dos reguladores corroboraria o tratamento empregado pelas organizações, gerando os efeitos descritos nos investidores. Com relação aos fatores determinantes para emissão desses títulos, foi verificado que os emitentes possuem custo de capital próprio superior, são mais alavancados financeiramente e demonstraram cargas tributárias efetivas inferiores aos não emitentes. Dessa maneira, é possível concluir que embora novas modalidades de contratos para obtenções de valores, tais como os instrumentos híbridos, sejam importantes para o financiamento das atividades empresarias, é fundamental que a contabilidade represente de forma fidedigna a natureza econômica desses instrumentos, a fim de que não haja distorções na posição patrimonial das entidades e, por conseguinte, gere vieses nos usuários das demonstrações financeiras.

Palavras-chave: Instrumentos Financeiros Híbridos. Contabilidade Internacional. Custo de Capital. Alavancagem Financeira. Carga Tributária.

ABSTRACT

The main purpose of this thesis was to evaluate the effects of accounting for hybrid financial instruments as equity. Therefore, value relevance econometric models were used, which permit to assess how the accounting figures are assimilated by related stock prices and stock returns (OHLSON, 1995; Aboody et al., 1999; LIMA, 2010; LOPES; Walker, 2012). Additionally, the relationships between these contracts and cost of capital, financial leverage and effective tax rate were observed, respectively, considered crucial to using this fundraising tool (LEE; FIGLEWICZ, 1999). The methodological development of this research was composed of two samples, namely: (i) interest group, formed by 39 companies that issued hybrid instruments in 10 different jurisdictions; and (ii) control group, which comprised 107 organizations domiciled in the same jurisdictions and operating in the same sectors, as well as having their equity composition similar to the interest group. Observations were collected for these firms from December 2005 to December 2015, on a quarterly basis, forming a total database with 3.386 observations. The financial statement footnotes of the interest group analysis indicated that these firms recorded hybrids as equity instruments, considering interpretative elements at least questionable in light of the economic substance over the legal form of these bonds. Therefore, in a combined analysis of hybrid instruments evaluating IAS 32 together, it is possible to infer that these contracts are closer to the concept of financial liability than equity instrument definition. However, under the quantitative finds, it was verified that the amount of hybrids affects the prices and stock returns of issuers, not related to infrastructure projects, in a positive and statistically significant way. The apparent discrepancy in such results might be better understood by applying the concept of self-fulfilling prophecy of Merton (1968), under this prophecy, accounting for such contracts as equity, even if it may be wrong, will trigger on the market players the insight that this accounting may be correct or it has such condition, adopting behaviors that make the original false conception become true. Similarly, the absence of queries by regulators and auditors corroborate the treatment employed by the issuers, supporting the effects described on the investors. Concerning to the determinant factors for the issuance of these bonds, it was found that the issuers have higher cost of capital, are more leveraged and reported lower effective tax rates than non-issuers. Hence, it can be concluded that while new forms of contracts for obtaining resources, such as hybrids, are important for the financing of business activities, it is essential that the accounting model chosen represent faithfully the economic nature of these instruments in order not to create distortions in the financial position and, therefore, generate biases in users of financial statements.

Keywords: *Hybrid Financial Instruments. International Accounting. Cost of Capital. Financial Leverage. Effective Tax Rate.*

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Taxonomia dos instrumentos financeiros híbridos.

Figura 2 – Tempestividade do gerenciamento da estrutura de capital.

Figura 3 – IFH como mecanismo para obtenção de benefícios tributários.

Figura 4 – Jurisdições onde os emissores foram localizados.

LISTA DE GRÁFICOS

- Gráfico 1 – Preços Acionários: Grupo de Interesse versus Grupo de Controle
- Gráfico 2 – Retornos Acionários (3 meses): Grupo de Interesse versus Grupo de Controle
- Gráfico 3 – Custo de Capital Próprio (K_e): Grupo de Interesse versus Grupo de Controle
- Gráfico 4 – Alavancagem Financeira (ALF): Grupo de Interesse versus Grupo de Controle
- Gráfico 5 – Carga Tributária Efetiva (ETR): Grupo de Interesse versus Grupo de Controle
- Gráfico 6 – Histogramas das Variáveis Dependentes
- Gráfico 7 – Histogramas das Variáveis Dependentes em Escala LN

LISTA DE TABELAS

- Tabela 1 – Abordagens estabelecidas por Francis e Schipper (1999)
- Tabela 2 – Características dos Emissores – Grupo de Interesse
- Tabela 3 – Características dos Híbridos
- Tabela 4 – Saldos Totalizados
- Tabela 5 – Composição Amostral por Períodos
- Tabela 6 – Composição Amostral por Setores
- Tabela 7 – Especificações das principais variáveis
- Tabela 8 – Análise das Notas Explicativas Referentes aos Híbridos
- Tabela 9 – Estatísticas Descritivas dos Dados
- Tabela 9.1 – Estatísticas Descritivas dos Dados
- Tabela 9.2 – Estatísticas Descritivas dos Dados
- Tabela 10 – Matriz de Correlação de Pearson
- Tabela 11 – Testes de Anderson-Darling
- Tabela 12 – Testes da Hipótese 1 - *Price Level* - Amostras: Geral e Quartis
- Tabela 13 – Testes da Hipótese 1 - *Returns* - Amostras: Geral e Quartis
- Tabela 14 – Testes da Hipótese 2 - Amostras: Geral e Quartis
- Tabela 15 – Teste da Hipótese 2.1 - Amostras: Geral e Quartis
- Tabela 16 – Teste da Hipótese 3 - Amostras: Geral e Quartis
- Tabela 17 – Teste da Hipótese 3.1 - Amostras: Geral e Quartis
- Tabela 18 – Teste da Hipótese 4 - Amostras: Geral e Quartis
- Tabela 19 – Testes da Hipótese 4.1 - Amostras: Geral e Quartis
- Tabela 20 – Teste da Hipótese 1 - *Price Level* - Origem Jurídica
- Tabela 21 – Teste da Hipótese 1 - *Returns* - Origem Jurídica
- Tabela 22 – Teste da Hipótese 1 - *Price Level*
- Tabela 23 – Teste da Hipótese 1 - *Returns*
- Tabela 24 – Teste da Hipótese 2 – Emissores
- Tabela 25 – Teste da Hipótese 3.1 – Emissores
- Tabela 26 – Teste da Hipótese 4 – Emissores
- Tabela 27 – Regressão Logística
- Tabela 28 – Sumário dos resultados estatísticos

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ALF:	Alavancagem Financeira.
APBO:	<i>Accounting Principles Board.</i>
BACEN:	Banco Central do Brasil.
CAPM:	<i>Capital Asset Price Model.</i>
CPC:	Comitê de Pronunciamentos Contábeis.
CVM:	Comissão de Valores Mobiliários.
EPS:	<i>Earnings Per Share.</i>
ETR:	Carga Tributária Efetiva.
GLM:	<i>Generalized Linear Model.</i>
GR:	Gerenciamento de Resultados.
HPS:	<i>Hybrid Per Share.</i>
HKFRS:	<i>Hong Kong Financial Reporting Standards.</i>
IAS:	<i>International Accounting Standards.</i>
IASB:	<i>International Accounting Standards Board.</i>
IASC:	<i>International Accounting Standards Committee.</i>
IFH:	Instrumentos Financeiros Híbridos.
IFRIC:	<i>International Financial Reporting Interpretations Committee.</i>
IFRS:	<i>International Financial Reporting Standards.</i>
ISIN	International Securities Identification Numbers.
Ke:	Custo do capital próprio.
Ki:	Custo do capital de terceiros.
MBAR:	<i>Market-Based Accounting Research.</i>
OCDE:	Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económico.
PGLM:	<i>Painel Estimators for Generalized Linear Model.</i>
PL:	Patrimônio Líquido.
PSM:	<i>Propensity Score Matching.</i>
PTB:	<i>Price to Book per Share.</i>
SFRS:	<i>Singapore Financial Reporting Standards.</i>
SEP:	Superintendência de Relações com Empresas.
TCL:	Teorema Central do Limite.
TRBC:	<i>Thomson Reuters Business Classification.</i>

TSSDI: Títulos Supersubordinados de Duração Indeterminada.
US GAAP: Generally Accepted Accounting Principles in the United States.
WACC: *Weighted Average Capital Cost – WACC.*

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	19
1.1	Contextualização	19
1.2	Questão de pesquisa.....	27
1.3	Objetivos: geral e específicos.....	28
1.4	Justificativas e contribuições	29
1.5	Limitações da pesquisa	33
2.	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	35
2.1	Instrumentos financeiros híbridos.....	35
2.1.1	Emissão de instrumentos financeiros híbridos e o gerenciamento da estrutura de capital	43
2.2	Tratamento contábil dos derivativos embutidos, compostos e o não tratamento explícito dos híbridos (IAS 32 e IAS 39).....	49
2.3	Difusão e complexidade no tratamento contábil dos instrumentos financeiros híbridos	53
2.4	Relevância da informação contábil.....	56
2.4.1	Perspectiva informacional versus perspectiva da relevância do valor..	57
2.4.2	Value relevance e a emissão de instrumentos financeiros híbridos	58
2.5	Determinantes para emissão de instrumentos financeiros híbridos	60
2.5.1	O relacionamento entre a emissão de híbridos e o custo de capital próprio	61
2.5.2	A emissão de híbridos e a composição da estrutura de capital.....	65
2.5.3	O benefício tributário como determinante à emissão de IFH.....	68
3	METODOLOGIA.....	73
3.1	Seleção amostral.....	73
3.1.1	Composição do grupo de interesse – Emissores de Híbridos	74
3.1.2	Composição do grupo de controle – Não Emissores de Híbridos	84
3.1.3	Formação da base de dados	86
3.2	Modelos para detecção do value relevance	88
3.2.1	Modelo de preços adaptado para o teste da Hipótese 1 – <i>Value Relevance</i>	89

3.2.2	Modelo de retornos adaptado para o teste da Hipótese 1 – <i>Value Relevance</i>	92
3.3	Modelos desenvolvidos para os testes das demais hipóteses	94
3.3.1	Modelos para os testes das hipóteses 2 e 2.1 – Custo de Capital Próprio	95
3.3.2	Modelos para os testes das hipóteses 3 e 3.1 – Alavancagem Financeira.....	96
3.3.3	Modelos para os testes das hipóteses 4 e 4.1 – Tributação sobre os lucros	97
3.3.4	Regressão Logística considerando os determinantes de forma simultânea	98
3.4	Especificações das variáveis.....	99
3.5	Dados em painel – escolha do modelo de efeitos aleatórios.....	101
4	RESULTADOS	103
4.1	Argumentos verificados nas notas explicativas para o registro dos híbridos no PL	103
4.1.1	Argumentos adicionais verificados nas notas explicativas	109
4.2	Abordagem quantitativa.....	112
4.2.1	Estatísticas descritivas	114
4.2.2	Resultados para amostra geral e quartis – (Bases 1 e 2).....	129
4.2.3	Resultados para origem jurídica – (Base 3).....	144
4.2.4	Resultados para emissores de instrumentos híbridos – (Base 4).....	148
4.2.5	Resultados da Regressão Logística	154
5	CONCLUSÕES.....	157
	REFERÊNCIAS.....	165
	ANEXO – Excertos das Notas Explicativas do Grupo de Interesse	179

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

O inter-relacionamento entre a evolução das atividades econômicas e o desenvolvimento da contabilidade há muito vem sendo objeto de estudo e ênfase. Weber (2010, p. 14)¹ destaca que a “contabilidade concebeu a elaboração de uma racionalidade calculadora a qual proporciona à economia lucrativa uma orientação, de modo exclusivo, pelas probabilidades de mercado, e, também, à economia consuntiva o estabelecimento de um plano econômico para o emprego das quantidades disponíveis de dinheiro”.

Nesse ínterim de recíproca associação, a contabilidade vem ao decorrer das décadas sendo desenvolvida para empregar o melhor tratamento concernente ao reconhecimento, mensuração e evidenciação dos eventos econômico-financeiros.

É de suma importância compreender nesse contexto que a expressão patrimonial denotada pelas demonstrações contábeis não é produto por si, mas sim o desencadeamento de uma sequência de eventos de natureza econômica os quais categorizados sob um determinado imperativo sistêmico possibilitam sua configuração.

Sob esse contexto, é factível admitir que o desenvolvimento contábil esteja mutuamente interligado à progressão econômica. Todavia, sem a pretensão do estabelecimento causal exaustivo, é possível conjecturar que *ex ante* a economia se organiza em novos formatos mercadológicos, e *ex post* a contabilidade se adapta a esses modelos. Segundo D'Áuria (1959, p. 81):

¹ Publicado pela primeira vez em 1924.

Na investigação histórica da gênese da contabilidade ficou, iniludivelmente, demonstrado que o pensamento econômico foi seu primeiro campo e esse continuou a ser, através dos séculos. Desta proposição se conclui que a necessidade do registro dos fatos econômicos evoluiu paralelamente ao desenrolar da atividade dos negócios.

Contudo, nem sempre há uma tempestiva resposta contábil em âmbito normativo que contemple satisfatoriamente os inéditos eventos econômico-financeiros. Muito embora seja indispensável notar que a normatização contábil passa pela natural heurística inerente a esse tipo de atividade. Tão logo, seria pretensioso e incorreto esperar que os tratamentos contábeis acerca de assuntos até então inéditos nessa área do conhecimento possam solucionar tais questões de forma ótima quando de sua primeira versão.

Como consequência desse fato, alguns assuntos perduram por consideráveis períodos como objeto de investigação por parte dos pesquisadores da contabilidade, sem que sejam exauridos, como se verifica no caso dos instrumentos financeiros².

De acordo com Carruthers (2013), os instrumentos financeiros fazem parte de uma evolução financeira, a qual se expandiu rapidamente pelos mercados. Segundo Blancard (2010, p. 68), esses contratos passaram por expressivas inovações nos últimos trinta anos.

A variedade de instrumentos financeiros que existe e poderá existir é incomensurável, sobretudo porque esses contratos estão intimamente ligados à criatividade humana, de tal sorte que os emissores de normas contábeis os tratam de forma taxonômica, ou seja, o agrupamento desses itens deve seguir uma orientação embasada em princípios que reflitam as características principais de ser do instrumento. Por exemplo, aplicações financeiras podem ser categorizadas a princípio como ativos financeiros, de forma que a partir de suas especificidades é possível incluí-las em subcategorias que remetem a fatores de risco como: volatilidade, liquidez, intenção da administração etc.

² Considerando somente as IFRS, é possível observar que o primeiro documento a tratar de instrumentos financeiros, de forma peculiar, foi a IAS 25, publicada em 1986, seguida pela IAS 32, de 1995, IAS 39, de 1998, IFRS 7, de 2005 e a recente IFRS 9, de 2014, a qual se encontra parcialmente finalizada.

Contudo, há situações particulares em que a busca por fatores que determinem o enquadramento de um instrumento financeiro pode promover resultados adversos, como, por exemplo, nos chamados instrumentos financeiros híbridos.

A dispersão de entendimento acerca dessa modalidade de contratos se inicia ainda na definição do que essa categoria representa em termos estritos. Hopkins (1996, p. 33) entende que híbridos são “[...] instrumentos financeiros que incluem atributos de ambos, dívida e patrimônio [...]”. Sadi (2014)³ menciona que:

Instrumentos híbridos nada mais são que produtos financeiros que combinam as características de uma dívida pura e simples, que podem envolver, por exemplo, determinadas particularidades, como grau de subordinação em caso de liquidação extrajudicial, com outras de capital, que, por seu turno, podem (ou não) envolver participação nos resultados do emissor até determinados limites. São híbridos, como a própria expressão afirma, já que provenientes do cruzamento de diferentes espécies ou linhagens.

Todavia, as normas internacionais de relatórios financeiros – doravante IFRS – mais especificamente a IAS 39, sugere outro conceito para o termo instrumento híbrido. Segundo o item 10 do CPC 38 / IAS 39 (2009, p. 12), infere-se que um instrumento híbrido é um contrato principal não derivativo que contém um derivativo embutido. Já a IAS 32 / CPC 39 estabelece o que são instrumentos compostos, sendo contratos que compreendem “tanto um passivo quanto um componente de patrimônio líquido”.

É interessante notar que segundo a perspectiva contábil (e.g., IAS 39), híbridos são formados pela combinação de ao menos um componente de mercado à vista e um item de mercado futuro (i.e., derivativo), enquanto instrumentos compostos são caracterizados pela presença de um elemento de passivo e um elemento de patrimônio. Todavia, no âmbito de outras percepções (e.g., HOPKINS, 1996; SADI, 2014), os instrumentos híbridos também poderiam ser títulos cujas interpretações conduziram ao registro contábil integral como passivo financeiro ou junto ao patrimônio líquido.

³Reportagem do jornal *Valor Econômico* publicada em 22 set. 2014. Disponível em: <<http://www.iasp.org.br/2014/09/instrumentos-hibridos/#!>>.

Dessa forma, compete destacar que os instrumentos financeiros híbridos compreendem um gênero de contratos e não se caracterizam por uma definição singular e exaustiva. Adicionalmente, os híbridos estudados nesta tese residem na perspectiva de títulos cujas características permitem que se discuta sua contabilização integral como passivo financeiro ou instrumento patrimonial⁴.

Esse procedimento encontra-se alinhado com a estrutura estabelecida por Ryan et al. (2001), em que os autores definem a existência de ao menos três gêneros de instrumentos financeiros, os quais são relacionadas à captação de recursos, sendo: i) instrumentos simples, ii) instrumentos compostos; e iii) híbridos.

De acordo com Ryan et al. (2001), os instrumentos simples são caracterizados por serem diretamente reconhecidos como passivo financeiro ou patrimônio, a exemplo de debêntures sem nenhuma característica especial ou ações ordinárias. Já a categoria de instrumentos compostos seria formada pela junção de um título patrimonial com um título de dívida, e.g., debêntures conversíveis em ações. Por fim, a categoria de híbridos possui características de dívida e patrimônio, todavia não é possível que elementos distintos de sua formação sejam desmembrados, cabendo, dessa forma, o reconhecimento contábil interino como passivo ou patrimônio líquido.

Entende-se que adoção dessa definição taxonômica se alinhe melhor aos propósitos dessa tese, bem como seja adequada e de forma mais coerente a uma série de outras pesquisas produzidas a esse respeito

Laurent (2000) assinala que essa modalidade de instrumentos financeiros decorre de uma evolução natural das finanças corporativas referente à captação de recursos, pois permitem a flexibilização dos tradicionais formatos de dívida *versus* patrimônio. Carlin, Finch e Ford (2006) ratificam essa visão destacando que as companhias vêm se valendo de estruturas mais sofisticadas na busca de recursos.

Segundo Botosan et al. (2005), uma das maiores vantagens dessa modalidade de contratos é a possibilidade de serem contabilizados como ingresso de capital junto

⁴Títulos similares às *deferred perpetual notes* emitidas pela Energisa, ver comentários posteriores.

às rubricas de patrimônio líquido. Essa possibilidade de acordo com Magennis, Watts e Wright (1998) auxilia no encontro de uma composição entre passivo e patrimônio, melhorando consequentemente determinados indicadores.

Contudo, se por um lado os instrumentos financeiros híbridos revelam-se como inovadoras alternativas para obtenção de recursos, por outro muito se questiona, sobretudo, a legitimidade de se reconhecê-los como instrumentos patrimoniais. Em observância local, essa expressa contrariedade tem sido engendrada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), conforme pode ser verificado no excerto a seguir:

As áreas técnicas da CVM têm se posicionado contrariamente ao tratamento contábil dispensado a esses instrumentos híbridos/compostos pelas companhias abertas, por entenderem serem os mesmos instrumentos de dívidas em quase sua totalidade. Há características presentes muito peculiares de instrumentos de dívidas. Por exemplo, a obrigação contratual da entidade de efetuar pagamentos futuros permanece pendente até que seja extinta por intermédio de conversão, vencimento do instrumento ou qualquer outra operação [...] (OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP/nº 01/2013).

Um dos casos de maior repercussão acerca desse entendimento foi a emissão de *perpetual notes with interest deferral option*⁵, em 27 de janeiro de 2011, no valor de duzentos milhões de dólares pela Energisa S.A.⁶. Originalmente, a empresa registrou o montante no patrimônio líquido sob a alegação de que as notas perpétuas tinham similaridade a títulos dessa natureza. Compete destacar que esse entendimento potencialmente foi alcançado em conjunto com seus auditores externos, uma vez que não houve menções, ênfases ou ressalvas no relatório de auditoria emitido à época. Porém, a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) da CVM solicitou mais esclarecimentos da companhia e após apreciar as razões determinou que a entidade reapresentasse suas demonstrações contábeis contemplando tais notas como títulos de dívidas. A Energisa buscou recurso contrário à decisão, porém o entendimento foi mantido pelo colegiado da referida autarquia⁷.

⁵ Tradução livre: Notas perpétuas com a opção de diferimento dos juros.

⁶ Para mais detalhes, ver: <<http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=273216&funcao=visualizar&Site=C>>

⁷ Para mais detalhes, ver: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2012/20120124_R1/20120124_D04.html>

Porém, se no âmbito das companhias de capital aberto há por parte do agente regulador contrariedade quanto ao registro de híbridos no patrimônio, a mesma restrição não se verifica nas entidades de capital fechado, que embora não se submetam à supervisão e regulação da CVM, estão sob a análise de seus auditores independentes. O extrato das notas explicativas do exercício de 2014, da Votorantim Industrial S.A., empresa de capital fechado, revela o registro de um instrumento híbrido, diferente do emitido pela Energisa, junto às contas patrimoniais, conforme demonstrado a seguir:

Em dezembro de 2013, a Companhia efetuou sua terceira emissão privada de debêntures, emitindo 90.000 (noventa mil) **debêntures conversíveis em ações**, em série única, da espécie subordinada. As debêntures foram emitidas **com dispensa de registro na CVM ou em quaisquer outros órgãos reguladores, tendo em vista terem sido objeto de colocação privada**, não sujeita aos termos da Lei nº 6.385/76, Instrução CVM nº 400/03 ou da Instrução CVM nº 476/09. A emissão no valor de R\$ 900, com vencimento em dezembro de 2023, tem remuneração de 100% do CDI, acrescida de spread de 1% ao ano, com amortização de juros semestrais. Tais debêntures, integralmente **subscritas por Votorantim Finanças**, são obrigatoriamente conversíveis em ações na data de vencimento, e as amortizações semestrais de juros poderão ser postergadas a critério exclusivo da Companhia. Os debenturistas têm, a partir do 12º mês após a emissão, a opção de converter, total ou parcialmente, as debêntures, bem como os juros acumulados até a data de conversão, em ações, sendo que a conversão total é obrigatória na data de vencimento. Por sua vez, o emissor tem o direito de diferir os pagamentos de juros, e também o de resgatar debêntures à vista a qualquer tempo. Para fins de conversão, cada debênture será convertida em um lote fixo de ações ordinárias, nominativas e sem valor nominal da Emissora. Em caso de postergação do pagamento de juros, a escritura prevê a conversão pelo mesmo fator utilizado para a fixação da relação de conversão das ações. **Com base em tais características, as debêntures foram contabilizadas como um instrumento patrimonial [...]**⁸ (Grifos nossos). (DF's 2014, p. 84).

Adicionalmente ressalta-se que o relatório de seus auditores independentes não contém qualquer menção de entendimento contábil adverso ao tratamento dispensando pela Companhia, sobretudo, pelas características do híbrido da Votorantim serem mais próximas da definição de instrumentos patrimoniais.

Essa divergência quanto ao registro contábil desse formato de captação de recursos verificada junto aos agentes que participam da 'cadeia produtiva' da informação

⁸ Ver:

http://votorantim.mzweb.com.br/votorantim/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=38163#menu_acesso

contábil revela notáveis indicações de que o tema está longe de ser pacificado, ao menos em território nacional.

Em âmbito internacional, é importante destacar ainda que essa discussão permanece na pauta de discussões do *International Accounting Standards Board* (IASB), organização supranacional responsável pela emissão das normas internacionais de relatórios financeiros – IFRS's⁹ – das quais o Brasil tornou-se signatário no ano de 2007, com a promulgação da Lei 11.638.

Uma efetiva mostra da relevância do assunto para comunidade contábil internacional é a existência de uma seção do *discussion paper*¹⁰ do IASB de julho de 2013, documento dedicado a lançar questões fundamentais para reformulação da denominada estrutura conceitual das demonstrações financeiras, na qual o formulador de normas estabelece a discussão.

Em essência, a contrariedade relacionada ao tratamento contábil dos instrumentos híbridos provém de entendimentos díspares acerca da IAS 32, especificamente na definição de passivo cotejada à formulação do que vem a ser PL. Nesse íterim, leituras desatentas e rasas podem levar ao artificial gerenciamento da estrutura de capital, ocasionando percepções equivocadas quanto à posição patrimonial das organizações (SMITH, 2003).

Adicionalmente os instrumentos híbridos poderiam ser utilizados como forma de manipulação da estrutura patrimonial das firmas, acarretando dessa forma uma acentuação nos conflitos de interesses entre agentes e principais discutidos de forma seminal por Jensen e Meckling (1976).

Entretanto, apesar dessa modalidade de instrumentos financeiros residir na vanguarda das discussões contábeis já há algum tempo, bem como propiciar tratamentos excludentes no tocante ao seu registro em rubricas patrimoniais, pouco se questiona ou se investiga acerca das reais intenções que levam uma organização

⁹ IFRS – *International Financial Reporting Standards*.

¹⁰ Em tradução literal: minuta para discussão.

a buscar recursos por meio dessa alternativa, ao menos empiricamente, bem como sobre qual a percepção dos investidores acerca do registro contábil desses títulos no patrimônio.

Ressalta-se que os determinantes para emissão de títulos dessa natureza são tomados em sua maioria como consequência da colocação desses papéis no mercado, quando em tese poderiam propiciar respostas mais profícuas se compreendidos no âmago dos fatores motivacionais que estimulam a colocação desses papéis.

Dentre os determinantes econômicos que motivam a emissão dessa categoria de contratos Lee e Figlewicz (1999), em estudo aplicado ao mercado norte-americano, destacam-se os seguintes: (i) otimização da estrutura de capital; (ii) melhoria de indicadores financeiros; e (iii) obtenção de benefícios tributários.

Em uma visão preliminar, estariam contidos no item (i), otimização da estrutura de capital, estímulos relacionados a custos mais baixos de captações de recursos. Já no segundo determinante (ii), estaria implícita a busca por melhores referências de endividamento e solvência. Por fim, na terceira (iii), vertente residiria o uso de instrumentos híbridos como forma de planejamento tributário, dado que algumas jurisdições permitem em seu regramento tributário local que os valores pagos como contraprestação desses títulos sejam tratados como despesas dedutíveis junto ao imposto sobre o lucro (BARSCH, 2012).

Tão importante quanto os fatores que levam a emissão de instrumentos híbridos é a forma como os investidores reagem ao verificarem o alargamento do PL por tais títulos. Esse aspecto é fundamental, sobretudo quando considerada a relevância da informação contábil junto ao mercado de capitais.

Destaca-se que tal interrelação vem sendo estudada em uma série de outras pesquisas em contextos variados (e.g., FRANCIS; SCHIPPER, 1999; HOLTHAUSEN; WATTS, 2001; BARTH et al., 2001; LOPES, 2001; BARTH; CLINCH, 2009; LIMA, 2010).

1.2 Questão de pesquisa

De acordo com Martins e Theóphilo (2009, p. 22), “a formulação do problema envolve processos metodológicos de ordem lógica. Formular um problema é uma operação genuinamente lógica. A base dos pressupostos para formulação do problema é encontrada na ‘lógica da investigação científica’, também denominada ‘lógica dialética’”.

Sob essa orientação, é permitido conjecturar que as exposições relacionadas à contabilização dos instrumentos híbridos podem expressar a busca por escolhas contábeis convenientes aos emissores desses contratos, enviesando as tomadas de decisões por parte dos usuários das informações contábeis.

Sunders (2014) destaca que as escolhas contábeis recebem influência de estímulos que partem do contexto microeconômico no qual as organizações estão inseridas, dessa maneira, reforça-se a ideia de que a contabilização dos híbridos como passivo ou patrimônio líquido pode estar ligada muito mais às necessidades de se expressar determinados posicionamentos por parte dos emitentes do que necessariamente à avaliação técnica das características primárias dos contratos.

Tal abordagem converge para a ideia de que a contabilização dos instrumentos híbridos aqui estudados afetaria a relevância informacional das demonstrações financeiras, subsequentemente, impactando as tomadas de decisões por parte dos usuários desses números. Nesse contexto, a questão central deste estudo foi posicionada da seguinte forma:

Há relevância informacional na contabilização de instrumentos híbridos junto ao patrimônio líquido para determinação dos preços e retornos acionários?

De acordo com Creswell (2010, p. 161), “a questão central é uma questão ampla que pede uma exploração do fenômeno ou do conceito central de um estudo”. Nesse sentido, adjacentes à abordagem principal deste trabalho, foram avaliadas as seguintes associações:

- a) Qual a influência da emissão de instrumentos financeiros híbridos no custo de capital próprio?
- b) Qual a relação entre a emissão de instrumentos financeiros híbridos e a estrutura de capital?
- c) Qual a associação entre a tributação sobre o lucro e a emissão de instrumentos financeiros híbridos?

A integração dos resultados obtidos por meio dos questionamentos elencados permitiu que se contemplasse de maneira holística a avaliação do problema pesquisado nesta tese.

1.3 Objetivos: geral e específicos

Este estudo teve como objetivo geral analisar a relevância informacional da contabilização dos instrumentos financeiros híbridos. Adicionalmente, foi estudado o inter-relacionamento entre os determinantes econômicos inerentes à atividade de captação de recursos e à emissão de desses títulos.

Nesse íterim, optou-se pelo fracionamento dessa proposta mais ampla sob a forma de objetivos específicos, sendo:

- (i) analisar como participantes de mercado refletem a emissão dos instrumentos financeiros híbridos nos preços das ações de seus emitentes;
- (ii) observar as alterações nos retornos das ações atribuídas à colocação de IFH.
- (iii) avaliar o impacto da emissão de híbridos sobre o custo de capital em uma perspectiva longitudinal (i.e., antes e após a referida emissão);
- (iv) contemplar o efeito desses títulos sobre a estrutura de capital, considerando janelas temporais precedentes e posteriores à emissão;
- (v) observar a implicação dos híbridos no que concerne à tributação sobre o lucro, em âmbito precedente e após a emissão desses papéis; e
- (vi) estudar o impacto de tais colocações quanto à capitalização de mercado das firmas optantes por essa modalidade de captação de recursos.

Em face dos objetivos específicos listados, foram utilizadas amostras formadas por organizações emitentes de instrumentos financeiros híbridos comparativamente a organizações que não se valeram dessa forma de obtenção de recursos, formando assim um grupo de interesse e um grupo de controle.

Destaca-se que a composição amostral foi realizada em jurisdições signatárias ou complacentes das IFRS como *proxy* da conservação de um ordenamento contábil equivalente. Mais detalhes acerca da operacionalização metodológica desse conceito encontram-se na seção 3.

1.4 Justificativas e contribuições

Embora os instrumentos híbridos venham sendo rotineiramente elencados como um tema de pesquisa ávido em outras áreas do conhecimento, tais como o direito (e.g., GALHARDO; JÚNIOR; ASSEIS, 2014; LOPES, 2014; KLOSTERMANM, 2007) e finanças (e.g., DUTORDOIR; GUCHT, 2007; AMMANN; KIND; WILDE, 2003; ROON; VELD, 1998; LEE; GENTRY, 1995), poucos estudos têm sido verificados no âmbito

da contabilidade, apesar dessa rememoração estar presente no argumento de alguns pesquisadores.

Swieringa e Morse (1985) advertem acerca da necessidade de os contadores reconhecerem um formato de registro dos híbridos de maneira que sejam avaliadas as características dos instrumentos. Fields, Lys e Vincent (2001) destacam a necessidade de serem concebidas regras claras intuindo práticas contábeis inequívocas por parte das instituições acerca desse assunto.

Contudo, a justificativa para condução deste estudo não reside unicamente no suprimento de uma lacuna relacionada à literatura contábil. Há motivações adicionais de elevada ordem que qualificam o desenvolvimento do tema, tais como a inserção do assunto na pauta do IASB, os conflitos de entendimentos técnicos entre a comissão de valores mobiliários e as companhias de capital aberto que têm buscado a emissão de híbridos como alternativa para captação de recursos, o posicionamento leniente das firmas de auditoria acerca do tema, a possibilidade de se alterar a hierarquia de direitos societários relacionados às rubricas patrimoniais, o uso indiscriminado desse tipo de instrumento financeiro como forma de gerenciar a estrutura de capital, a colocação de títulos subprecificados no mercado que somente são adquiridos em operações pré-formatadas junto aos principais investidores do grupo. Em suma, há uma ampla variedade de perspectivas que denotam a relevância da temática.

No âmbito acadêmico, o presente estudo diferencia dos demais artigos já produzidos a respeito do assunto, sobretudo por considerar uma amostra *cross-country*, bem como avaliar entidades emitentes e não emitentes de instrumentos dessa natureza, permitindo assim que os resultados expressem um painel holístico acerca da percepção dos investidores sobre a colocação desses papéis junto ao PL, bem como dos fatores que motivam a emissão de instrumentos financeiros híbridos.

Igualmente, espera-se que o presente material possa fomentar as discussões dos emissores de normas contábeis (e.g., IASB, CVM etc.) permitindo uma análise à luz da perspectiva de mercado sobre esses títulos, acrescida a análise dos fatores motivacionais que conduzem à emissão desses títulos.

É importante ressaltar a verificação de uma expressiva emissão de instrumentos financeiros híbridos em algumas jurisdições (e.g., França, Hong Kong, Singapura) nos últimos anos. Muito embora essa forma de obtenção de recursos possa ser uma importante estratégia junto à busca de fontes de valores, é importante reforçar a necessidade de que tais transações tenham sua substância econômica fielmente refletida nas demonstrações financeiras, inibindo o gerenciamento da estrutura de capital (CARLIN; FINCH; FORD, 2006).

No cunho das contribuições esperadas desta tese, encontra-se a busca pelas idiossincrasias da contabilidade como sistema informacional associado aos eventos de natureza econômica. Analisar essa modalidade de instrumento no tocante aos fatores que motivam a sua emissão é, sobretudo, retomar a informação contábil em sua origem mais característica, que seja a mútua associação ao desenvolvimento de novos modelos econômicos.

Logo, é imprescindível rememorar que sob a égide das contemporâneas sociedades anônimas a informação contábil revela-se como um mecanismo ímpar para dissipação de assimetrias informacionais entre os intervenientes de uma organização, logo, a busca pelo coerente registro dos instrumentos financeiros híbridos é essencial para manutenção das relações contratuais nas quais uma entidade se encontra envolta.

Esse argumento ganha expressão quando considerada a abordagem de Ball, Li e Shivakumar (2015), em que os autores constatarem que a adoção das IFRS culminou em expressiva redução no uso de *covenants* de balanço por parte dos credores presentes nas jurisdições em que o ordenamento contábil foi alterado.

Em linhas gerais, os autores mencionados atribuem essa redução à inserção de mecanismos de natureza mais subjetiva, e.g., mensuração a valor justo, os quais permitem posições patrimoniais mais subjetivas e, por conseguinte, mais voláteis favorecendo o gerenciamento da estrutura de capital.

Dessa forma, Ball, Li e Shivakumar (2015) questionam a igual valia desse conjunto de normas contábeis para credores e investidores. Resultados similares foram encontrados no Brasil por Beiruth (2015).

É fundamental ressaltar a esse respeito que a redução no uso de *covenants* contábeis não tem sido verificada somente em países optantes pelo IFRS. Demerijan (2011) constatou que nos Estados Unidos, país em que se utiliza o US-GAAP, houve uma redução de aproximadamente 50% no uso de tais indicadores baseadas em números de balanço patrimonial do período de 1996 a 2007.

Tais achados (e.g., BALL; LI; SHIVAKUMAR, 2015; BEIRUTH, 2015; DEMERIJAN, 2011) podem ser compreendidos como uma reação dos credores ao uso de demonstrações dotadas de maior subjetividade na seleção das políticas contábeis, tão logo a aversão apresentada por esse grupo de usuários das demonstrações financeiras esteja sendo refletida na redução do emprego dos números contábeis como referência para verificação do cumprimento das relações contratuais entre as empresas e seus intervenientes. Ver pressupostos da teoria contratual da firma (SUNDERS, 2014).

Sob uma perspectiva adicional, é factível conjecturar que dadas duas alternativas de políticas contábeis condizentes e previstas em um ordenamento, seja USGAAP ou IFRS, haverá por parte das empresas uma natural seleção do tratamento que lhes traga maiores vantagens, mesmo que isso acarrete redução informacional para os usuários externos.

Sendo assim, a emissão e a consequente contabilização de instrumentos híbridos parecem estar contidas nesse íterim, pois havendo por parte das empresas estímulos para emissão e registro desses títulos junto às rubricas patrimoniais, as organizações assim procederão, não obstante esse comportamento possa implicar reduções qualitativas na informação contábil.

Contudo, é esperado que agentes de mercado, mais especificamente investidores, reflitam nos preços das ações os atributos da qualidade informacional.

Outro relevante ponto acerca da emissão dos híbridos encontra-se no documento emitido pelo *International Financial Reporting Interpretations Committee* – IFRIC – em março de 2006¹¹, com o intuito de endereçar os principais aspectos do registro contábil dos híbridos. Nesse material, o Comitê emana uma posição inconclusiva quanto à contabilização desses títulos, sendo possível conjecturar que isso possa ter sinalizado a abertura de um precedente favorável à contabilização dos híbridos como PL, muito embora conteúdos gerados pelo IFRIC não incorporem imediatamente as normas internacionais de relatórios financeiros.

Tais aspectos fortalecem o âmago investigativo deste estudo, denotando que suas extensões podem ser do interesse não somente da lide acadêmica, mas também dos formuladores de políticas contábeis, bem como de usuários das demonstrações financeiras, uma vez que a composição da estrutura patrimonial há muito vem sendo utilizada como uma referência para continuidade financeira das organizações.

1.5 Limitações da pesquisa

A multiplicidade de instrumentos financeiros, por conseguinte de híbridos, impede que seja assumida qualquer proposta de verificação exaustiva. Tão logo, os instrumentos aqui estudados situam-se na conflituosa intersecção entre passivo e patrimônio líquido (e.g., Títulos emitidos pela Energisa S.A. ou Títulos Super Subordinados de Duração Indeterminada¹²). Assim, demais instrumentos classificados como híbridos, para os quais já se tenha uma classificação pacificada, não incorporam o objeto de estudo desta tese, como, por exemplo, as ações preferenciais resgatáveis.

Dessa maneira, o enfoque deste estudo permanece nos instrumentos financeiros híbridos, os quais são registrados integralmente como patrimônio líquido. Essa seleção decorreu naturalmente da composição amostral formada por títulos dessa

¹¹ Classification of a financial instrument as liability or equity:
<http://www.ifrs.org/Archive/Documents/8_135_0603ifricob05.pdf>

¹² Titres super subordonnés à durée indéterminée (TSSDI)
<<http://www.bibliobaseonline.com/notice.php?NUMERO=126529&OLD=97545%7C92737%7C97221>>

natureza, os quais foram encontrados em 10 jurisdições optantes ou concessivas ao uso das IFRS.

Nesse contexto é cabível mencionar que as hipóteses elencadas na seção 2 foram desenvolvidas unicamente para o tipo de instrumentos híbridos aqui analisados, eventualmente não sendo aplicáveis para estudos os quais considerem outro conjunto de IFH. Ainda, cumpre ressaltar que esta pesquisa não teve como objetivo analisar a legitimidade da classificação dos registros dos híbridos junto ao PL.

Adicionalmente compete destacar o fato de que o presente material não busca uma solução ótima e definitiva para o formato de contabilização dessa modalidade de contratos vinculados à captação de recursos, mas sim ao redirecionamento da discussão para a percepção dos investidores, tal como para os determinantes que ensejam a emissão de tais títulos, uma vez que se entende que esse alinhamento é imperativo para o correto tratamento nas demonstrações financeiras.

Ressalta-se que somente foram consideradas para fins desta pesquisa jurisdições adotantes das IFRS's ou indiretamente harmonizadas com tal regime. Essa seleção determinística se deu em função do pleito da discussão aqui estabelecida ser eminentemente contábil, tão logo a seleção de outros mercados de capitais, cujas normas contábeis sejam díspares desse ordenamento, poderia causar vieses de toda sorte tanto nos estimadores estatísticos dos modelos propostos na seção 3, quanto no entendimento mais aprofundado da leitura das demonstrações dos indivíduos componentes da amostra.

Outro aspecto a ser ressaltado no âmbito das limitações reside na própria estrutura *cross-country* desta pesquisa. Embora tenha se buscado associar jurisdições com características similares para fins da estimação dos modelos de regressão, não há como garantir, estritamente, a isonomia total dos ambientes legal, político, econômico, dentre outros, os quais afetam e são afetados pelas normas contábeis.

Visando atenuar a essa restrição, os procedimentos adotados sempre foram pautados no precedente de outras pesquisas, dessa forma busca-se justificar a seleção dos procedimentos metodológicos a fim de claramente denotar a maneira como os resultados foram obtidos.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Aqui são apresentados itens fundamentais à formulação de um entendimento mais aprofundado acerca do objeto de estudo desta tese. Julga-se imprescindível o contato com tais argumentações, a fim de que se estabeleça uma discussão de caráter holístico e que contemple a perspectiva do mercado acerca da emissão dos híbridos analisados e dos fatores determinantes para emissão de tais títulos.

2.1 Instrumentos financeiros híbridos

A busca por recursos financeiros é, sobremaneira, um dos mais tradicionais problemas intrínsecos ao arcabouço de conhecimento denominado finanças corporativas. Sua relevância decorre dos impactos inerentes da composição da estrutura de capital (COPELAND; WESTON; SHASTRI, 2003; GITMAN, 2010).

Segundo Jalan e Barone-Adesi (1995, p. 188), “a teoria de finanças ainda tem que resolver o enigma da estrutura de capital¹³”. Os autores retomam nesse contexto a problemática inerente à formulação de uma estrutura de capital ótima que implique o incremento do valor da firma. Sob esse escopo, trabalhos seminais foram publicados ao decorrer da segunda metade do século XX (e.g., MODGLIANI; MILLER, 1958; ROSS, 1976; MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984).

De acordo com Dang, Kim e Shin (2014), desde a publicação do teorema da irrelevância¹⁴ da estrutura de capital por Modigliani e Miller (1958), algumas visões principais sobre a estrutura corporativa de capital têm sido desenvolvidas, sendo suas mais expressivas vertentes a *trade-off theory* e a *pecking order theory*.

No que se refere a *trade-off theory*, pode-se atribuir à Kraus e Litzenberger (1973) a clássica versão da hipótese que considera que as organizações procuram um equilíbrio entre dívida e patrimônio líquido, promovendo assim um balanceamento

¹³ “Finance theory has yet to resolve the capital structure puzzle”.

¹⁴ O termo irrelevância é adotado porque Modigliani e Miller (1958) discorrem sobre a irrelevância da estrutura de capital na formação do valor de mercado das organizações.

dos custos e benefícios de ambas as origens de recursos. Adicionalmente, os autores ressaltam que aspectos de ordem tributária e creditícia também sensibilizam as decisões corporativas junto à obtenção de valores.

Já Myers e Majluf (1984) se destacaram pela ampla divulgação do conceito da *pecking order theory*, que viria a ser um contraexemplo intuitivo da *trade-off theory*, pois preconiza a existência de uma sequência hierárquica acerca das melhores alternativas de fontes de financiamento para os projetos de uma entidade. De acordo com Lee e Gentry (1995, p. 397), “para os gestores financeiros, a hipótese de *pecking order* implica que financiamentos internos são preferíveis a financiamentos externos. Quando financiamentos externos são inevitáveis, dívidas diretas são preferíveis a ações conversíveis e essas últimas são preferíveis a ações ordinárias¹⁵”.

Essa ordenação pode ser traduzida como uma priorização do uso de recursos próprios da entidade, seguida da captação de recursos de terceiros em face da redução da carga tributária pela despesa de juros e da não necessidade de submissão às imposições advindas da presença de sócios não controladores e por fim a colocação primária de ações.

É possível comparar ambas as abordagens e encontrar sentidos opostos em seus modelos lógico-dedutivos os quais buscam explicar a forma como os gestores de finanças corporativas se comportam, no tocante à obtenção de recursos. Segundo a *trade-off theory*, não há um padrão sequencial que acabaria por hierarquizar as fontes de recursos, o que implica a necessidade de acuradas análises a cada nova captação, levando-se em consideração condições macroeconômicas, níveis de alavancagem financeira, benefício tributário dos juros, dentre outros atributos.

Contrariamente, de acordo com a *pecking order theory*, é possível que se estabeleça uma curva de prioridades que auxilie nessa decisão, a qual em síntese poderia ser expressa como um algoritmo.

¹⁵ “for financial managers, the pecking order hypothesis implies that internal financing is preferred to external financing. When external financing is unavoidable, straight debt is preferred to convertible securities and the latter is preferred to common stock”.

Todavia, embora haja pesquisadores favoráveis e contrários às abordagens mencionadas, fato é que essas orientações partilham de alguns aspectos comuns, os quais são tidos como fatores relevantes nos processos de captação de recursos como, por exemplo: impactos em alavancagem financeira, indicadores de liquidez, capitalização de mercado, custo de captação, estrutura de governança corporativa, influências culturais, redução da carga fiscal e tamanho da companhia (BAXAMUSA; JALA, 2014; BHAIRD; LUCEY, 2014; KATAGIRI, 2014; BONAIME; OZTEKIN; WARR, 2014; MITANI, 2014; DROBETZ et al., 2013; JOLIET; MULLER, 2013; RAMPINI; VISWANATHAN, 2013; PALIGOROVA; XU, 2012; KAPLAN; STROMBERG, 2009).

Adicionalmente compete menção ao fato de que ao se inserir aspectos contábeis nessa discussão, o que se verifica é um paradoxo corporativo entre a obtenção de recursos por meio das vias mais vantajosas contraposto ao reconhecimento contábil de rubricas que denotem maior endividamento ou que piores indicadores de alavancagem financeira, o que embora seja correto, tendo em vista que a contabilidade não distorce (ou ao menos não deveria) a realidade econômica, apenas a reflete tal como ela é.

É possível exemplificar essa complexa tomada de decisão ao se retratar uma companhia que encontra no mercado de crédito os menores custos para obtenção de recursos, entretanto possui cláusulas restritivas junto a credores relacionadas ao seu nível de endividamento. Ao se valer dessa forma de capitalização, incorrerá na extrapolação de seus indicadores de solvência, o que eventualmente implicará sanções.

Sob essa contextualização, surgem os instrumentos financeiros híbridos que, segundo Barsch (2012), não possuem uma definição exaustiva dada à vastidão de instrumentos financeiros transacionados na atualidade. Johannesen (2014, p. 40)¹⁶ ressalta que “[...] os instrumentos financeiros híbridos podem combinar características de dívida e patrimônio de diferentes maneiras”. Um exemplo dessa

¹⁶ “[...] *hybrid financial instruments may combine characteristics of debt and equity in any number of ways*”.

combinação é dado pela analogia de Lee e Figlewicz (1999, p. 547)¹⁷ ao afirmarem que “ambos dívida conversível e ações preferenciais conversíveis são títulos híbridos”. Adicionalmente os mesmos autores ressaltam:

A literatura destaca duas razões pelas quais as firmas utilizam valores mobiliários conversíveis para levantar capital externo. Em primeiro lugar, o recurso da conversão serve como um adoçante para os investidores de tal forma que beneficia emissores através de uma taxa de cupom ou dividendos menor do que para contraparte não conversível (Billingsley, Lamy, Marr, e Thompson, 1985). Em segundo lugar, a provisão para conversão configura o “adiamento do patrimônio” para ser “vendido”, por meio da conversão, a um preço mais elevado do que o preço atual da ação. Stein (1992) chama a emissão de títulos conversíveis como a porta de trás do financiamento do patrimônio (LEE; FIGLEWICZ, 1999, p. 548)¹⁸.

Todavia, deve-se ressaltar que esses instrumentos financeiros não se restringem somente a títulos de natureza conversível, tal como exemplificado anteriormente. Há uma ampla gama de possibilidades e arranjos que permitem tal tipologia de contratos. De acordo com Johannesen (2014, p. 40)¹⁹:

[...] instrumentos financeiros podem diferir em N dimensões. Um exemplo de uma dimensão é a maturidade: dívidas podem ter uma maturidade diária, anual ou de 100 anos ao passo que se tenha dívidas perpétuas e ações padrões que nunca maturam. Outro exemplo é o direito de votos: em muitos casos todas as ações carregam o mesmo número de votos, mas é perfeitamente possível dotar ações com direitos extras de votos (e.g., “Ações Classe A”) ou muito limitados (e.g., “Ações Classe B”). Ainda outro exemplo é o retorno, o qual pode ser predeterminado como no caso de empréstimos com taxas fixas ou em alguma extensão depender dos lucros das firmas [...] Baseado nessas observações, parece razoável considerar cada uma das N dimensões como uma seleção contínua a partir de características mais próximas de dívida (e.g., curta maturidade, inexistência de direitos de voto ou taxa fixa de juros) para as características mais

¹⁷ “Both convertible debt and convertible preferred stock are hybrid securities”.

¹⁸ “The literature advances two reasons why firms use convertible securities to raise external capital. First, the conversion feature serves as a sweetener to investors such that it benefits issuers through a coupon or dividend rate that is lower than that for the non convertible counterpart (Billingsley, Lamy, Marr, and Thompson, 1985). “Second, the conversion provision sets up “delayed equity” to be “sold,” via conversion, at a price higher than the current stock price. Stein (1992) calls the issuance of convertible securities backdoor equity financing”.

¹⁹ “[...] instruments can differ in N dimensions. An example of a dimension is maturity: debt can have a maturity of a day, a year or 100 years whereas instruments such as perpetual debt and standard equity never mature. Another example is voting rights: in many cases all shares carry the same number of votes but it is perfectly possible to endow shares with extra voting rights (e.g., “Class A shares”) or very limited voting rights (e.g., “Class B shares”). Yet another example is the return, which may be predetermined as is the case with a fixed interest rate loan or to some extent depend on firm profits Based on these observations, it seems reasonable to consider each of the N dimensions as a continuum ranging from the most debt-like characteristic (e.g., short maturity, no voting rights or a fixed interest rate) to the most equity-like characteristic (e.g., no maturity, maximum voting rights and a return left to the discretion of the firm)”.

próximas de patrimônio (e.g., inexistência de maturidade, máximo direito a votos e um retorno a partir da discricção da firma).

Os híbridos se encontram na intersecção das categorias de títulos de dívida e títulos de patrimônio, o que torna impraticável a criação de uma sintaxe ou algoritmo que determine qual agrupamento deverá recepcionar um instrumento financeiro dessa natureza em uma análise superficial. Dessa maneira, a classificação como dívida ou patrimônio deverá ser feita levando-se em consideração pormenores, que sejam minimamente: a) forma de remuneração; b) prazo de maturidade; c) subordinação a outros instrumentos de dívida e patrimônio; e d) direitos de recompra.

Em essência, a diversificação do processo taxonômico dos híbridos é uma derivação natural da sofisticação dos instrumentos financeiros presentes nos mercados de crédito e de capitais.

Barsch (2012) buscou representar esse processo por meio de uma orientação não exaustiva, a qual pode ser observada na Figura 1.

Figura 1 - Taxonomia dos instrumentos financeiros híbridos

Adaptado de Barsch (2012).

O componente A representa a perspectiva dos títulos de dívida e dos títulos patrimoniais negociados em mercados à vista (e.g., debêntures e ações), enquanto o componente B caracteriza as opções, os futuros e os *forwards*, dado que esse conjunto de derivativos de primeira geração pode ser combinado com itens do domínio A, resultando nos híbridos, que por sua vez são contratos formados por características mais simples ou marcados pela presença de traços dualísticos em versões mais sofisticadas (e.g., debêntures perpétuas com a opção de recompra por parte do emissor).

As operações estruturadas são o resultado dessa mescla de instrumentos primários, todavia, permitindo com maior clareza que se compreenda sua natureza econômica de dívida ou patrimônio. Já os denominados mezaninos (estruturados ou não) representam os híbridos que não permitem essa classificação sob o pressuposto de uma análise superficial. É admissível conceituar que a palavra mezanino remonta intuitivamente à ideia de mediano ou algo que está entre duas categorias. Ou seja, analogamente híbridos dessa natureza estariam entrepostos ao passivo e ao patrimônio líquido dado a consideração de suas características.

Entretanto, embora a perspectiva de Barsch (2012) auxilie no entendimento de como podem ser formados os híbridos, é fundamental destacar que ela não exaure o assunto. Sobretudo, por não considerar certos tipos de instrumentos híbridos, os quais são formados sem a presença de derivativos, como, por exemplo, as *deferral perpetual notes* ou títulos supersubordinados de duração indeterminada (TSSDI). Esses títulos são denominados pelo mercado financeiro como híbridos, pelo fato de conjugarem características que, supostamente, lhes habilitaria o registro seja como passivo ou patrimônio líquido, contudo, em montantes integrais. Aspectos de natureza contábil serão detalhados adiante.

Alinhando-se os conceitos estabelecidos pelas IFRSs com as definições encontradas em pesquisas anteriores, é possível verificar certa difusão quanto aos instrumentos efetivamente elegíveis ao conceito de híbridos. Seguem alguns exemplos sem a pretensão de uma definição exaustiva:

- I. Instrumentos financeiros híbridos pela ótica da IAS 39 são contratos formados pela junção de elementos de mercado à vista e mercado futuro (BARSCH, 2012). Tal categoria também é conhecida como derivativo embutido.

Exemplo: Um instrumento financeiro não derivativo (host contract), que verificadas determinadas condições econômicas, passe a sofrer alterações em seu valor devido ao acionamento de um derivativo embutido em sua estrutura contratual (embedded derivative).

- II. Instrumentos financeiros compostos, isto é, formados pela junção de componentes de títulos de dívida e patrimônio. Os títulos dessa categoria estão previstos na IAS 32 e possuem seu registro contábil parte como passivo financeiro e parte como PL.

Exemplo: Debêntures conversíveis em ações, direito a revelia dos credores.

- III. Instrumentos financeiros híbridos que serão classificados integralmente como passivos financeiros ou patrimônio líquido a depender do entendimento de sua essência econômica em detrimento da forma jurídica. Tal agrupamento se encontra mais próximo das colocações estudadas nesta tese e expressas na seção 3.

Exemplo: Deferral perpetual notes, ações preferenciais resgatáveis etc.

É imprescindível esclarecer que os híbridos não possuem unânime aceitação, ao menos por parte dos acadêmicos ligados à contabilidade e a finanças, acerca do pleito de serem inovações que propiciam a otimização da estrutura de capital. Ammann, Kind e Wilde (2003, p. 652)²⁰, em análise aplicada ao mercado francês de

²⁰ “We find that theoretical values for the analyzed convertible bonds are on average more than 3% than the observed market prices. This result applies to both standard convertibles and exchangeable bonds”.

títulos conversíveis, indicam que: “Nós encontramos que os valores teóricos para os títulos conversíveis são em média 3% superiores do que os valores observados no mercado. Esse resultado se aplica a ambos os títulos conversíveis padrões e intercambiáveis”. Em pesquisa similar, porém desenvolvida no mercado japonês, Greiner, Kalay e Kato (2000, p. 26)²¹ identificaram que:

Nós examinamos uma amostra de 1357 títulos com exigibilidade conversível negociados no Japão. As evidências apresentam fortes indicações de que muitos desses títulos foram subprecificados durante o período de 1982-1992. Os títulos parecem terem sido subprecificados o suficiente para permitir alguma atividade de arbitragem. Como esperado, detentores de títulos conversíveis respondem a extrema subprecificação dos títulos negociando abaixo dos de conversão escolhendo mais frequentemente converter em patrimônio ao invés de vender os títulos.

A indicação de que os híbridos possam ser emitidos em condições de apreçamento abaixo do valor esperado não depõe contra as técnicas quantitativas empregadas à obtenção do montante de face desses títulos, mas sim contra os motivos alegados no momento da emissão, uma vez que essa característica denotaria, em situações extremas, a estruturação de operações artificiais favoráveis ao disfarçado ingresso de capital, sobretudo quando esses instrumentos são negociados com intervenientes de um mesmo conglomerado financeiro, convergindo para terminologia cunhada por Stein (1992), a qual se refere a essa categoria de títulos como sendo a “porta dos fundos” do patrimônio líquido.

Outra controversa e relevante característica desses títulos se dá no aspecto fiscal, especialmente, quando consideradas companhias multinacionais. Essa questão tem se mostrado presente na pauta da Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económico (OCDE). Em 2012, a comissão de assuntos tributários publicou material de consulta buscando expor o problema aos membros participantes da OCDE:

Existem instrumentos financeiros que incluem características de ambos dívida e patrimônio (ou visto a partir do credor / investidor: empréstimos e ações). Esses instrumentos financeiros são usualmente conhecidos como

²¹ “We examine a sample of 1357 callable convertible bonds traded in Japan. The evidence presented strongly indicates that many of these bonds were underpriced all through the sample period 1982–1992. The bonds seem to have been underpriced enough to allow for some arbitrage activity. As expected, convertible bondholders responded to extreme underpricing bonds trading below their conversion value by more frequently choosing to convert to equity rather than to sell the bonds”.

instrumentos financeiros híbridos e incluem instrumentos tais como ações preferenciais e empréstimos com participações nos lucros.

Os estados membros não necessariamente qualificam esses instrumentos da mesma forma (i.e., como dívida em uma jurisdição e investimento em outra) a dupla não tributação pode ocorrer (OCDE, 2012, p. 6)²².

Johannesen (2014, p. 40)²³ complementa esse aspecto afirmando que “isso pode criar um escopo de evasão fiscal, permitindo que firmas que investem em países estrangeiros combinem a debitabilidade das despesas de juros no imposto do país de acolhimento com a tributação favorecida dos dividendos sobre o lucro no país de origem”.

Adicionalmente há a possibilidade de que a emissão de IFH seja realizada com a pretensão uníssona de se afastar o descumprimento de cláusulas contratuais (i.e., *covenants*), dado que a eventual possibilidade de registro junto às rubricas no patrimônio líquido traz impactos favoráveis para estrutura de capital (DUTORDOIR; GUCHT, 2007).

Essa perspectiva encontra-se intrinsecamente relacionada com o gerenciamento da estrutura de capital por meio da informação contábil uma vez que a alocação dos híbridos de forma pretensiosa propiciaria tomada de decisões favoráveis aos ensejos do emissor, a despeito de eventuais equívocos cometidos pelos intervenientes de uma organização.

2.1.1 Emissão de instrumentos financeiros híbridos e o gerenciamento da estrutura de capital

As demonstrações contábeis permitem que partes interventoras a uma organização se posicionem favoráveis ou contrárias ao cumprimento das relações que exercem junto dessa instituição. Sunder (2014) destaca que sob a ótica da Teoria Contratual

²² “There are financial instruments that include characteristics of both debt and equity (or seen from the creditor/shareholder: loan and shares). These financial instruments are usually known as hybrid financial instruments and include instruments such as preferred shares and profit participating loans. Member states will not necessarily qualify these hybrid instruments in the same way. If there is a mismatch in the qualifications of such financial instruments between member states (i.e. as debt in one jurisdiction and as equity in the other), double non-taxation might occur”.

²³ “this may create a scope for tax avoidance by allowing firms that invest in foreign countries to combine tax deductible interest expenses in the host country and tax favored dividend income in the home country”.

da Firma uma empresa seria uma sucessão de contratos, explícitos e implícitos, os quais norteiam esses arrolamentos.

Nesse sentido, a contabilidade perante a conceituação de uma microteoria do controle seria estabelecida como um sistema que busca o repasse informacional às partes que se interessam pelas atividades de uma organização, cabendo para tal atentar-se aos requisitos expressos adiante.

As organizações consistem de indivíduos, cada qual obrigado a contribuir com recursos e com o direito de receber compensações em troca. A busca dos indivíduos em alcançar o seu interesse próprio pode induzir tanto ao conflito quanto à cooperação. Os sistemas de contabilidade e de controle são projetados para garantir que as forças centrífugas do conflito não superem o instinto cooperativo. Isso é alcançado através de cinco funções na implementação e na aplicação de conjuntos de contratos organizacionais: (1) mensurar as contribuições de cada um; (2) mensurar e pagar pelos direitos de cada participante; (3) relatar aos participantes a extensão do cumprimento dos contratos; **(4) distribuir informação a potenciais participantes para manter a liquidez dos vários fatores de mercado dos quais a organização extrai os seus recursos;** e (5) distribuir certas informações como conhecimento comum para ajudar a reduzir os custos de negociação dos contratos. (SUNDER, 2014, p. 7 – **Grifos adicionados**).

Em análise restrita ao item (4), verifica-se que o sistema de informações contábeis deve ser fonte de dados para credores, investidores e demais alocadores de recursos econômico-financeiros, cientificando-os sobre a condição patrimonial de uma organização, sobretudo quando considerada sua capacidade de honrar contratos em que vigora como contraparte. Todavia, essa atribuição pode criar ensejos para que as companhias, de maneira direta ou indireta, alterem as demonstrações contábeis com o intuito de expressar posicionamentos substancialmente favoráveis aos seus objetivos.

Essa possibilidade vem sendo estudada por parte de pesquisadores contábeis há pelo menos sete décadas, considerando-se como marco o estudo de Hepworth (1953). Ao decorrer desse lapso temporal, formou-se um importante segmento de investigação acadêmica na lide contábil denominado gerenciamento de resultados (GR).

De acordo com Schipper (1989), o GR é a prática que consiste na alteração proposital dos demonstrativos contábeis por parte das empresas, no intuito de aferirem ganhos privados. Healy e Wahlen (1999) destacam que essa tentativa de ludibriar os usuários das informações contábeis está sempre atrelada a ganhos de natureza econômica. Entretanto, é importante destacar que o gerenciamento de resultados ocorre dentro do âmbito da legalidade, ou seja, sua efetivação ocorre na realização das escolhas contábeis.

Watts e Zimmerman (1978) condicionam o exercício do gerenciamento de resultados a três perspectivas, sendo estas:

- i) **Remunerações variáveis**, empresas concedentes de planos de incentivos cuja validação decorre da averiguação com base em números contábeis tenderiam a possuir práticas de gerenciamento de resultados mais agressivas.
- ii) **Nível de endividamento**, companhias com maiores exposições ao endividamento gerenciariam mais seus números face à constante necessidade de recursos junto aos mercados de crédito e de capitais.
- iii) **Oneração política**, organizações submissas a imposições normativas de ordem fiscal ou parafiscal tenderiam a possuir maiores predisposições ao gerenciamento de resultados.

Tomando-se de forma isolada a segunda categoria elencada por Watts e Zimmerman (1978), é possível encontrar uma associação linear com as controvérsias relacionadas à emissão de IFH, dado que a preocupação por parte dos gestores corporativos com o grau de endividamento organizacional seria uma justificativa plausível para emissão dos instrumentos financeiros discutidos neste estudo. Sendo assim, a redução do endividamento, ainda que de forma artificial (i.e., por meio do indevido registro de títulos de dívida no patrimônio líquido), proporcionaria vantagens à entidade emissora de tais títulos, pois evidenciaria uma melhor situação patrimonial, bem como facilitaria o atendimento de *covenants* pactuadas em outras transações.

Em face dessa proposição, a terminologia gerenciamento de resultados poderia ser mais bem especificada, nesta tese, como: gerenciamento da estrutura de capital por meio da informação contábil; não havendo nenhuma perda de generalidade em seu sentido, pelo contrário, passando agora a contemplar a possibilidade das organizações sentirem-se estimuladas a apresentar balanços patrimoniais propositadamente formatados sob as diretrizes de ensejos próprios, os quais acarretariam a distorção dos objetivos primários dos números contábeis.

Nesse contexto, é cabível destacar que o gerenciamento da estrutura de capital pode ser motivado pela existência de cláusulas restritivas elencadas a transações passadas, isto é, dívidas contraídas em exercícios anteriores por meio de contratos de financiamentos preteritamente celebrados. Ainda pode ser realizada pela visualização de eventos futuros, tais como captações expressivas de valores, abertura de capital, emissões de títulos de dívidas etc. Contudo, em ambos os casos, o que se estaria por buscar é a apresentação de uma posição contábil destoante da realidade econômico-financeira.

A Figura 2 apresenta fatores motivacionais ao gerenciamento da estrutura de capital considerando a perspectiva temporal de cada ensejo.

Figura 2 – Tempestividade do gerenciamento da estrutura de capital.

Fonte: Autor (2015).

É importante adicionar a essa discussão o fato de que o gerenciamento da estrutura de capital seria favorecido por definições precárias de passivo e patrimônio líquido, o que acabaria por permitir a existência de dúvidas acerca de ambos os grupos quando da análise de casos reais.

Hendriksen e Van Breda (2012) estabelecem que interpretativamente os passivos poderiam ser definidos como obrigações ou compromissos de uma empresa no sentido de entregar dinheiro, bens ou serviços a *outrem* externo em alguma data futura, não excluindo, dessa forma, o reconhecimento de perdas em potencial como passivos, as quais devem ser registradas pelo seu valor esperado.

De acordo com o IFRS, mais especificamente o pronunciamento contábil 25 (IAS 37) – CPC 25 – (2009, item 10) “passivo é uma obrigação legal presente da entidade, derivada de eventos já ocorridos, cuja liquidação se espera que resulte em saída de recursos da entidade capazes de gerar benefícios econômicos”. Essa definição encontra-se alinhada com a do CPC 00 ou Estrutura Conceitual para Elaboração para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro.

Já no que se refere ao patrimônio líquido, Ludícibus (2009, p. 167) amplia o conceito que por muitos é tido como a mera diferença aritmética entre ativos e passivos, destacando que:

[...] Entretanto, o patrimônio líquido, embora em uma avaliação global possa ser mensurado por diferença entre ativo e passivo, contém elementos que caracterizam: interesses residuais em casos de liquidação; interesses em participar em distribuições de dividendos; e direitos de participação no patrimônio líquido de uma entidade em continuidade, no sentido de possível alienação de sua participação ou de aumento de tal participação. À medida que uma boa evidenciação dos elementos constitutivos do patrimônio líquido possa auxiliar no discernimento de tais interesses, estaremos cumprindo a finalidade principal das demonstrações contábeis, ou seja, a de ajudarem o investidor a avaliar a tendência do empreendimento.

A visão de Ludícibus (2009) quanto ao patrimônio líquido é mais ampla do que a abordagem trazida pela Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação do Relatório Contábil-Financeiro (2011) – CPC 00 – a qual se limita a definir esse grupo contábil como sendo “[...] o interesse residual nos ativos da entidade depois de deduzidos todos os seus passivos”.

A partir das definições atuais de passivo e patrimônio líquido do IASB e do CPC, é possível verificar que uma das principais distinções entre ambos os grupos, senão a principal, situa-se na característica da obrigatoriedade de liquidação dos passivos, a qual é inexistente, ou pelo menos deveria ser em itens do patrimônio líquido.

Essa categorização traz consequências imediatas aos híbridos, pois consideradas as diretrizes advindas da teoria da contabilidade financeira não se espera que ingressem junto às linhas do PL nenhum instrumento financeiro que possua, explícita ou implicitamente, obrigações de quitação futura seja por meio do uso de fluxos de caixa ou por meio outros recursos com potencial de gerarem benefícios econômicos.

Hopkins (1996) investigou se a classificação IFH no balanço patrimonial afeta o julgamento do preço das ações por parte de analistas que avaliam papéis listados em bolsas norte-americanas. Em linhas gerais, o pesquisador estabelece que companhias que adicionalmente oferecem emissões subsequentes de ações comuns experimentam uma queda no preço de seus valores mobiliários. Em contraste, empresas que se financiam estritamente com capital de terceiros não sofrem o mesmo efeito. Sob o prisma de uma abordagem comportamental, a contabilização dos híbridos como passivo, patrimônio líquido ou mezanino (i.e., entre o passivo e o patrimônio líquido), tenderia a trazer efeitos distintos aos preços das ações, uma vez que os usuários das informações contábeis se valeriam de experiências passadas (e.g., avaliação entre passivo e patrimônio líquido) para aferirem o preço alvo dos títulos patrimoniais.

Pelo intermédio de uma abordagem experimental, os resultados alcançados por Hopkins (1996) indicam que a contabilização dos referidos títulos, entre as categorias mencionadas, afeta o julgamento dos preços das ações por parte dos analistas financeiros. Analistas que receberam balanços patrimoniais em que os títulos se encontravam registrados nos passivos determinaram preços de ações significativamente superiores aos que receberam demonstrações nas quais os títulos encontravam-se junto às rubricas de PL, ratificando a expectativa de que a análise desses profissionais retoma experiências e conhecimentos prévios de seu cotidiano. Em destaque Kahneman (2012) estabelece que esse comportamento é advindo do

conceito de ancoragem, sob o qual os indivíduos se apegam a determinadas referências face ao ineditismo da tomada de decisão em situações novas.

2.2 Tratamento contábil dos derivativos embutidos, compostos e o não tratamento explícito dos híbridos (IAS 32 e IAS 39)

Os normativos contábeis que tratam da contabilização e apresentação de instrumentos financeiros, atualmente em vigor, são: IAS 32, IAS 39 e a IFRS 7²⁴, no tocante à divulgação, dos quais os dois primeiros possuem teor mais relevante para discussão aqui estabelecida. É oportuno destacar que a IFRS 9 entrará em vigor a partir de janeiro de 2018, entretanto, seu atual texto não possui implicações quanto ao registro e evidenciação dos IFH aqui analisados.

Dessa maneira, é importante salientar que, mesmo que os normativos supracitados sejam em partes revogados em um futuro próximo, esse fato em nada invalida a presente tese. Igualmente é necessário compreender as definições contábeis acerca dessa modalidade de contratos, pois grande parte dos ruídos comunicacionais entre estruturados de operações e agentes ligados à emanção das demonstrações financeiras pode ser atribuída ao deficiente entendimento de tal abordagem.

Compete ressaltar ainda que as discussões presentes nesta seção estão focadas na identificação de critérios que satisfaçam o reconhecimento contábil dos híbridos, seja como passivo ou patrimônio líquido. Questões também relevantes, como a metrificação do valor justo de títulos dessa natureza, não compõem o objeto focal dessa tese e por essa razão não foram mencionados nas explicações seguintes.

Segundo a PwC (2012, p. 7001)²⁵:

²⁴ Tais normas contábeis foram traduzidas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis sob a terminologia de CPC 38 – IAS 39, CPC 39 – IAS 32 e CPC 40 – IFRS 7.

²⁵ “IAS 32 ‘Financial instruments: presentation’, contains the principles for distinguishing between liabilities and equity issued by an entity. The substance of the contractual arrangement of a financial instrument, rather than its legal form, governs its classification. The overriding criterion is that if an entity does not have an unconditional right to avoid delivering cash or another financial asset to settle a contractual obligation, the contract is not an equity instrument”.

IAS 32, 'Instrumentos financeiros: apresentação', contém os princípios para distinção entre passivos e patrimônio líquido emitidos por uma entidade. A substância do arranjo contratual de um instrumento financeiro, mais do que sua forma legal, governa esta classificação. O critério primordial é que se uma entidade não tiver um direito incondicional de evitar a entrega de caixa ou outro ativo financeiro para liquidar uma obrigação contratual, o contrato não é um instrumento patrimonial.

Novamente recorre-se à definição formal do que vem a ser um passivo, ou seja, uma transação a qual se espera liquidação. É interessante notar que a Figura 1 expressa uma vasta possibilidade de se criar instrumentos híbridos, todavia, uma vez que se estabeleça para esses contratos a condição inequívoca de entrega de caixa ou outro ativo financeiro, se estará por definir a sua natureza de título de dívida, isto é, a sua natureza de passivo.

A discussão inerente à apresentação dos instrumentos utilizados na captação de recursos encontra-se nos parágrafos 15 a 27 da IAS 32 – CPC 39. Mais especificamente são esses itens do documento que explicitam as condições necessárias para que um título possa ser caracterizado como um instrumento patrimonial. Logo, por exclusão, contratos utilizados na captação de recursos que não satisfaçam tal regramento deverão ser apresentados como passivos financeiros.

O rigor trazido pela IAS 32, quanto à inserção de derivativos na elaboração de operações mais sofisticadas, ressalta uma preocupação adicional por parte do IASB quanto ao alargamento do patrimônio líquido com a emissão de títulos cuja essência econômica seja de passivos financeiros, retomando a ideia previamente discutida acerca do gerenciamento da estrutura de capital. Schneider, McCarthy e Hagler (1997, p. 97)²⁶, corroborando com isso, destacam que “as regras das demonstrações financeiras para dívidas conversíveis afetam a posição financeira e os lucros das empresas emissoras”.

A IAS 32 ainda evidencia a existência de diferentes condições para que um título possa ser apresentado no patrimônio do emissor. No entanto, tais critérios de avaliação visam basicamente inibir o registro junto ao PL de instrumentos financeiros sujeitos a obrigatoriedade de liquidação financeira ou equivalente.

²⁶“Financial reporting rules for convertible debt affect the financial position and earnings of issuing firms”.

Em síntese, os critérios estabelecidos nos parágrafos 15 a 27 da IAS 32, os quais são utilizados para distinção entre títulos de dívida e de patrimônio, expõem que a aceitação de títulos junto ao PL requer o cumprimento de basicamente três critérios, sendo: i) inexistência de obrigações financeiras em entregar caixa ou equivalente; (ii) ausência de compulsões que forcem o emissor a entrega de um número variável de instrumentos patrimoniais; e no caso de um derivativo se aplica o item; e (iii) garantia de que haverá uma conversão por montante fixo de instrumentos patrimoniais.

Em essência, tais determinações devem ser vistas como uma forma de assemelhar os detentores desses instrumentos a acionistas ou investidores e não a credores disfarçados.

O regramento supracitado pela IAS 32 é uma exemplificação clara da aplicação da primazia da essência econômica sobre a forma jurídica. É coerente destacar que essa terminologia não evoca uma competição entre a Contabilidade e o Direito, mas sim direciona o objeto de análise e de referência da informação contábil, que é o evento econômico e não o fato jurídico. Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (2011, p. 3):

A primazia da essência sobre a forma como elemento central do processo de preparação de demonstrações financeiras que representem verdadeira e apropriadamente a realidade econômica se aplica a todo o processo contábil, na integralidade dos assuntos cobertos pelas normas. No contexto do mercado de capitais, destaca-se, entre outras, a questão da **classificação dos instrumentos financeiros como passivos ou instrumentos de capital** na representação da realidade econômica das companhias abertas. Neste tópico, atenção especial deve ser dada à essência desses instrumentos vis-à-vis as consequências extremamente indesejáveis que a contabilização inadequada pode gerar para investidores, credores e demais interessados no desempenho das companhias. **(Grifos adicionados)**.

Outro importante tratamento contábil acerca dos híbridos encontra-se expresso no parágrafo 10 da IAS 39 – CPC 38, o qual determina que os derivativos embutidos nesses instrumentos financeiros sejam desmembrados em situações nas quais as características econômicas e os fatores de riscos atinentes aos derivativos sejam distintos dos demais componentes do contrato. Segundo o referido pronunciamento, “O derivativo embutido faz com que alguns ou todos os fluxos de caixa que de outra forma seriam exigidos pelo contrato sejam modificados [...]”.

Destaca-se que um derivativo isolado de um instrumento financeiro (e.g., uma opção ou um futuro) combinado apenas para formulação de um produto não é um derivativo embutido, tão logo, sua contabilização deverá seguir o tratamento normal preconizado pelo mesmo normativo, ou seja, mensuração ao valor justo por meio do resultado, exceto para situações que se opte e se comprove a contabilidade de proteção (i.e., *hedge accounting*).

Em linha sequencial, os parágrafos 11, 11A, 12 e 13 da IAS 39 buscam encadear um racional explícito das condições a serem atendidas para que haja a correta separação entre o componente derivativo dos demais instrumentos financeiros formadores do híbrido.

Conforme mencionada, a primeira verificação reside na avaliação dos riscos e na natureza econômica dos itens que compõem o contrato. Posteriormente caberá avaliar se, após a referida segregação, um ou mais componentes do arranjo inicial possuem de forma concomitante as características de um derivativo, como seguem: i) valor inicial nulo ou pequeno; ii) atrelamento a um ativo subjacente; e iii) liquidação em data futura. Por fim, o instrumento híbrido não poderá estar sendo medido pelo valor justo com as alterações reconhecidas no resultado.

Em suma, verifica-se que o tratamento contábil preconizado tanto pela IAS 32 quanto pela IAS 39 trata basicamente duas das três categorias mencionadas na seção 2.2, sendo: (i) títulos formados pela junção de um componente de mercado à vista e outro de mercado a prazo, isto é, derivativos embutidos; e (ii) instrumentos compostos. Para tanto, tais normativos buscam pormenorizadamente evidenciar características econômico-financeiras do instrumento, a fim de que sirvam como direcionadores, senão uníssonos, ao menos eficazes para sua contabilização.

É imprescindível notar que os híbridos pertinentes à terceira categoria suscitada na seção 2.2, os quais serão interinamente reconhecidos como passivo ou PL, **não são tratados pelas normas, ao menos explicitamente**. Nesse contexto, é factível enaltecer a abordagem utilizada pela Comissão de Valores Mobiliários a qual tem se atido à verificação pormenorizada das cláusulas contratuais de cada instrumento

híbrido dessa natureza emitido, como nos casos MINERVA, MARFRIG, TEC TOY e ENERGISA.

2.3 Difusão e complexidade no tratamento contábil dos instrumentos financeiros híbridos

A contabilização de instrumentos financeiros híbridos é um tópico recente, ao menos no bojo das normas internacionais de relatórios financeiros. Antes da IAS 25 – Contabilização de Investimentos – cuja publicação ocorreu em 1986, praticamente nada se mencionava a respeito do assunto, inclusive pouco se cogitava sobre o tratamento geral dos instrumentos financeiros.

Com a emissão da IAS 32 em 1995, o predecessor do IASB o IASC²⁷ elevou o nível técnico da discussão possibilitando o tratamento mencionado.

É importante destacar que para fins de US-GAAP²⁸ já existia desde 1969 uma opinião técnica emanada pela *Accounting Principles Board*²⁹ – APBO 14 – a qual estabelecia perspectivas para o registro contábil de dívidas conversíveis, bem como de ações com direitos a recompra. Todavia, diferentes pesquisadores foram unânimes em ressaltar que a APBO 14 não refletia a substância econômica dessas transações (e.g., DUDLEY; SCHADLER, 1994; BILLINGSLEY; LAMY; THOMPSON, 1986; KING, 1984; BRENNAN; SCHAWARTZ, 1980).

Outro controverso ponto relacionado à contabilização de instrumentos financeiros e, por conseguinte, híbridos, residia na existência de regramentos contábeis assíncronos entre si, os quais variando de forma jurisdicional acentuavam a falta de comparabilidade entre as demonstrações financeiras das companhias (e.g., CHALMERS, 2001; CHALMERS; GODFREY, 2000; BLANKLEY; LAMB; SCHROEDER, 2000; ROULSTONE, 1999; MAHONEY; KAWAMURA, 1995).

²⁷ *International Accounting Standards Committee.*

²⁸ *Generally Accepted Accounting Principles.*

²⁹ Em tradução livre: Junta de Princípios Contábeis.

Contudo é incorreto acreditar que após a publicação da IAS 32 e da IAS 39, bem como da adoção do IFRS por parte dos países signatários do bloco da União Europeia, houve a pacificação das discrepâncias acima destacadas.

Nobes (2013) ressalta que é lugar comum encontrar menções ao fato de que o IFRS é adotado como padrão contábil em mais de 100 jurisdições ao redor do mundo. Todavia, o uso das normas internacionais não suprimiu a existência de disparidades entre os ordenamentos contábeis, segundo o pesquisador.

Corroborando com isso, diferentes pesquisas revelam que a complexidade das IFRSs relacionadas a instrumentos financeiros, por vezes, resulta na aplicação de tratamentos contábeis díspares no tocante ao reconhecimento, mensuração e evidenciação dos instrumentos financeiros (e.g., LOPES; RODRIGUES, 2008; STREET, 2003; JERMAKOWICZ, 2004; SUCHER; JINDRICOVSKA, 2004; LARSON; STREET, 2004).

Outro argumento fundamental para que tais disfunções permanecessem até os dias atuais situa-se no formato de adoção do IFRS por expressiva parte das 138 jurisdições signatárias desse ordenamento de maneira direta ou indireta. Diferentemente do processo brasileiro, representativa parte dos países adotaram as normas internacionais somente para fins de demonstrações financeiras consolidadas, ou seja, nessas localidades, as companhias convivem com dois conjuntos de relatórios contábeis, sendo um local e outro internacional.

Segundo Nobes (2013, p. 84)³⁰, “[...] há dois aspectos regulatórios os quais diferenciam as jurisdições: tradução do IFRS e o cumprimento do IFRS”. Uma das hipóteses aventadas pelo autor indica que a forma como as normas são traduzidas, considerando aspectos etimológicos e semânticos, tem o potencial de afetar a maneira como a aplicação dos conceitos é realizada.

Do mesmo modo, a imposição realizada por meio dos agentes reguladores, *enforcement*, igualmente afeta a qualidade da adoção do IFRS.

³⁰ “[...] *there are two other regulatory issues which differ by jurisdiction: translations of IFRS and enforcement of IFRS*”.

Dessa forma, é possível encontrar organizações que se valem desse contexto para emissão de híbridos e os registra de forma diferente em cada um dos regramentos. Carvalho e Flores (2014, p. 322) exemplificam a questão a partir de um caso real.

Em janeiro de 2013, a Telekom Austria emitiu títulos híbridos no montante de 600 milhões de euros, os quais, segundo a Companhia, são tratados interinamente como patrimônio líquido de acordo com as IFRSs. Contudo, para avaliação por parte das agências de *rating*, tais instrumentos são considerados 50% como passivo financeiro e o restante como patrimônio líquido [...].

Há uma menção especial de que, para fins de atendimento dos padrões contábeis locais, denominados de Austrian-GAAP, os cupons são classificados como despesas de juros. Porém, sob a ótica das IFRSs tais valores são reconhecidos como distribuições de dividendos. Basicamente essa divergência de critérios ocorre pelo fato dos juros serem dedutíveis de acordo com as regras austríacas para fins de determinação do lucro tributável.

Em síntese objetiva, a existência de um hiato entre dois conjuntos de regras contábeis possibilita que as entidades arbitrem a seu favor no uso de IFH, melhorando indicadores financeiros e reduzindo a carga tributária de forma concomitante.

Especificamente no que se refere ao caso brasileiro, ressalta-se que a adoção das IFRS ocorreu tanto em demonstrações consolidadas quanto em demonstrações individuais, impedindo que haja a possibilidade de se utilizar critérios escolhidos por conveniência, ao menos no que se refere aos híbridos.

Cabe salientar nesse ponto o caso das instituições financeiras, as quais submissas à supervisão do Banco Central do Brasil (Bacen), permanecem adotando um conjunto próprio de regras contábeis, denominado pelo mercado como Bacen-GAAP ou Cosif³¹, o qual permite que títulos, cuja substância econômica é notavelmente de dívida (e.g., ações preferências resgatáveis), sejam registrados junto às rubricas do patrimônio líquido.

Ademais, a importância dada pela Comissão de Valores Mobiliários acerca do registro dos híbridos, seja como passivo ou patrimônio líquido, pode ser em relevante parcela atribuída à opção de se utilizar as normas internacionais em livros

³¹ Consolidação do Sistema Financeiro – Cosif.

locais, tendo em vista que ao fazê-lo via a promulgação de dispositivos legais, como a Lei 11.638/07 e a Lei 11.941/09, atribue-se à referida autarquia o direito e a responsabilidade de supervisionar os relatórios contábeis das companhias de capital aberto à luz dessas normas. Tal o Conselho Federal de Contabilidade para as organizações não abertas.

Dessa maneira, ao se cotejar o contexto contábil brasileiro acerca do uso do IFRS com o de outras jurisdições, não seria surpreendente identificar em território nacional uma abordagem mais restritiva e de certa maneira mais rigorosa quanto à classificação de valores junto ao patrimônio líquido, consideradas as condições regulatórias do ambiente.

2.4 Relevância da informação contábil

Atribui-se aos trabalhos de Ball e Brow (1968) e Beaver (1968) a inauguração de um dos campos mais férteis da pesquisa contábil, no qual se associa a relevância informacional dos números reportados ao mercado acionário. Tal linha de investigação foi denominada de *Market-Based Accounting Research*, ou em tradução literal: pesquisa contábil baseada no mercado.

A literatura a respeito da MBAR denota que expressiva parte dos estudos produzidos nesse segmento advém do conceito de *value relevance*, o qual possui uma ampla gama de pesquisas em suas diferentes vertentes (e.g., FRANCIS; SCHIPPER, 1999; HOLTHAUSEN; WATTS, 2001; BARTH et al., 2001; LOPES, 2001; BARTH; CLINCH, 2009; LIMA, 2010, dentre outros).

Francis e Schipper (1999) mencionam quatro abordagens diferentes para o desenvolvimento de pesquisas atreladas ao conceito de *value relevance* das informações contábeis, cujas abordagens e alguns precedentes da literatura encontram-se apresentados na Tabela 1.

Tabela 1 – Abordagens estabelecidas por Francis e Schipper (1999)

Abordagem	Contextualização	Referências
(i) Abordagem fundamentalista	Envolve a determinação do valor intrínseco da empresa sem a referência do preço pelo qual as ações estão sendo negociadas no mercado de capitais. Sob essa perspectiva, a informação contábil causa mudanças nos preços das ações, capturando valores que ainda não foram refletidos nas negociações do mercado de capitais. Abordagem com maior aderência em mercados ineficientes.	BERNARD; THOMAS; WAHLEN, 1997; CHAN et al. 1996; SLOAN, 1996; FAMA; FRENCH, 1992.
(ii) Abordagem preditiva	Perspectiva focada na seleção de variáveis relevantes a serem utilizadas como preditos nos modelos de avaliação. Nesse contexto, a relevância informacional das demonstrações financeiras se daria por meio do seu uso na predição de valores de lucros, preços, dividendos etc.	OU; PENMAN, 1989; LEV; SOUGIANNIS, 1996; DUMONTIER; RAFFOUIER, 2002.
(iii) Abordagem informacional	Sob esse enfoque, os mercados de ações são considerados eficientes e mensurações estatísticas de associações são utilizadas como indicadores para verificar se os investidores usam as informações contábeis para tomarem decisões de alocações de recursos. Nesse contexto, o <i>value relevance</i> da informação contábil é medido a partir das reações de mercado.	BALL; BROWN, 1968; BEAVER, 1968; BEAVER, 1997.
(iv) Abordagem de mensuração	De acordo com esse constructo, o <i>value relevance</i> das demonstrações financeiras é mensurado pela habilidade de se capturar informações independentemente da fonte, todavia, desde que afete o patrimônio.	MARTON, 1998; DUMONTIER; RAFFOUIER, 2002; BARTH et al., 2001.

Adaptado de: FRANCIS; SCHIPER (1999); NILSSON (2003); LIMA (2010).

É interessante notar que sob a perspectiva de Francis e Schiper (1999), as quatro abordagens mencionadas podem se combinar em situações específicas, criando contextos que contemplem mais de uma abordagem simultaneamente.

Nilsson (2003) destaca a relevância da sumarização realizada pelos autores, pois, a partir desse painel, é possível contemplar uma perspectiva holística acerca do espectro teórico que estimula as pesquisas ligadas a MBAR, mais apropriadamente no campo do *value relevance*.

2.4.1 Perspectiva informacional versus perspectiva da relevância do valor

Em incursão adicional pelo conceito do MBAR, é possível notar a contraposição entre duas vertentes correlacionadas ao *value relevance*, respectivamente denominadas como perspectiva informacional e perspectiva da mensuração (NILSSON, 2003).

Essas duas perspectivas basicamente diferem quanto à premissa de que os investidores realmente usam as informações contábeis no apreamento das ações.

Uma vez verificado que os mercados reagem às informações contábeis, presume-se que os investidores se valem dessas informações de tal maneira que os números contábeis possuem valor informacional e são utilizados pelos participantes de mercado (LOPES, 2001; NILSSON, 2003; LIMA, 2010).

Beaver (1997), a esse respeito, ressalta a suposição de que a informação contábil é detentora de conteúdo informacional e que transmite aos investidores informações com potencial de alterar suas compreensões acerca dos fluxos de caixa futuros e em última forma causando alterações nos preços das ações.

Os trabalhos no segmento de *value relevance* buscam avaliar se as informações contábeis sumarizam os eventos incorporados nos preços das ações, implicando que a informação contábil pode prover um valor patrimonial próximo ao valor de mercado (KOTHARI; SLOAN, 1992; DUMONTIER, 2002; BRUGNI et al., 2015).

A distinção desses posicionamentos pode ser sintetizada como a busca pela resposta ao seguinte questionamento: As informações contábeis afetam os preços de ações ou essa relação se estabelece de forma contrária?

Nesse íterim, segundo O'Hanlon (1991), variadas pesquisas vêm sendo produzidas ao longo dos últimos anos com o enfoque em lucros anormais, previsibilidade dos retornos acionários, dentre outras métricas de associação em ambos os contextos.

2.4.2 Value relevance e a emissão de instrumentos financeiros híbridos

Sob o ponto de vista da abordagem informacional disposta na Tabela 1 (BALL; BROWN, 1968; BEAVER, 1968; BEAVER, 1997), e conjugando-se à proposta do uso preditivo das informações contábeis para fins de determinação dos preços acionários, é possível conjecturar que a emissão de instrumentos financeiros híbridos tem o potencial de gerar efeitos na percepção dos investidores, uma vez que altera a composição patrimonial das empresas que se valem dessa modalidade de captação de recursos.

Segundo Scott (2012), há quatro razões que justificam a mudança de comportamento dos investidores (resposta do mercado) em função de informações providas das demonstrações contábeis, sendo:

- i) Os investidores possuem expectativas acerca do desempenho futuro das companhias, isto é, dividendos, fluxos de caixa e/ou lucros, os quais afetam os retornos esperados e o risco atrelado às ações. Essas expectativas são baseadas em todas as informações disponíveis. Todavia, não necessariamente são invariantes entre os investidores, sobretudo porque o volume de informações analisadas pode diferir entre o grupo.
- ii) Uma vez publicado o resultado corrente, alguns investidores cotejarão os valores auferidos comparativamente aos números projetados. Logo, a diferença entre ambos os saldos poderá causar mudanças nas expectativas dos investidores, culminando com o ajustamento nos preços das ações.
- iii) Investidores que tenham elevado suas projeções estarão mais propícios a comprar as ações. Por sua vez, os que tenham reduzido suas expectativas estarão mais propícios a vender tais papéis. Dessa maneira, a avaliação de riscos por parte dos agentes de mercado poderá produzir alterações nos retornos acionários.
- iv) É possível esperar uma elevação no volume de ações negociadas quando da publicação das demonstrações financeiras. Tal efeito é admitido pela incorporação das expectativas dos investidores acerca de suas revisões de expectativas.

Amir et al. (1993), Easton et al. (1993), Ohlson (1995), Barth e Clinch (1996), Aboody et al. (1999) e Lopes e Walker (2012) revelam que existe uma associação positiva e significativa entre o saldo do patrimônio líquido em t_n , o resultado em t_n e o preço³² das ações em t_{n+1} . Isto é, o componente patrimonial do balanço e o resultado divulgado são informações contábeis de valor relevante para previsão dos preços das ações.

³² Geralmente preços três meses após a publicação das demonstrações contábeis.

Tão logo, em linha com os argumentos apresentados por Scott (2012), e considerando-se a abordagem informacional de Ball & Brown (1968), Beaver (1968), Beaver (1997), é possível estabelecer a seguinte hipótese quanto ao registro dos híbridos no patrimônio:

Hipótese 1 – O registro contábil dos instrumentos híbridos no PL é relevante para determinação dos preços e retornos acionários.

É razoável presumir que o preço de uma ação expresse o somatório de seus retornos trazidos a valor presente por alguma taxa representativa do custo de oportunidade dos investidores (PENMAN, 2013). Dessa forma, é esperada a existência de uma associação positiva e significativa entre os híbridos emitidos em t_n com os preços das ações em t_{n+1} , caso haja por parte dos investidores a expectativa de que tais captações estejam atreladas ao desenvolvimento de projetos operacionais futuros, os quais, por conseguinte, elevarão os retornos das ações.

Em situação oposta, acabaria por se verificar uma associação negativa entre os títulos híbridos emitidos em t_n com os preços das ações em t_{n+1} .

Para outras categorias de híbridos, por exemplo, debêntures conversíveis em ações, há precedente na literatura revelando que há expressiva queda nos preços das ações no momento de sua conversão em ações (e.g DUTORDOIR; GUCHT, 2007; LEWIS; ROGALSKI; SEWARD, 2003; BURLACU, 2000; MAGENNIS; WATTS; WRIGHT, 1998; DAVIDSON; GLASCOK; SCHWARZ, 1995).

2.5 Determinantes para emissão de instrumentos financeiros híbridos

Aqui serão apresentados os principais determinantes relacionados à emissão de instrumentos financeiros híbridos verificados na literatura e tomados nesse estudo como objetivos específicos de verificação. O propósito central desta seção reside na formulação de hipóteses que direcionem a investigação empírica de maneira complementar a observação do *value relevance*.

2.5.1. O relacionamento entre a emissão de híbridos e o custo de capital próprio

O processo de otimização entre as taxas de captação de recursos e o retorno gerado pelos valores angariados junto ao mercado financeiro e/ou de capitais há muito vem sendo objeto de estudo no campo das finanças corporativas (e.g., LEE; TU, 2011; CIGOLA; PECCATI, 2005; GUPTA; NEWBERRY, 1997; MILLER, 1977). A interlocução desse diálogo passa explicitamente por relevantes conceitos de finanças, a exemplo do WACC – Custo Médio Ponderado de Capital³³. Segundo Bade (2009, p. 1476), “uma das mais importantes equações na moderna teoria e prática de finanças é a fórmula dos livros-texto sobre o WACC representando a estrutura de capital e resultante consequências tributárias na avaliação de uma série de fluxos de caixas”³⁴.

Segundo Bruner et al. (2009), um aspecto central da teoria financeira é o de que o uso de qualquer fonte de capital impõe um custo de oportunidade aos investidores, especificamente, quando considerados os investimentos de mesma qualidade e de mesmo risco. Como os investidores têm acesso a um grande número de oportunidades financeiras de mercado, os usos corporativos do capital têm de ser comparados com tais alternativas. Para tanto, é utilizado o custo de capital de uma empresa por meio da ponderação de suas fontes de recursos convergindo para o conceito do WACC.

Em âmbito desenvolvimentista, verifica-se que Miller (1977) propôs que o fluxo de caixa, o WACC e o benefício tributário da dívida afetam a avaliação do valor de uma empresa. Precisamente o WACC é a taxa de desconto pela qual se obtém o valor presente dos fluxos futuros de uma organização.

Nesse sentido, Kahraman, Beskese e Ruan (2004) ressaltam que os tomadores de decisões se embasam nos modelos de fluxos de caixa descontados levando em consideração a taxa de desconto. Para Kalu (1999), as alocações de recursos

³³ *Weighted Average Capital Cost – WACC*

³⁴ “One of the most important equations in modern finance theory and practise is the WACC textbook formula accounting for the capital structure and resulting tax consequences on valuing a stream of cashflows”.

conectam-se à racionalidade econômica quando minimamente a taxa interna de retorno de um projeto se iguala ao WACC.

Adicionalmente, o WACC permite que se estabeleça um escalonamento entre as companhias. Mesmo que esteja suscetível a imperativos vinculados a percepções de marca, confiabilidade e demais avaliações não necessariamente financeiras correlatas a uma organização (BABUSIAN; PIERRU, 2010; LIN, 2009).

De acordo com Assaf Neto (2014), a expressão algébrica do WACC pode ser demonstrada conforme a Equação 1.

$$WACC = \left(K_e \times \frac{PL}{P + PL} \right) + \left[K_i \times (1 - IR) \times \frac{P}{P + PL} \right] \quad (1)$$

onde:

K_e - custo do capital próprio;

K_i - custo do capital de terceiros;

IR - alíquota de imposto de renda;

P - capital oneroso de terceiros a valor de mercado; e

PL - capital próprio a valor de mercado.

Muito embora o uso do WACC seja largamente difundido entre acadêmicos e profissionais das áreas de contabilidade, economia e finanças, sua formulação depende da adoção de premissas as quais nem sempre são uníssonas em face dos usuários desse conceito. A esse respeito, Bruner et al. (2009, p. 173) destacam que:

A despeito das orientações fornecidas pela teoria financeira, o uso da expressão de média ponderada para estimar o custo de capital de uma companhia ainda apresenta diversas escolhas difíceis ao profissional. Como demonstram os resultados de nossa pesquisa, o componente mais problemático da estimativa do WACC é o custo do capital próprio; pois, ao contrário dos retornos prontamente disponíveis nos mercados de títulos de dívida, não existe uma contraparte observável para as ações. Isso induz os profissionais a contar com métodos mais abstratos e indiretos para estimar o custo do capital próprio.

Em essência o item K_e denotado na Equação 1 somente pode ser obtido por meio de proxies as quais tentam remontar o contexto de expectativas e riscos pertinente aos investidores acerca da decisão de se tornarem acionistas de um

empreendimento. Dada essa limitação, diferentes pesquisas vêm buscando novos formatos para calcular este componente do WACC (e.g., HOU; DIJK; ZHANG, 2012; OHLSON; JUETTNER-NAUROTH, 2005; EASTON, 2004; GEBHARDT; LEE; SWAMINATHAN, 2001; CLAUS; THOMAS, 2001; GORDON; GORDON, 1997).

Ballwieses e Wiese (2013) destacam a existência de cinco métodos geralmente aceitos para estimação do custo de capital próprio de uma organização, sendo: i) Modelo de precificação de ativos³⁵; ii) Teoria da arbitragem; iii) Modelo Fama-French de três fatores; iv) Modelos derivados; e v) Modelos de custo de capital implícito.

Dentre tais alternativas, os autores destacam que o CAPM é o método mais utilizado, sobretudo por ser também o que proporciona um entendimento mais simples acerca da formação do custo de capital.

Segundo Iquiapaza, Amaral e Bressan (2009), a propositura original do CAPM foi feita por William Sharpe, John Lintner e Jack Treynor. Na publicação seminal de Sharpe (1964), o imperativo para se calcular o valor de um ativo reside no coeficiente β da ação, ou seja, em sua covariância com o mercado. De tal modo, os investidores requerem retornos mais altos por ações com betas elevados, dado sua exposição ao risco global do mercado. Essa conjectura é derivada da proposta de Markowitz (1952) quanto à diversificação de portfólios por meio do risco idiossincrático de cada ativo, tendo em vista que o risco sistêmico (i.e., de mercado) não pode ser diversificado.

A fórmula do CAPM indicada por Sharpe (1964) encontra-se expressa na Equação 2.

$$K_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f) \quad (2)$$

onde:

K_i - custo de capital próprio (i.e., K_e);

R_f - taxa de juros em um título livre de risco;

³⁵ *Capital Asset Price Model* – CAPM.

β_i - o risco relativo de um ativo específico; e

R_m - retorno da carteira de mercado.

Assaf Neto (2013, p. 73) esclarece que “o custo de capital próprio é o retorno mínimo exigido pelos investidores para adquirirem ações de uma empresa. Essa taxa de atratividade, usada para descontar fluxos de caixa previstos para um investimento, é formada pela expressão básica do cálculo do modelo CAPM [...]”.

Compete ressaltar que o Beta da Equação 2 tem por finalidade denotar o grau de risco de um ativo, ou seja, o risco específico. Por essa razão, tal medida vem sendo constantemente utilizada em pesquisas que visam analisar o efeito de alterações em procedimento de natureza contábil (e.g., BARTH; KONCHITCHKI; LANDSMAN, 2013; ECKER et al., 2006; FRANCIS et al., 2004; BOTOSAN; PLUMLEE, 2002).

Nesse contexto, seria possível conjecturar que a emissão de híbridos poderia ser motivada pela verificação de custos de capital próprio inferiores a títulos patrimoniais puros, como ações ordinárias. Lee e Figlewicz (1999) destacam que os híbridos permitem a formação de retornos combinados por características inerentes a títulos de dívida e patrimônio, reduzindo, por vezes, os custos em decorrência da inserção de garantias que mitigam o risco do investimento (e.g., retornos fixos independentes dos resultados aferidos pelo emissor).

Do mesmo modo, a emissão de instrumentos financeiros híbridos pode ser verificada como uma forma atrativa para captação de recursos por organizações com notações de custo de capital próprio superiores a seus pares de mercado.

Tomando esse cenário como base, é possível formular a Hipótese 2 acerca da emissão de IFH comparativamente ao custo de capital próprio:

Hipótese 2 – A emissão de instrumentos financeiros híbridos reduz o custo do capital próprio das empresas que se utilizam dessa modalidade de títulos.

A partir dessa conjectura, é possível derivar tal conceito inferindo-se em uma hipótese secundária:

Hipótese 2.1 – Emissores de instrumentos financeiros híbridos possuem custos de capital próprios estatisticamente superiores quando comparados a não emissores.

Vislumbra-se na Hipótese 2 uma análise longitudinal acerca do custo de capital próprio dos emissores de IFH. Já, no que se refere à Hipótese 2.1, infere-se uma abordagem comparativa acerca de emissores e não emissores ao longo do tempo.

2.5.2 A emissão de híbridos e a composição da estrutura de capital

O processo de obtenção de recursos no mercado de créditos é realizado por meio da emissão de títulos de dívida ou captações de empréstimos, os quais trazem consigo promessas de retornos no formato de juros. Adicionalmente, é comum que essas alternativas de levantamento de recursos contenham exigências suplementares por parte dos credores, sobretudo no intuito de mitigarem o risco de inadimplemento por parte dos tomadores de recursos.

Tais garantias são por vezes expressas na figura de cláusulas restritivas – doravante *covenants* – as quais visam estabelecer condições para que os termos originais da captação permaneçam válidos até a liquidação do montante principal obtido.

É interessante notar como a eminência do descumprimento de cláusulas contratuais aparece com relativa frequência na teoria positiva da contabilidade divulgada por Watts e Zimmerman (1986), especialmente quando se discorre acerca das escolhas contábeis.

Segundo esses autores, o descumprimento de uma cláusula contratual é indesejado, sobretudo por acarretar custos, que vão desde a renegociação do contrato até, em situações mais extremas, à liquidação antecipada dos passivos financeiros. Dessa forma, a inserção de *covenants*, e.g., alavancagem financeira, em instrumentos de captação de recursos de terceiros poderia estimular escolhas contábeis direcionados pela intenção de se melhorar um indicador financeiro, afastando riscos de descumprimentos contratuais.

Sob essa égide, uma variada gama de estudos vem sendo produzidos com a intenção de avaliar se a violação de *covenants*, por si, cria condições favoráveis à seleção de práticas contábeis discricionárias (e.g., SILVA, 2008; HALL; SWINNEY, 2004; BEATTY; WEBER, 2003; SKINNER; DICHEV, 2002; COTTER, 1999; PRESS; WEINTROP, 1990).

Demerijan (2011, p. 178) destaca que “nos últimos anos verificaram-se mudanças impressionantes nas cláusulas restritivas incluídas nos contratos de dívida³⁶”. Em análise mais aprofundada, o autor ressalta que indicadores provenientes de balanços patrimoniais, tais como alavancagem e indicadores de liquidez, vem perdendo relevância. A esse respeito, Dichev (2008) menciona que as mudanças decorrentes das alterações de padrões contábeis trazem certa incipiência quanto ao uso de indicadores originados em bases contábeis não isonômicas ao longo do tempo. Ball, Li e Shivakumar (2015), anteriormente mencionados, encontraram resultados que estariam por ratificar essa leitura do tema.

Autores como Holthausen e Watts (2001), Watts (2003) e Kothari, Ramanna e Skinner (2010) sustentam o argumento de que a tomada de empréstimos com cláusulas restritivas ligadas a indicadores contábeis engendraria nas instituições um comportamento mais voltado ao gerenciamento desses índices. Por exemplo, uma companhia que capta recursos junto a uma instituição financeira e tem por obrigatoriedade a manutenção de um nível de alavancagem financeira baixo estaria mais propícia a alterações artificiais na relação passivo sobre patrimônio do que outras entidades sem essa característica.

A colocação no mercado de capitais de IFH e a sua respectiva contabilização junto ao PL poderia resultar em uma substancial melhoria de indicadores, que, por vezes, são utilizados para fins de atendimentos de *covenants* contratuais.

Igualmente, é importante destacar que a emissão de híbridos e o seu reconhecimento análogo ao ingresso de capital não resulta somente em uma melhoria de natureza patrimonial, como verificado até então acerca da solvência financeira e do nível de endividamento, mas também afeta linearmente o resultado,

³⁶ “recent years have seen striking changes in covenant inclusion in debt contracts”

pois, uma vez que se reconhece um título como patrimônio, os retornos pagos em função de sua captação potencialmente são tratados como dividendos, ou seja, não transitam pelas linhas da despesa, mas sim como uma distribuição de lucros do período.

Com base nessa contextualização, é possível conjecturar que os instrumentos híbridos sejam uma propícia alternativa para que empresas em situação de elevado endividamento atenuem sua condição. Todavia, é natural que tais entidades tenham de oferecer garantias adicionais a seus credores/investidores, sobretudo para que obtenham sucesso na colocação de seus papéis e na captação de valores. Sob essa argumentação, surge a Hipótese 3 deste estudo:

Hipótese 3 – Empresas emitentes de instrumentos financeiros híbridos possuem maiores níveis de alavancagem financeira comparativamente a companhias que não se valem desse recurso.

Do mesmo modo, é possível conjecturar que haja valiosas informações no que se refere à precedência do ato da emissão dos IFH, permitindo que se suponha que a emissão desses papéis ocorre em períodos nos quais as organizações possuem níveis mais acentuados de alavancagem financeira, conforme estabelecido na Hipótese 3.1.

Hipótese 3.1 – A emissão de instrumentos financeiros híbridos é precedida por períodos de elevada alavancagem financeira de seus emissores.

Outra vez a formulação das hipóteses dessa seção segue a lógica das validações longitudinais e comparativas, as quais, respectivamente, visam avaliar o comportamento de um indivíduo ao longo do tempo, bem como cotejar a composição de capital de emissores de IFH com organizações que não se utilizam desses instrumentos.

2.5.3 O benefício tributário como determinante à emissão de IFH

Os trabalhos seminais de Modigliani e Miller (1958) e Miller (1977) já estabeleciam que a vertente tributária configura-se como um importante fator acerca da estrutura de capital das organizações. Rajan e Zingales (1995) ressaltam a ideia de que o modelo de financiamento corporativo pode auxiliar na redução da carga tributária sobre o lucro das instituições, visto que os juros pagos sobre dívidas são incorporados aos resultados como despesas e, conseqüentemente, reduzem a base da tributação.

Jong, Kabir e Nguyen (2008), em análise comparativa, verificaram que as regras pertinentes à dedutibilidade dos juros são alteradas de acordo com cada nacionalidade, evidenciando não somente a autonomia e legitimação jurídica de cada país, mas também a criação de incentivos a formatos de captações de recursos distintos. Por exemplo, em jurisdições onde se permite a dedutibilidade integral dos juros para fins da determinação da base do tributo sobre o lucro, há maiores estímulos à emissão de títulos de dívidas.

Especificamente no que se refere aos híbridos, Lee e Figlewicz (1999) destacam que uma das principais características desses instrumentos é o pagamento de retornos fixos, tendo eles como base o lucro ou o montante principal obtido na transação. Logo, esses supostos dividendos poderiam ser também interpretados como juros remuneratórios o que, conseqüentemente, poderiam dar ensejos para que as organizações os tratassem como despesas e se valessem do benefício fiscal da dívida.

Importantes instituições, a exemplo da OCDE, vêm expressando sua preocupação quanto ao estabelecimento de tratamentos fiscais assíncronos entre as jurisdições no tocante aos híbridos, principalmente, porque essa disparidade permite às companhias a possibilidade de práticas arrojadas de planejamento tributário.

Em essência, o benefício fiscal aqui discutido seria alcançado por meio da dedutibilidade dos juros em uma controlada sediada em um país e a concomitante isenção de tributação dos dividendos pela controladora jurisdicionada em outra

localidade. Essa contextualização seria alcançada por meio de empresas as quais funcionariam como conversores dos instrumentos financeiros emitidos.

Johannesen (2014) exemplifica essa possibilidade por meio de um conglomerado financeiro composto por uma controladora, duas entidades veículos (i.e., conduítes financeiros) e uma controlada, conforme demonstrado na Figura 3.

A Figura 3 denota um investimento proveniente de uma controladora sediada no país de origem do grupo, a qual por meio do uso de veículos financeiros converteria seu aporte de capital para títulos de dívida, valendo-se para tal do uso de IFH. Dessa maneira, os recursos chegariam à subsidiária estabelecida em outra localidade como empréstimos, permitindo que se obtivesse o benefício fiscal da dívida e a isenção da tributação dos dividendos.

Figura 3 – IFH como mecanismo para obtenção de benefícios tributários. Adaptado de Johannesen (2014).

Outro relevante aspecto acerca do uso de IFH no organograma apresentado encontra-se na possibilidade de evasão das regras que objetivam inibir a subcapitalização (TAYLOR; RICHARDSON, 2013; DAHLBY, 2008; RICHARDSON; HANLON; NETHERCOTT, 1998; SMITH, 1996).

No Brasil, por exemplo, foi emitida a lei 12.249, em 2010, estabelecendo limites de dedutibilidade fiscal acerca das despesas de juros pagas em empréstimos mútuos. Todavia, tal legislação não abarca o setor financeiro, conforme exposto no parágrafo 7º do Art. 24:

§ 7º O disposto neste artigo não se aplica às operações de captação feitas no exterior por instituições de que trata o § 1º do art. 22 da Lei nº 8.212, de 24 de julho de 1991, para recursos captados no exterior e utilizados em operações de repasse, nos termos definidos pela Secretaria da Receita Federal do Brasil.

Dessa maneira, é razoável pressupor que as atividades desenvolvidas pelos veículos mencionados na Figura 4 possam ser plenamente desempenhadas por agentes do mercado financeiro, tais como bancos de investimentos.

Outra forma de se obter benefícios tributários por meio do uso de IFH seria a partir da exemplificação mencionada na seção 2.2.1, em que os emissores dessa modalidade de contrato se valeriam da disparidade de tratamentos encontrada em dois ordenamentos contábeis, registrando para fins do atendimento de normas locais (i.e., válidas para fins tributários) os híbridos como passivo e se valendo da dedutibilidade dos juros e, concomitantemente, apresentando-os nas demonstrações financeiras consolidadas como itens do patrimônio líquido sob as diretrizes da IAS 32.

Dada essa contextualização, é factível considerar que uma das alternativas plausíveis como determinante à emissão de instrumentos financeiros híbridos seja a busca pela redução da carga tributária incidente sobre o lucro. Em face desse contexto, são estabelecidas as Hipóteses 4 e 4.1.

Hipótese 4 – Após a emissão de instrumentos financeiros híbridos houve reduções na carga tributária efetiva sobre os lucros.

Hipótese 4.1. – Empresas emissoras de IFH possuem carga tributária efetiva sobre o lucro, reduzida e estatisticamente significativa comparada a companhias não emissoras desses títulos.

A implicação da confirmação dessas hipóteses resultaria não somente na validação das preocupações apresentadas pela OCDE, mas também indicaria que a permissividade de algumas jurisdições quanto à dedutibilidade dos juros de instrumentos híbridos pode criar disfunções na obtenção de recursos de companhias domiciliadas em suas fronteiras, comparativamente a países onde não existem regras similares.

3 METODOLOGIA

Essa tese pode ser caracterizada como uma pesquisa empírico-analítica, a qual, segundo Martins (1994, p. 26), “são abordagens que apresentam em comum à utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativas” em complemento o autor destaca que “a validação da prova [...] é obtida por testes de instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais”. Essa conotação ganha robustez tendo em vista que relaciona um evento empírico às pressuposições teóricas existentes.

O desenvolvimento do presente estudo somente foi possível por meio da utilização de uma abordagem *cross-country*. Isto é, dada a especificidade dos instrumentos híbridos estudados nesta tese, os quais possuem características similares às *deferral perpetual notes*, houve a necessidade de se utilizar mais de uma jurisdição na composição amostral, sobretudo para que a quantidade de emitentes fosse suficiente para o desempenho dos procedimentos estatísticos utilizados. A abordagem adotada por Ball, Li e Shivakumar (2015) serviu como sustentação para tal escolha metodológica.

Nesta parte, são apresentados os procedimentos empregados para verificação e teste das hipóteses mencionadas. Inicialmente são demonstrados os passos para obtenção do conjunto amostral. Posteriormente são expostos os modelos econométricos utilizados na verificação das conjecturas estabelecidas e por fim o método de estimação estatística utilizado para obtenção dos coeficientes analisados.

3.1 Seleção amostral

Nesta seção, encontram-se detalhes sobre: formação do grupo de interesse, do grupo de controle e seleção amostral.

3.1.1 Composição do grupo de interesse – Emissores de Híbridos

Gordon et al. (2013) destacam que muitas pesquisas empíricas se valem do uso de bases de dados automatizadas, isto é, composta por dados secundários. Estudos de natureza *cross-country* seguem a mesma tendência. Inicialmente foi utilizada a base de dados CBonds Financial Information®, a qual acompanha a emissão de títulos ao redor dos principais mercados de capitais do mundo. A partir das ferramentas de filtragem, foram buscados nesse servidor títulos com as seguintes características: i) existência de cláusula de perpetuidade; ii) diferimento dos pagamentos a critério dos emissores; e iii) recompra dos títulos a critério dos emissores.

Após a realização desse procedimento, foram alcançadas 285 emissões de papéis com tais características. Desse total, 210 colocações eram referentes a híbridos ofertados por instituições financeiras, os quais foram desprezados para fins da realização deste estudo. A não utilização de títulos emitidos por bancos e correlatos se deu pela inserção desse grupo econômico em um contexto contábil, por vezes, muito particular, o que poderia criar vieses indesejados nos estimadores estatísticos.

Após esse processo de seleção das organizações elegíveis à formação do grupo de interesse da amostra, iniciou-se o trabalho de coleta e verificação dos memorandos de ofertas desses papéis e demonstrações financeiras dos emitentes, visando em duas instâncias analisar se: i) os títulos emitidos efetivamente continham as características procuradas; e ii) se tais papéis haviam sido registrados no patrimônio líquido. O extrato das notas explicativas demonstrando o registro contábil junto às rubricas patrimoniais encontra-se no Anexo A.

No decorrer dessa etapa, foram retirados da amostragem 28 emissões de empresas chinesas. Foi necessário empregar esse procedimento em decorrência da dificuldade de se encontrar e analisar as demonstrações financeiras emitidas por companhias domiciliadas nessa jurisdição, logo, sob o risco de invalidar os demais componentes da amostra, optou-se pela exclusão de tais organizações.

Dessa maneira, após o processo de validação, remanesceram 47 empresas, das quais 8 eram organizações de capital fechado e foram respectivamente retiradas da

amostra, perfazendo por fim um total de 39 companhias emittentes de híbridos com características similares as *deferral perpetual notes*.

A partir dos *International Securities Identification Numbers* – ISIN's – de cada uma das emissões, foi possível complementar as informações oriundas da base de dados Cbonds com informações disponíveis na Thomson Reuters Eikon®, da qual também foram extraídos os dados utilizados nos modelos econométricos apresentados nas seções subsequentes.

Um sumário das informações alcançadas com base na junção desses dois conjuntos de dados, Cbonds e Eikon, encontra-se apresentado nas Tabelas 2 e 3. Mais especificamente as informações são dispostas em dois grupos gerais, sendo: i) informações referentes aos emissores dos híbridos; e ii) dados referentes aos títulos emitidos. Adicionalmente, destaca-se que das 39 companhias públicas formadoras desse extrato amostral, 10 emitiram mais de um título, isto é, embora a quantidade de linhas presentes na Tabela 3 seja de 65 emissões, dessas somente 39 referem-se a empresas que não se repetem.

Nesse contexto, cabe destacar que para organizações emittentes de mais de um híbrido considerou-se como período focal de entrada no rol dos emissores desses papéis a data de colocação do título mais antigo.

Com base nas disposições da Tabela 2, é possível verificar que os híbridos estudados nesta tese foram emitidos em ao menos 10 jurisdições.

Utilizando a classificação de setores desenvolvida pela Thomson Reuters Eikon®, pode-se observar que das 39 companhias emittentes de híbridos, 15 são do segmento de utilidades, isto é, presentes em ao menos um dos seguintes nichos econômicos: fornecimento de água, energia e/ou telefonia. Esse dado parece estar em linha com a natureza econômica desse ramo de atividade, sobretudo porque empreendimentos desse caráter, por vezes, necessitam realizar captações expressivas de recursos para o desenvolvimento de projetos de infraestrutura, tão logo a busca por mecanismos alternativos aos tradicionais títulos puramente de

patrimônio ou dívida podem ser preferíveis, especialmente se resultarem em encargos pormenorizados.

É importante ainda ressaltar que se objetivou nesse estudo a busca por jurisdições em que as normas internacionais de relatórios financeiros – IFRS – são adotadas como ordenamento contábil oficial em demonstrações consolidadas ou ao menos permitido o seu uso a critério das organizações.

Tabela 2 – Características dos Emissores – Grupo de Interesse

Características dos Emissores				
Referência	Companhia	TRBC Setor Econômico	Jurisdição	Padrão Contábil
1	Porr	Industrials	Austria	IFRS
2	Telekom Austria AG	Utilities	Austria	IFRS
3	Wienerberger	Basic Materials	Austria	IFRS
4	Accor	Consumer Cyclical	France	IFRS
5	Arkema	Basic Materials	France	IFRS
6	Bourbon	Utilities	France	IFRS
7	EDF	Utilities	France	IFRS
8	Eurofins Scientific	Industrials	France	IFRS
9	Groupe Casino	Consumer Non-Cyclical	France	IFRS
10	Orange	Utilities	France	IFRS
11	Technicolor	Consumer Cyclical	France	IFRS
12	Veolia Environnement	Utilities	France	IFRS
13	Deutsche Annington	Real State	Germany	IFRS
14	RWE AG	Utilities	Germany	IFRS
15	TUI AG	Consumer Cyclical	Germany	IFRS
16	Agile Properties	Real State	Hong Kong	HKFRS / IFRS
17	Cheung Kong Holdings	Real State	Hong Kong	HKFRS / IFRS
18	Cheung Kong Infra.	Utilities	Hong Kong	HKFRS / IFRS
19	China Resources Power Holdings	Utilities	Hong Kong	HKFRS / IFRS
20	Hutchison Whampoa	Industrials	Hong Kong	HKFRS / IFRS
21	Li and Fung	Industrials	Hong Kong	HKFRS / IFRS
22	Noble Group	Industrials	Hong Kong	HKFRS / IFRS
23	Sino-Ocean Land	Real State	Hong Kong	HKFRS / IFRS
24	ArcelorMittal SA	Basic Materials	Luxembourg	IFRS
25	Koninklijke KPN NV	Healthcare	Netherlands	IFRS
26	Ezion Holdings	Utilities	Singapore	SFRS
27	Genting Singapore	Consumer Cyclical	Singapore	SFRS
28	Hotel Properties LTD (HPL)	Consumer Cyclical	Singapore	SFRS
29	Hyflux	Utilities	Singapore	SFRS
30	Mapletree Logistics Trust (MLT)	Real State	Singapore	SFRS
31	Olam International	Consumer Non-Cyclical	Singapore	SFRS
32	Vibrant Group	Industrials	Singapore	SFRS
33	Iberdrola	Utilities	Spain	IFRS
34	Telefonica	Utilities	Spain	IFRS
35	Alpiq Holding	Utilities	Switzerland	IFRS
36	Aryzta	Consumer Non-Cyclical	Switzerland	IFRS
37	Hero Group	Consumer Non-Cyclical	Switzerland	IFRS
38	Pennon Group plc	Industrials	United Kingdom	IFRS
39	SSE	Utilities	United Kingdom	IFRS

Fonte: Autor (2016)

Levando-se em consideração o critério anteriormente mencionado e tomando-se como base o material desenvolvido por Pacter (2015), foi possível inserir a última coluna da Tabela 2, em que se menciona o grau de adoção das IFRS em cada um dos países componentes da amostragem e formadores desse grupo de controle.

Tabela 3 – Características dos Híbridos (continua)

Emissores		Características dos Híbridos															Demonstrações Financeiras		
Companhia	País	ISIN	Moeda	Montante Emitido	Montante em USD	Mercado de Emissão	Data de Emissão	Maturidade	Cupom	Frequência do Cupom	Opção	Tipo de Oferta	Oferta Privada	S&P Long-term Issue Credit Rating	Moody's Long-term Issue Credit Rating	Fitch Long-term Issue Credit Rating	Registro Contábil	Páginas	Auditor
Porr	Austria	AT0000A19Y36	EUR	17.054.400	19.100.000	Austria	28/10/2014	Perpetual	6,75%	Fixed Coupon	Callable	Underwritten	NO	---	---	---	Equity	P. 24 / 101 / 152	BDO
Telekom Austria AG	Austria	XS0877720986	EUR	600.000.000	674.280.000	Eurobond	01/02/2013	Perpetual	5,63%	Fixed Coupon	Callable	Underwritten	NO	BB+ 11/08/2014	Ba1 23/10/2013	---	Equity	P. 107 / P. 155	Deloitte
Wienerberger	Austria	DE000A0G4X39	EUR	227.812.000	256.012.878	Germany	09/02/2007	Perpetual	6,50%	Fixed Coupon	Callable	Underwritten	NO	NR 14/12/2012	B1 17/06/2015	---	Equity	P. 92 / 118	KPMG
Accor	France	FR0012005924	EUR	900.000.000	1.011.420.000	Eurobond	30/06/2014	Perpetual	4,13%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	BB 17/06/2014	---	BB 01/07/2014	Equity	P. 20 / 55 / 103	Deloitte & EY
Arkema	France	FR0012278539	EUR	700.000.000	786.660.000	France	29/10/2014	Perpetual	4,75%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Underwritten	NO	BB 17/10/2014	Ba1 03/11/2014	---	Equity	P. 213	KPMG & EY
Bourbon	France	FR0012239531	EUR	120.000.000	112.380.000	France	24/10/2014	Perpetual	4,70%	Floating: Resettable then Floating	Callable	Public Offering	NO	---	---	---	Equity	P. 116	Deloitte
EDF	France	FR0011401728	GBP	1.250.000.000	1.921.625.000	France	29/01/2013	Perpetual	6,00%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Underwritten	NO	BBB 07/05/2015	Baa1 16/04/2015	BBB+ 21/09/2015	Equity	P. 35 / 60	KPMG & Deloitte
EDF	France	FR0011401736	EUR	1.250.000.000	1.404.750.000	France	29/01/2013	Perpetual	4,25%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Underwritten	NO	BBB 07/05/2015	Baa1 16/04/2015	BBB+ 21/09/2015	Equity	P. 35 / 60	KPMG & Deloitte
EDF	France	FR0011401751	EUR	1.250.000.000	1.685.250.000	France	29/01/2013	Perpetual	5,38%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Underwritten	NO	BBB 07/05/2015	Baa1 16/04/2015	BBB+ 21/09/2015	Equity	P. 35 / 60	KPMG & Deloitte
EDF	France	FR0011697010	EUR	1.000.000.000	1.123.800.000	France	22/01/2014	Perpetual	4,13%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Underwritten	NO	BBB 07/05/2015	Baa1 16/04/2015	BBB+ 21/09/2015	Equity	P. 16	KPMG & Deloitte
EDF	France	FR0011697028	EUR	1.000.000.000	1.123.800.000	France	22/01/2014	Perpetual	5,00%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Underwritten	NO	BBB 07/05/2015	Baa1 16/04/2015	BBB+ 21/09/2015	Equity	P. 16	KPMG & Deloitte
EDF	France	FR0011700293	GBP	750.000.000	1.152.975.000	France	22/01/2014	Perpetual	5,88%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Underwritten	NO	BBB 07/05/2015	Baa1 16/04/2015	BBB+ 21/09/2015	Equity	P. 16	KPMG & Deloitte
EDF	France	USF2893TAF33	USD	3.000.000.000	3.000.000.000	Eurobond	29/01/2013	Perpetual	5,25%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	BBB 07/05/2015	Baa1 16/04/2015	BBB+ 21/09/2015	Equity	P. 35 / 60	KPMG & Deloitte
EDF	France	USF2893TAM83	USD	1.500.000.000	1.500.000.000	Eurobond	22/01/2014	Perpetual	5,63%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	BBB 07/05/2015	Baa1 16/04/2015	BBB+ 21/09/2015	Equity	P. 16	KPMG & Deloitte

Fonte: Autor (2016)

Tabela 3 – Características dos Híbridos (continuação)

Emissores		Características dos Híbridos															Demonstrações Financeiras		
Companhia	País	ISIN	Moeda	Montante Emitido	Montante em USD	Mercado de Emissão	Data de Emissão	Maturidade	Cupom	Frequência do Cupom	Opção	Tipo de Oferta	Oferta Privada	S&P Long-term Issue Credit Rating	Moody's Long-term Issue Credit Rating	Fitch Long-term Issue Credit Rating	Registro Contábil	Páginas	Auditor
Eurofins Scientific	France	XS0881803646	EUR	300.000.000	337.140.000	Eurobond	31/01/2013	Perpetual	7,00%	Floating: Fixed then Floating	Callable	Underwritten	NO	---	---	---	Equity	P. 44 / 62	PwC
Groupe Casino	France	FR0010154385	EUR	600.000.000	674.280.000	Eurobond	20/01/2005	Perpetual	1,86%	Floating: Fixed then Floating	Callable	Regulation Sector	NO	BB 03/11/2005	---	BB 26/01/2010	Equity	P. 72	Deloitte & EY
Groupe Casino	France	FR0011606169	EUR	750.000.000	842.850.000	Eurobond	24/10/2013	Perpetual	4,87%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	BB 16/10/2013	---	BB 23/10/2013	Equity	P. 72	Deloitte & EY
Orange	France	XS1028597315	GBP	650.000.000	999.245.000	Eurobond	07/02/2014	Perpetual	5,88%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	BBB- 23/01/2014	Baa3 23/01/2014	BBB- 09/06/2015	Equity	P. 5, 6 e 69	Deloitte & EY
Orange	France	XS1028599287	EUR	1.000.000.000	1.123.800.000	Eurobond	07/02/2014	Perpetual	5,25%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	BBB- 23/01/2014	Baa3 23/01/2014	BBB- 09/06/2015	Equity	P. 5, 6 e 69	Deloitte & EY
Orange	France	XS1028600473	EUR	1.000.000.000	1.123.800.000	Eurobond	07/02/2014	Perpetual	4,25%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	BBB- 23/01/2014	Baa3 23/01/2014	BBB- 09/06/2015	Equity	P. 5, 6 e 69	Deloitte & EY
Orange	France	XS1115490523	EUR	1.000.000.000	1.123.800.000	Eurobond	01/10/2014	Perpetual	4,00%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	BBB- 22/09/2014	Baa3 22/09/2014	BBB- 09/06/2015	Equity	P. 5, 6 e 69	Deloitte & EY
Orange	France	XS1115498260	EUR	1.250.000.000	1.404.750.000	Eurobond	01/10/2014	Perpetual	5,00%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	BBB- 22/09/2014	Baa3 22/09/2014	BBB- 09/06/2015	Equity	P. 5, 6 e 69	Deloitte & EY
Orange	France	XS1115502988	GBP	600.000.000	922.380.000	Eurobond	01/10/2014	Perpetual	5,75%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	BBB- 22/09/2014	Baa3 22/09/2014	BBB- 09/06/2015	Equity	P. 5, 6 e 69	Deloitte & EY
Technicolor	France	FR0010237016	EUR	500.000.000	561.900.000	Eurobond	26/09/2005	Perpetual	3,49%	Floating: Fixed then Floating	Callable	Underwritten	NO	NR 01/06/2010	WR 26/05/2010	---	Equity	P. 172	EY & Mazars
Veolia Environnement	France	FR0011391820	EUR	1.000.000.000	1.123.800.000	France	16/01/2013	Perpetual	4,45%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Underwritten	NO	BB+ 15/11/2013	Baa3 24/09/2014	BB+ 13/11/2013	Equity	P. 106	KPMG & EY
Deutsche Annington	Germany	XS1117300837	EUR	1.000.000.000	1.123.800.000	Germany	17/12/2014	Perpetual	4,00%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Underwritten	NO	BBB- 04/12/2014	---	---	Equity	P. 121	KPMG
RWE AG	Germany	XS0542298012	EUR	1.750.000.000	1.966.650.000	Eurobond	28/09/2010	Perpetual	4,63%	Floating: Resettable then Floating	Callable	Regulation Sector	NO	BB+ 27/08/2015	WR 28/09/2015	WD 07/10/2015	Equity	P. 163	PwC
RWE AG	Germany	XS0652913988	GBP	750.000.000	1.152.975.000	Eurobond	20/03/2012	Perpetual	7,00%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	BB+ 27/08/2015	Ba1 23/10/2015	BBB- 20/08/2013	Equity	P. 163	PwC
TUI AG	Germany	DE000TUAG059	EUR	300.000.000	354.690.000	Eurobond	09/12/2005	Perpetual	7,30%	Floating: Fixed then Floating	Callable	Underwritten	NO	NR 18/06/2015	WR 30/04/2015	---	Equity	P. 29 / 93	PWC

Fonte: Autor (2016)

Tabela 3 – Características dos Híbridos (continuação)

Emissores		Características dos Híbridos														Demonstrações Financeiras			
Companhia	País	ISIN	Moeda	Montante Emitido	Montante em USD	Mercado de Emissão	Data de Emissão	Maturidade	Cupom	Frequência do Cupom	Opção	Tipo de Oferta	Oferta Privada	S&P Long-term Issue Credit Rating	Moody's Long-term Issue Credit Rating	Fitch Long-term Issue Credit Rating	Registro Contábil	Páginas	Auditor
Agile Properties	Hong Kong	XS1022604570	USD	500.000.000	500.000.000	Eurobond	18/02/2014	Perpetual	8,38%	Fixed: Plain Vanilla Fixed Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	B+ 14/10/2014	B1 10/10/2014	---	Equity	P.116 / 172	PwC
Cheung Kong Holdings	Hong Kong	XS0876766766	USD	425.300.000	425.300.000	Eurobond	24/01/2013	Perpetual	5,38%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	---	---	---	Equity	P. 112 / 138	PwC
Cheung Kong Infra.	Hong Kong	XS0740631287	USD	300.000.000	300.000.000	Eurobond	27/02/2012	Perpetual	7,00%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	---	---	WD 04/03/2014	Equity	P. 69 / 114	Deloitte
Cheung Kong Infra.	Hong Kong	XS0543477821	USD	1.000.000.000	1.000.000.000	Eurobond	29/09/2010	Perpetual	6,63%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	---	---	---	Equity	P. 69 / 114	Deloitte
China Resources Power Holdings	Hong Kong	XS0622491701	USD	750.000.000	750.000.000	Eurobond	09/05/2011	Perpetual	7,25%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	BB+ 26/05/2015	Ba2 27/04/2011	---	Equity	P. 36 / 40 / 169	Deloitte
Hutchison Whampoa	Hong Kong	USG4672JAA81	USD	2.000.000.000	2.000.000.000	Eurobond	28/10/2010	Perpetual	6,00%	Floating: Resettable then Floating	Callable	Regulation Sector	NO	BBB 20/10/10	WR 28/10/2015	BBB 06/05/2011	Equity	P. 5 / 58 / 66	PwC
Hutchison Whampoa	Hong Kong	US44842BAA35	USD	1.000.000.000	1.000.000.000	United States	07/05/2012	Perpetual	6,00%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Private placement	YES	BBB 2/05/12	Baa2 03/06/2015	BBB 08/05/2012	Equity	P. 79 / 213	PwC
Li and Fung	Hong Kong	XS0851808435	USD	500.000.000	500.000.000	Eurobond	08/11/2012	Perpetual	6,00%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	BBB- 25/04/13	Baa3 04/12/2013	---	Equity	P. 9 / 19	PwC
Noble Group	Hong Kong	XS0552553850	USD	350.000.000	350.000.000	Eurobond	01/11/2010	Perpetual	8,50%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	---	NR 30/12/2010	---	Equity	P. 137	EY
Noble Group	Hong Kong	XS1079076029	USD	400.000.000	400.000.000	Eurobond	24/06/2014	Perpetual	6,00%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	---	---	---	Equity	P. 124	EY
Sino-Ocean Land	Hong Kong	US82936JAA34	USD	400.000.000	400.000.000	United States	13/05/2011	Perpetual	10,25%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Private placement	YES	---	---	---	Equity	P. 28	PwC
ArcelorMittal SA	Luxembourg	XS0836559178	USD	650.000.000	650.000.000	Eurobond	28/09/2012	Perpetual	8,75%	Semiannually	Callable	Regulation Sector	NO	NR 01/04/2014	WR 20/02/2014	WD 24/02/2014	Equity	P. 100 / 64	Deloitte
Koninklijke KPN NV	Netherlands	XS0903872355	EUR	1.100.000.000	1.428.130.000	Eurobond	14/03/2013	Perpetual	6,13%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	BB 28/02/2013	Ba2 28/03/2014	BB 13/03/2013	Equity	P. 107	PwC
Ezion Holdings	Singapore	SG6UH9000009	SGD	150.000.000	106.511.397	Singapore	19/11/2014	Perpetual	7,00%	Variable: Step Up/Step Down	Callable	Underwritten	NO	---	---	---	Equity	P. 101	KPMG
Ezion Holdings	Singapore	SG6W40985346	SGD	108.259.958	88.759.497	Singapore	14/09/2012	Perpetual	7,80%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	---	---	---	Equity	P. 101	KPMG
Ezion Holdings	Singapore	SG6W42985351	SGD	130.444.508	106.511.397	Singapore	18/09/2012	Perpetual	8,75%	Variable: Step Up/Step Down	Callable	Regulation Sector	NO	---	---	---	Equity	P. 101	KPMG
Genting Singapore	Singapore	SG3257980320	SGD	500.000.000	355.037.989	Singapore	18/04/2012	Perpetual	5,13%	Semiannually	Callable	Public Offering	NO	---	---	BBB 17/04/2012	Equity	P. 38 / 97	PwC
Hotel Properties LTD (HPL)	Singapore	SG6U93981525	SGD	150.000.000	106.511.397	Singapore	04/05/2012	Perpetual	6,13%	Semiannually	Callable	Underwritten	NO	---	---	---	Equity	P. 25	Deloitte

Fonte: Autor (2016)

Tabela 3 – Características dos Híbridos (conclusão)

Emissores		Características dos Híbridos															Demonstrações Financeiras		
Companhia	País	ISIN	Moeda	Montante Emitido	Montante em USD	Mercado de Emissão	Data de Emissão	Maturidade	Cupom	Frequência do Cupom	Opção	Tipo de Oferta	Oferta Privada	S&P Long-term Issue Credit Rating	Moody's Long-term Issue Credit Rating	Fitch Long-term Issue Credit Rating	Registro Contábil	Páginas	Auditor
Hyflux	Singapore	SG2D17969577	SGD	400.000.000	284.030.391	Singapore	25/04/2011	Perpetual	6,00%	Semiannually	Callable	Underwritten	NO	---	---	---	Equity	P. 96	KPMG
Hyflux	Singapore	SG6OE1000007	SGD	300.000.000	213.022.793	Singapore	23/01/2014	Perpetual	7,75%	Semiannually	Callable	Regulation Sector	NO	---	---	---	Equity	P. 96	KPMG
Hyflux	Singapore	SG6SC0000003	SGD	175.000.000	124.263.296	Singapore	29/07/2014	Perpetual	4,80%	Semiannually	Callable	Underwritten	NO	---	---	---	Equity	P. 96	KPMG
Mapletree Logistics Trust (MLT)	Singapore	SG6T57979641	SGD	350.000.000	248.526.592	Singapore	19/03/2012	Perpetual	5,38%	Semiannually	Callable	Underwritten	NO	---	Baa3 19/mar/2013	---	Equity	P. 90 / 140	PwC
Olam International	Singapore	SG6T26979516	SGD	275.000.000	167.435.916	Singapore	01/03/2012	Perpetual	7,00%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	---	---	---	Equity	P. 100	EY
Vibrant Group	Singapore	SG6PF6000006	SGD	100.000.000	71.007.598	Singapore	11/04/2014	Perpetual	7,35%	Variable: Step Up/Step Down	Callable	Regulation Sector	NO	---	---	---	Equity	P. 47 / 80	KPMG
Iberdrola	Spain	XS0808632763	EUR	525.000.000	589.995.000	Eurobond	27/02/2013	Perpetual	5,75%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	BB+ 21/02/2013	Baa3 08/04/2015	BBB- 25/02/2013	Equity	P. 3 / 112	EY
Telefonica	Spain	XS1050461034	EUR	1.000.000.000	1.123.800.000	Eurobond	31/03/2014	Perpetual	5,88%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	BB+ 24/03/2014	Ba1 25/03/2015	BBB- 27/03/2014	Equity	P. 8 / 42	EY
Telefonica	Spain	XS0972570351	EUR	1.125.000.000	1.264.275.000	Eurobond	18/09/2013	Perpetual	6,50%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	BB+ 06/09/2013	Ba1 25/03/2015	BBB- 10/10/2013	Equity	P. 8 / 42	EY
Telefonica	Spain	XS0972588643	EUR	625.000.000	702.375.000	Eurobond	18/09/2013	Perpetual	7,63%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	BB+ 06/09/2013	Ba1 25/03/2015	BBB- 10/10/2013	Equity	P. 8 / 42	EY
Alpiq Holding	Switzerland	CH0212184037	CHF	650.000.000	670.836.171	Switzerland	15/05/2013	Perpetual	5,00%	Floating: Fixed then Floating	Callable	Underwritten	NO	---	---	---	Equity	P. 61 / 112	EY
Aryzta	Switzerland	CH0200044813	CHF	400.000.000	412.822.259	Switzerland	25/04/2013	Perpetual	4,00%	Floating: Fixed then Floating	Callable	Underwritten	NO	---	---	---	Equity	P. 70 / 136	PwC
Aryzta	Switzerland	CH0253592783	CHF	190.000.000	196.090.573	Switzerland	28/10/2014	Perpetual	3,50%	Floating: Fixed then Floating	Callable	Underwritten	NO	---	---	---	Equity	P. 70 / 136	PwC
Aryzta	Switzerland	XS1134780557	EUR	250.000.000	280.950.000	Eurobond	21/11/2014	Perpetual	4,50%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Underwritten	NO	---	---	---	Equity	P. 70 / 136	PwC
Hero Group	Switzerland	CH0106446922	CHF	360.000.000	433.463.372	Switzerland	28/10/2009	Perpetual	6,50%	Floating: Fixed then Floating	Callable	Underwritten	NO	---	---	---	Equity	P. 17	PwC
Pennon Group plc	United Kingdom	XS0899989213	GBP	300.000.000	450.270.000	Eurobond	08/03/2013	Perpetual	6,75%	Fixed Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	---	---	---	Equity	P. 87 / 135	PwC
SSE	United Kingdom	XS0829343598	EUR	750.000.000	978.825.000	Eurobond	18/09/2012	Perpetual	5,63%	Fixed: Resettable Coupon	Callable	Regulation Sector	NO	BBB 30/08/2012	Baa2 29/04/2014	BBB- 31/07/2015	Equity	P. 93 / 142	KPMG

Fonte: Autor (2016)

Visando permitir maior comparabilidade entre as emissões, foi inserida a coluna *Montante em USD*, na qual é considerado o montante de cada emissão, em moeda original, respectivamente convertido para dólares norte-americanos com base na paridade cambial do dia da colocação do título. O sumário dessa coluna permite aferir o montante total das emissões dolarizadas, bem como a efetiva participação de cada país.

Tabela 4 – Saldos Totalizados

País	Montante em USD	Participação por País	Média por Emissor	Máximo por Emissor	Mínimo por Emissor
Austria	1.117.432.878	2,32%	316.858.220	674.280.000	168.570.000
France	24.779.905.000	51,48%	1.126.359.318	3.000.000.000	112.380.000
Germany	4.598.115.000	9,55%	1.149.528.750	1.966.650.000	354.690.000
Hong Kong	7.650.000.000	15,89%	695.454.545	2.000.000.000	300.000.000
Luxembourg	650.000.000	1,35%	650.000.000	650.000.000	650.000.000
Netherlands	1.428.130.000	2,97%	1.428.130.000	1.428.130.000	1.428.130.000
Singapore	1.871.618.263	3,89%	170.147.115	355.037.989	71.007.598
Spain	2.896.675.140	6,02%	760.880.028	1.264.275.000	123.955.140
Switzerland	1.994.162.375	4,14%	398.832.475	670.836.171	196.090.573
United Kingdom	1.150.270.000	2,39%	575.135.000	700.000.000	450.270.000
Total	48.286.308.656	100,00%	745.364.146	3.000.000.000	71.007.598

Fonte: Autor (2016)

Novamente destaca-se a posição da França, responsável por mais da metade do volume total das emissões, perfazendo um total de quase US\$ 25 bilhões. Seguida por Hong Kong com saldo de US\$ 7.6 bilhões e Alemanha com aproximados US\$ 4.6 bilhões.

Ao todo foram encontradas 39 emissões de títulos em localidade distinta à sede do emitente. Desse total, 36 foram emissões de Eurobonds, os quais se caracterizam justamente por serem negociados fora do país de origem da companhia emissora.

Especificamente com relação à maturidade dos títulos, verificou-se que todos os papéis não possuíam data de liquidação do montante principal definida, por essa razão foram classificados como títulos perpétuos. Outra característica presente de forma unânime entre os títulos reside na existência da opção de recompra – *callable* – por parte das entidades que se valeram dessa forma de captação.

Já com relação ao formato de remuneração dos papéis, houve predominância do formato pré-fixado, seguido respectivamente por títulos que se iniciam como pré-fixados convertendo-se após um período para modalidade de pós-fixados.

As colunas *Tipo de Oferta* e *Colocação Privada* demonstram quatro modalidades sendo: 35 emissões para *Regulation Sector*, 26 para *Underwritten*, 2 colocações como *Public Offering* e 2 denominadas *Private Placement*. As colocações denominadas *Regulation Sector* estão em sua maioria ligadas a empresas de utilidades, bem como as transações definidas como *Underwritten* referem-se a colocações realizadas por companhias presentes em setores variados.

Uma característica não presente em todos os híbridos analisados é a emissão de uma avaliação por parte de alguma agência de risco, e.g., Moody's, S&P ou Fitch. Basicamente verificou-se que os países europeus são os que possuem emissões de *ratings* com maior frequência, desses, a França assumiu posição de destaque com 20 de suas 22 emissões avaliadas por empresas especializadas. Todavia, empresas localizadas em Hong Kong, Singapura e Suíça, embora essa última esteja situada no continente europeu, foram as jurisdições em que a menor quantidade de ratings foi encontrada. Cabe menção o fato de que a exigência ou não de se buscar uma avaliação de risco por parte de uma empresa especializada reside no campo da lei de mercado de capitais de cada país, logo é esperado haver divergências no formato adotado entre as localidades.

Por fim, foram analisadas as demonstrações financeiras de cada uma das empresas emitentes dos híbridos selecionados nesse estudo. Inicialmente buscou-se avaliar a procedência do registro contábil e também as bases de avaliações técnicas que levaram as companhias a procederem com o tratamento adotado. Em síntese, todos os papéis foram registrados no patrimônio líquido, bem como as empresas alegaram, por meio de suas notas explicativas, que os motivos que as levaram a tal procedimento advêm das características dos títulos emitidos.

Em virtude da multiplicidade de informações observadas quando da realização da leitura das notas explicativas, optou-se pela abertura de uma subseção na seção 4,

expondo tais achados, sobretudo por se entender que esses incorporam a análise de resultados deste estudo. Desataca-se novamente que os excertos das notas analisadas encontram-se dispostos no Anexo A.

3.1.2 Composição do grupo de controle – Não Emissores de Híbridos

Ultrapassada a etapa de consolidação do grupo de interesse, foi utilizada a base de dados Thomson Reuter Eikon® para formação, em uma primeira fase, do grupo de controle/comparação; empresas situadas nos mesmos setores e países dos emitentes, mas que não se valeram do uso de instrumentos híbridos para o seu financiamento.

Foi necessária a adoção dessa abordagem dada a formulação de expressiva parte das hipóteses que contêm em seus enunciados atributos de comparabilidade entre emissores e não emissores dos híbridos ora discutidos. Logo, a estruturação de um grupo de comparação permitiu que por meio da inserção de variáveis *dummies*, que se comparasse o efeito das colocações dos títulos estudados nas relações verificadas nesta tese, sendo: i) *value relevance*; ii) custos de captação; iii) alavancagem financeira; e iv) tributação sobre os lucros.

Ao todo foram encontradas 1.212 companhias presentes nos mesmos países e operantes nos mesmos setores que as 39 organizações emitentes de instrumentos híbridos. Essa vasta quantidade de não emissores, ao ser analisada por meio de critérios mais específicos, como, por exemplo, total de ativos (*proxy* de tamanho), variabilidade dos retornos dos papéis (*proxy* de volatilidade/risco dos papéis) e outros, mostrou-se demasiadamente heterogênea comparando-se com as organizações emissoras de híbridos. Por essa razão, optou-se pela inserção de mais um filtro de seleção, o qual foi o *Price to Book per Share* (PTB), em tradução livre: Preço das ações sobre o valor do PL por ação.

O PTB representa a razão entre o valor de mercado das ações de uma companhia sobre o valor do seu PL, respectivamente ponderado pela quantidade de ações emitidas. Esse indicador vem sendo utilizado por diferentes estudos, e.g., Othman e

Zeghal (2006); Jones, Krishnan e Melendrez (2008), como forma de se verificar a proximidade entre o patrimônio contábil e o valor de mercado de uma organização, devidamente considerada a quantidade de ações emitidas.

Nessa segunda etapa de consolidação do grupo de controle, foram selecionadas empresas não emittentes de híbridos, cujo PTB apresentava maior proximidade das organizações do grupo de interesse. Mais especificamente foram escolhidas as companhias que apresentaram diferenças, em módulo, inferiores a 0,10 comparadas às empresas do grupo de interesse. Em casos em que a variação do PTB foi superior ao valor mencionado, foi inclusa a firma imediatamente mais próxima do emissor.

A escolha do valor em módulo do PTB na ordem de 0,10 decorre de um viés prático utilizado na seleção de companhias para realização da avaliação de empresas por meio da técnica de múltiplos, em que são buscadas organizações similares para fins de verificações acerca dos valores alcançados. Embora tal seleção seja um critério arbitrário, isto é, selecionado sob a perspectiva do pesquisador, entende-se que os filtros iniciais, país e setor, auxiliem na mitigação do risco de se comparar empresas inconsistentes entre si.

Após esse processo de seleção, remanesceram na amostra 107 companhias elegíveis ao grupo de controle proposto nesse estudo, totalizando uma amostra completa de 146 empresas entre emittentes (39) e não emittentes dos híbridos analisados (107).

Compete destacar que precedente à aplicação dos procedimentos acima especificados, buscou-se utilizar alguma técnica que permitisse a formação de um grupo de controle condizente aos propósitos deste estudo. Para tanto, foi cogitado o uso da técnica *Propensity Score Matching* – PSM.

De acordo com Rosenbaum e Rubin (1983), o PSM pode ser utilizado para selecionar grupos comparáveis. Os autores argumentam que o score de propensão

é um número que pode ser utilizado para determinar em que proporção um indivíduo é similar ao outro.

Foram realizados alguns testes iniciais com esse procedimento, os quais não resultaram em uma composição amostral favorável ao desenvolvimento de um banco de dados que permitisse realizar os testes das hipóteses desenvolvidas na seção 2.

Os problemas observados decorreram basicamente dos filtros impostos à escolha das empresas do grupo de controle, isto é, país e setor, os quais reduziram a quantidade de indivíduos selecionados e, por conseguinte, a amplitude da base dados.

Adicionalmente, Peikes, Moreno e Orzol (2008) advertem que o uso do PSM de maneira deliberada, isto é, sem o atendimento de condições primárias, como a existência de amostras grandes dotadas de elevado grau de aleatoriedade entre suas variáveis componentes, pode gerar vieses nas estatísticas obtidas.

Por essas razões, optou-se pela utilização do diferencial do PTB em módulo para seleção do grupo de controle. A escolha desse formato de seleção ocorreu porque a alternativa cogitada, PSM, não havia produzido resultados satisfatórios para os fins aqui propostos, estabelecendo como comparáveis empresas em setores e países diferentes.

3.1.3 Formação da base de dados

Com base nas 146 companhias selecionadas, sendo 39 emissoras de títulos híbridos e 107 não emitentes, realizou-se a formação de uma matriz que permitisse observar o comportamento de tais organizações ao longo do tempo.

Foi considerada para cada jurisdição a data de adoção das IFRS como ponto de partida para seleção das observações amostrais. Em casos em que não houve a adoção explícita, mas as normas locais são virtualmente idênticas ao padrão

internacional, foram consideradas as especificações do momento de adoção das IFRS apresentadas por Pacter (2015).

Com o intuito de capturar as alterações nos termos dependentes no momento mais próximo à emissão dos instrumentos híbridos, foram considerados os dados trimestrais. Entretanto, para jurisdições que não apresentam informações nessa base tempestiva foram usados dados semestrais. Kothari (2001) destaca que dados trimestrais permitem verificações mais tempestivas acerca de alterações nos valores de mercado, potencialmente oriundas das informações contábeis.

Aplicados esses procedimentos, foi obtido um painel desbalanceado ou painel ‘desequilibrado’ com o total de 3.386 observações disposto em 13 setores conforme demonstram as Tabelas 5 e 6.

Tabela 5 – Composição Amostral por Períodos

País	Anos											Total	% - Países
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015		
Austria	7	36	42	46	46	46	44	44	44	44	38	437	12,91%
France	15	40	39	43	42	46	46	45	49	52	42	459	13,56%
Germany	5	21	22	22	22	22	23	24	26	26	21	234	6,91%
Hong Kong	26	67	73	73	73	75	75	76	78	80	61	757	22,36%
Luxembourg	2	8	8	8	8	8	8	8	8	6	5	77	2,27%
Netherlands	1	6	6	6	6	8	10	10	10	10	9	82	2,42%
Singapore	11	55	63	82	85	85	84	91	96	101	97	850	25,10%
Spain	3	12	12	14	14	16	14	14	14	15	15	143	4,22%
Switzerland	6	14	15	16	16	16	16	16	16	16	11	158	4,67%
United Kingdom	2	15	19	18	18	18	18	19	20	22	20	189	5,58%
Total	78	274	299	328	330	340	338	347	361	372	319	3386	100,00%
% - Anos	2,30%	8,09%	8,83%	9,69%	9,75%	10,04%	9,98%	10,25%	10,66%	10,99%	9,42%	100,00%	

Fonte Autor: 2016

Os dados apresentados na Tabela 5 formam um painel desbalanceado. Segundo Wooldridge (2010, p. 440), “alguns conjuntos de dados em painel, especialmente de pessoas ou empresas, não apresentam alguns anos em pelo menos algumas unidades do corte transversal na amostra. Nesse caso, chamamos o conjunto de dados de painel não equilibrado”. A formação de um conjunto amostral com essas

características já era esperada, sobretudo pelas distinções entre as empresas formadoras da amostra.

Com relação à formação amostral por setor, é possível verificar na Tabela 6 que aproximados 47% da base de dados é composta por informações advindas de companhias dos segmentos de Real State e Utilities.

Tabela 6 – Composição Amostral por Setores

	Obs.	%
Applied Resources	94	2,78%
Chemicals	65	1,92%
Cyclical Consumer Services	486	14,35%
Energy - Fossil Fuels	51	1,51%
Food & Beverages	191	5,64%
Food & Drug Retailing	103	3,04%
Healthcare Services	143	4,22%
Industrial & Commercial Services	329	9,72%
Industrial Conglomerates	19	0,56%
Mineral Resources	199	5,88%
Real Estate	785	23,18%
Transport	90	2,66%
Utilities	831	24,54%
Total	3386	100,00%

Fonte Autor: 2016

3.2 Modelos para detecção do value relevance

Nesta seção, serão apresentados os modelos empregados para verificação das alterações nos preços das ações atribuíveis às demonstrações contábeis. Em síntese, o atributo da relevância da informação contábil é a aptidão desses números refletirem informações que afetam o valor das organizações (FRANCIS; SCHIPPER, 1999; EASTON, 1999; LIMA, 2010).

Diferentes autores (e.g., BARTH et al., 2001; EASTON, 1999, LIMA, 2010) revelam que o *value relevance* das informações contábeis sobre o valor de mercado das organizações pode ser verificado por meio de dois modelos gerais, sendo:

- i) *price-levels-regression*³⁷ – o qual tem como variável dependente os preços das ações em t_n explicados por números contábeis, por exemplo, lucros e patrimônio líquido em t_n ; e
- ii) *returns regression*³⁸ – o qual tem como variável os retornos dos preços das ações explicados por números contábeis, por exemplo, lucros e variações dos lucros.

Ao se observar os valores em nível de preço, o que se busca é a relevância dos números contábeis sobre o valor da empresa. Já quando se considera como variável dependente os retornos, é possível verificar a forma como tais números afetam as alterações de valor numa abordagem longitudinal (BARTH et al., 2001; LIMA, 2010).

Diferentes autores expressam vantagens e limitações quanto ao uso de ambas as abordagens (e.g., EASTON; HARRIS, 1991; EASTON, 1999; Brown et al., 1999), por essa razão, é indicado o uso de ambas as modelagens visando reduzir as lacunas de cada um dos métodos.

Exemplos da aplicação das duas técnicas na detecção do *value relevance* podem ser encontrados nos seguintes estudos: Kothari e Zimmermann (1995), Aboody et al. (1999) Easton e Sommers (2003), Lima (2010) e Lopes e Walker (2012).

3.2.1 Modelo de preços adaptado para o teste da Hipótese 1 – *Value Relevance*

De acordo com Lima (2010, p. 124), “A medida de relevância utilizada será o coeficiente de determinação (R^2 ajustado, doravante simplesmente R^2) dos modelos econométricos. Assim sendo, um elevado poder explicativo indica que para amostra considerada os valores de mercado estão satisfatoriamente refletidos ou contidos nas informações contábeis”.

³⁷ Doravante denominado modelo de preços.

³⁸ Doravante denominado modelo de retornos.

Nesse sentido, valendo-se das premissas de Ohlson (1995) e com base nos trabalhos de Aboody et al. (1999), Lima (2010) e Lopes e Walker (2012), é possível apresentar o seguinte modelo:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 PL_{it} + \beta_2 Lucro_{it} + e_{it}, (1)$$

Em que P_{it} é o preço das ações três meses após o encerramento do ano fiscal. PL e $Lucro$, respectivamente, observados no término do ano fiscal. As letras β referem-se aos coeficientes de cada uma das variáveis dependentes, assim como os indexadores it denotam que o modelo considera o efeito de cada empresa (i) ao longo do tempo (t). Por fim, o termo e refere-se ao termo de erro do modelo, isto é, a parcela não explicada da variável dependente pelos termos independentes.

A conjectura da Hipótese 1, proveniente da revisão de literatura, estabelece que:

Hipótese 1 – O registro contábil dos instrumentos híbridos no PL é relevante para determinação dos preços e retornos acionários.

Tão logo, conjugando a proposta da Equação (1) com a hipótese acima estabelecida, é possível inferir que o registro contábil dos híbridos junto ao PL gere efeitos observáveis nos preços das ações de seus emitentes. Dessa maneira, seguindo mais especificamente o modelo proposto por Aboody et al. (1999) e Lopes e Walker (2012), competiria para tal verificação o desmembramento do montante do PL em dois componentes, sendo:

$$PL_{it} = HFI_{it} + PLO_{it}, (2)$$

Em que o termo HFI_{it} refere-se ao valor dos híbridos registrados no patrimônio líquido de seus emissores ao longo do tempo, tal qual a variável PLO_{it} estaria por denotar os demais valores patrimoniais não relacionados aos instrumentos híbridos.

Agregando-se as Equações (1) e (2) é possível alcançar o seguinte modelo

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 PLO_{it} + \beta_2 Lucro_{it} + \beta_3 HPS_{it} + e_{it}, (3)$$

Uma observação adicional acerca dos elementos destacados na Equação (3) concentra-se no campo de atuação do emissor do instrumento híbrido. No ano de 2015, a OCDE publicou um documento intitulado *Infrastructure Financing Instruments and Incentives*, cujo objetivo foi mapear os instrumentos e incentivos para o investidor privado acerca de projetos de infraestrutura. Adicionalmente, o trabalho visava auxiliar no desenvolvimento de formas inovadoras para captação de recursos para atividades dessa natureza.

No tocante aos instrumentos híbridos, o referido documento apresenta a seguinte conceituação:

Instrumentos híbridos por natureza possuem características mútuas de passivo e patrimônio líquido. Dentro das finanças corporativas, títulos conversíveis, dívidas subordinadas e ações preferenciais provêm suporte de crédito para instrumentos de dívida sênior, devido sua capacidade de absorção de perdas, assim como oferecem um potencial de retorno mais elevado devido à maior quantidade de crédito ou risco de ações. (OCDE, 2015, pág. 19)³⁹.

Em análise objetiva, é possível estabelecer a possibilidade de que instrumentos híbridos emitidos para o financiamento de projetos de infraestrutura sejam avaliados de maneira diferenciada pelos investidores, pois, em linha gerais, atividades dessa natureza estão vinculadas a planos de negócios com características mais claras de risco e retorno.

Considerando as empresas integrantes da seleção amostral, mais especificamente do grupo de interesse, foi verificado que as companhias mais próximas do desenvolvimento de projetos de infraestrutura são as relacionadas ao setor econômico de utilidades, o qual contempla organizações que fornecem serviços de água, energia elétrica e telefonia.

Pela razão exposta, o modelo apresentado na Equação (3) recebeu a inserção de uma nova variável, denominada $HINFRA_{it}$, a qual é uma variável binária, assumindo

³⁹ Tradução livre: “Hybrid instruments by nature possess both debt and equity characteristics. Within corporate finance, convertible bonds, subordinated debt, and preferred stock provide credit support to senior debt instruments due to their loss absorbing capacities, but also offer higher return potential due to the greater amount of credit or equity risk”.

o valor 1 para companhias emitentes de instrumentos híbridos e classificadas no setor econômico Utilidades, tal como, 0 para os demais casos. A Equação (4) apresenta o modelo final considerado com a inserção do termo representativo de captações, eventualmente, ligadas a projetos de infraestrutura:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 PLO_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 HPS_{it} + \beta_4 HINFRA_{it} + \text{Controles} + e_{it}, (4)$$

Onde P_{it} é o preço das ações três meses após o encerramento do ano fiscal. PLO são os demais componentes do patrimônio líquido que não o montante referente ao instrumento híbrido. EPS refere-se ao resultado do ano corrente por ação. HPS refere-se ao montante dos instrumentos híbridos, devidamente registrado no PL para empresas componentes do grupo de interesse. INF denota emissores de híbridos atuantes no setor Utilidades, tomado como *proxy* de projetos de infraestrutura. Os termos de controle aplicados a esse modelo foram variáveis binárias representando os países presentes na amostra e do mesmo modo variáveis controlando os setores das companhias. Tais termos de controle foram alternados em função do arranjo amostral, conforme evidenciado na seção 4. E e_{it} representa o termo de erro do modelo.

Visando reduzir a disparidade presente nos componentes amostrais e buscar maior normalização dos dados, todas as variáveis foram deflacionadas pelo volume total de ações, bem como pelo preço da ação no início do período t . Esse procedimento também foi indicado inicialmente por Easton (1999) e aplicado em âmbito local no estudo de Lima (2010).

3.2.2 Modelo de retornos adaptado para o teste da Hipótese 1 – Value Relevance

Conforme mencionado, a relevância informacional dos números contábeis também pode ser aferida por meio de modelos que considerem os retornos dos preços das ações como variável dependente em face do poder explicativo dos números contábeis. Tal análise visa avaliar a tempestividade⁴⁰ com que as informações contábeis são incorporadas aos preços.

⁴⁰ *Timeliness*.

Easton (1999) destaca que regressões de retornos podem ser utilizadas como base para testar a temporalidade entre alterações nos lucros reportados e mudanças no valor de mercado das organizações.

Em caráter limitativo, Lima (2010) revela que um dos problemas relacionados aos modelos de retornos encontra-se na verificação geral de um baixo R^2 , o que denotaria reduzido poder explicativo da modelagem.

Cumprir destacar que não é de clara pressuposição a existência de uma ordem de afetação entre informações contábeis e valores de mercado. Sobretudo porque reside nessa vertente um problema de simultaneidade, isto é, informações contábeis causam alterações nos valores de mercado ou seria o inverso?

Kothari (2001) encontrou indícios, por exemplo, de que os preços das ações tendem a antecipar os lucros, isto é, valores de negociações das ações em mercado influenciariam os lucros publicados.

Tão logo é cabível destacar que o presente estudo não visou endereçar tal problemática, sobretudo por se encontrar além dos objetivos aqui pretendidos. Como forma de atenuar as limitações dessa abordagem, assim como das regressões de preços, foi utilizada uma análise conjugada das estatísticas produzidas por ambos os modelos.

Foi considerada nesse trabalho a mesma abordagem do modelo de retornos apresentada por Easton e Harris (1991), Francis e Schipper (1999), Lima (2010) e Lopes e Walker (2012). Todavia, com a inserção das variáveis HFI e INF, conforme apresenta a Equação (5).

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 \Delta EPS_{it} + \beta_3 HPS_{it} + \beta_4 HINFRA_{it} + \text{Controles} + e_{it}, (5)$$

Em que: RET_{it} são os retornos das ações i durante o período t . EPS_{it} se refere ao resultado contábil por ação. ΔEPS_{it} trata-se da diferença entre os resultados contábeis entre t e $t-1$ por ação; HPS_{it} montante captado pelos instrumentos híbridos

em t_n por ação. $HINFRA_{it}$ *proxy* de projetos de infraestrutura. Termos de controle idênticos aos da Equação (4). E e_{it} termo de erro do modelo.

3.3 Modelos desenvolvidos para os testes das demais hipóteses

As demais hipóteses desenvolvidas ao longo do referencial de literatura podem ser compreendidas como a síntese de conjecturas relacionadas aos fatores motivacionais que estimulam as organizações na emissão dos instrumentos híbridos. Nesse sentido, foram desenvolvidos modelos específicos para testar cada uma dessas relações.

Os modelos apresentados a seguir foram elaborados considerando um racional lógico-dedutivo, suportados pelos achados das pesquisas precedentes apresentadas na seção 2, bem como na suposição dos relacionamentos das variáveis dependentes com os pretensos parâmetros explicativos.

Adicionalmente, cabe mencionar que a elaboração desses modelos foi orientada pela primazia da parcimônia. Levine et al. (2011) destacam que é importante que se aplique o modelo mais simples – o que contém o menor número de variáveis independentes com poder explicativo – o qual cumpra seu objetivo, destacando que esse é o propósito da máxima parcimônia.

Outro relevante aspecto centrado nessa etapa do estudo é condizente com a definição do evento a ser analisado, mais especificamente o momento de emissão dos instrumentos híbridos.

As hipóteses subjacentes a essa tese, isto é, as que se referem a fatores determinantes para tais emissões, dividem-se em duas categorias, sendo: i) hipóteses que avaliam impactos em determinadas variáveis em janelas temporais antes e após a emissão dos híbridos; e ii) hipóteses que avaliam o comportamento desses termos entre emissores e não emissores dos híbridos.

Dessa maneira, estabelecer com precisão a data em que houve a emissão de cada instrumento avaliado é fundamental para que os modelos econométricos consigam

com melhor robustez capturar alterações no comportamento do custo de capital próprio, alavancagem financeira e carga tributária efetiva, potencialmente atribuíveis à colocação desses papéis.

Nesse íterim, Lima (2010) destaca que vieses na determinação da data do evento a ser estudado reduz expressivamente o resultado dos testes de normalidade.

Em virtude das atribuições expostas, foi concebida a variável HDT_{it} levando em consideração as datas de emissões dos títulos apresentadas na Tabela 3 por emissão i ao longo do tempo t . Trata-se de um termo dicotômico assumindo o valor 1 para o período da emissão do híbrido e 0 para os demais momentos. Como há na base dados países cujas demonstrações contábeis possuem frequência de publicação trimestral e semestral, considerou-se sempre o período mais próximo da emissão do híbrido para estabelecimento do valor 1 no termo HDT_{it} .

Destaca-se que algumas variáveis de controle foram inseridas nos modelos teóricos apresentados adiante. Entretanto, tais termos são apresentados na seção 4.

3.3.1 Modelos para os testes das hipóteses 2 e 2.1 – Custo de Capital Próprio

O modelo utilizado para o teste da *Hipótese 2 – A emissão de instrumentos financeiros híbridos reduz o custo do capital próprio das empresas que se utilizam dessa modalidade de títulos* – encontra-se expresso na Equação (6).

$$Ke_{it} = \beta_0 + \beta_1 HDT_{it} + \beta_2 HDTINF_{it} + \text{Controles} + e_{it}, (6)$$

Em que: Ke_{it} é o custo de capital próprio estimado pelo CAPM por empresa i no período t . HDT_{it} é uma variável dummy sendo 1 para o período da emissão e 0, caso contrário. $HDTINF_{it}$ termo interativo entre a data de emissão e potenciais captações vinculadas a projetos de infraestrutura. Os termos de controle utilizados nesse modelo foram países, setores, crescimento (growth), valor de mercado ponderado pela quantidade de ações (MVE) e alavancagem financeira. E e_{it} termo de erro do modelo.

Com relação à *Hipótese 2.1 – Emissores de instrumentos financeiros híbridos possuem custos de capital próprio estatisticamente superiores quando comparados a não emissores* – sua verificação ocorre por meio do termo EMI_{it} o qual assume o número 1 para emissores de instrumentos financeiros híbridos e 0 para entidades não possuidoras dessas estruturas contratuais em seu PL, conforme apresentado na Equação (7).

$$Ke_{it} = \beta_0 + \beta_1 EMI_{it} + \beta_2 EMIINF_{it} + \text{Controles} + e_{it}, (7)$$

A variável $EMIINF_{it}$ expressa emissores ligados a projetos de infraestrutura e visa segregar a variância desses indivíduos do coeficiente estimado do termo EMI_{it} . Controles idênticos aos da Equação (6), com exceção da remoção da variável ALF.

3.3.2 Modelos para os testes das hipóteses 3 e 3.1 – Alavancagem Financeira

O modelo utilizado para o teste da *Hipótese 3 – Empresas emittentes de instrumentos financeiros híbridos possuem maiores níveis de alavancagem financeira comparativamente a companhias que não se valem deste recurso* – encontra-se na Equação (8).

$$ALF_{it} = \beta_0 + \beta_1 EMI_{it} + \beta_2 EMIINF_{it} + \text{Controles} + e_{it}, (8)$$

Onde: ALF_{it} é a alavancagem financeira por empresa i no período t . EMI_{it} é uma variável dummy sendo 1 para emissores e 0 em caso contrário. $EMIINF_{it}$ termo interativo entre a data de emissão e potenciais captações vinculadas a projetos de infraestrutura. Os itens de controle foram países, setores, growth e MVE. E e_{it} termo de erro do modelo.

A *Hipótese 3.1 – A emissão de instrumentos financeiros híbridos é precedida por períodos de elevada alavancagem financeira de seus emissores* – foi testada por meio do modelo apresentado na Equação (9)

$$ALF_{it} = \beta_0 + \beta_1 EMP_{it} + \beta_2 PREINF_{it} + \text{Controles} + e_{it}, (9)$$

Em que EMP_{it} é uma variável binária assumindo o valor 1 para companhias emissoras em períodos precedentes à colocação desses títulos e 0 em casos contrários. O termo $PREINF_{it}$ expressa a interação entre momentos pretéritos às emissões e empresas potencialmente desenvolvedoras de projetos de infraestrutura. Controles idênticos aos descritos na Equação (8).

3.3.3 Modelos para os testes das hipóteses 4 e 4.1 – Tributação sobre os lucros

Para realização do teste da *Hipótese 4 – Após a emissão de instrumentos financeiros híbridos, houve reduções na carga tributária efetiva sobre os lucros* – foi empregado o modelo da Equação (10).

$$ETR_{it} = \beta_0 + \beta_1 EMA_{it} + \beta_2 EMAN_{it} + \text{Controles} + e_{it}, (10)$$

Em que ETR_{it} representa a alíquota tributária efetiva sobre o lucro por empresa i durante o tempo t . EMA_{it} é uma dummy que assume o valor 1 para períodos após a emissão e 0 em momentos anteriores. $EMAN_{it}$ refere-se à interação entre a variável de interesse e emissores ligados a projetos infraestruturais. Controles idênticos aos descritos na Equação (8).

No tocante a *Hipótese 4.1 – Empresas emissoras de IFH possuem carga tributária efetiva sobre o lucro reduzida e estatisticamente significativa, comparadas a organizações não emissoras desses títulos* – foi aplicada a Equação (11).

$$ETR_{it} = \beta_0 + \beta_1 EMI_{it} + \beta_2 EMIINF_{it} + \text{Controles} + e_{it}, (11)$$

Em que EMI_{it} assume o valor 1 para companhias que emitiram híbridos e 0 nos demais casos. $EMIINF_{it}$ tem valor 1 em situações em que o emissor é também relacionado a projetos de infraestrutura e 0 nas demais situações. Controles idênticos aos descritos na Equação (8). E e_{it} é o termo de erro do modelo.

3.3.4 Regressão Logística considerando os determinantes de forma simultânea

Os modelos apresentados nas equações de (3) a (11) serviram como base para a verificação e teste das hipóteses específicas. Contudo, os referidos procedimentos não permitem que se verifique de maneira conjunta a relevância dos possíveis determinantes na emissão de instrumentos híbridos (i.e., custo de capital próprio, alavancagem financeira e carga tributária). Sobretudo, por assumirem em suas variáveis dependentes, isto é, os termos y_{it} somente valores contínuos ou discretos, mas não binários.

Considerando essa limitação, foi proposto um modelo adicional o qual, a partir de uma regressão logística, permitiu que se verificasse a interação entre esses itens de forma holística. Gelman e Hill (2007) ressaltam que a regressão logística é o caminho padrão para modelo de resultados binários em que o termo dependente assume valores 0 ou 1.

A Equação (12) revela o modelo utilizado para verificação simultânea dos determinantes entre emissores de instrumentos híbridos comparativamente a não emissores.

$$EMI_{it} = \beta_0 + \beta_1 Ke_{it} + \beta_2 ALF_{it} + \beta_3 ETR_{it} + \beta_4 Ke_{it} * INF_{it} + \beta_5 ALF_{it} * INF_{it} + \beta_6 ETR_{it} * INF_{it} + \text{Controles} + e_{it}, (12)$$

Em que EMI_{it} é uma variável dummy assumindo o valor 1 para emissores de instrumentos híbridos e 0 para não emissores. Ke_{it} , ALF_{it} e ETR_{it} são os possíveis determinantes para colocação desses títulos provindos da revisão de literatura. Os termos contendo a interação com a variável INF_{it} representam o isolamento do efeito de emissores de híbridos relacionados a projetos de infraestrutura. Os β 's são os coeficientes estimados de cada um dos termos explicativos. Controles idênticos aos descritos na Equação (8). E e_{it} é elemento de erro do modelo.

3.4 Especificações das variáveis

Cumprido destacar que o presente trabalho não visou propor novas alternativas de mensuração e formação dos itens componentes dos modelos apresentados. De tal sorte, foi priorizada a configuração das variáveis nos moldes da literatura precedente, sobretudo no intuito de se reduzir possíveis equívocos no delineamento dos termos de interesse desta tese.

Conforme apresentado nas Tabelas 5 e 6, as empresas componentes da amostra provêm de setores econômicos variados, assim como há uma multiplicidade de países e períodos no decorrer da formação dos dados. Tal característica por si só acentua a heterogeneidade amostral. Nesse sentido, foram implementados os termos de controle descritos com a finalidade de reduzir variações nos estimadores provenientes de aspectos díspares entre os indivíduos presentes na base de dados. Mais especificamente, tais itens foram selecionados com a pretensão de reduzir variedades que afetassem diretamente as estatísticas ajustadas e, potencialmente, conduzissem a inferências equivocadas.

Buscando controlar alterações entre os setores foram utilizadas variáveis binárias para cada um dos 13 segmentos apresentados na amostra. Destaca-se que a classificação de nichos utilizada é a mesma da Thomson Reuters®, denominada TRBC – *Thomson Reuters Business Classification*. Efeitos entre países foram controlados, quando aplicável, por meio de termos dicotômicos, sendo um para jurisdição em que a companhia *i* está domiciliada e zero caso contrário.

Nos testes elaborados para testar as hipóteses 2, 2.1, 3, 3.1, 4 e 4.1, foram utilizados outros dois itens de controle. MVE – representando o valor de mercado por ação de cada uma das companhias ao decorrer do tempo (HORTON; SERAFEIN; SERAFEIN, 2013). E Growth – variação das receitas operacionais (HOPE; THOMAS; VYAS, 2013). Ambas proxies de tamanho e crescimento, respectivamente.

As demais variáveis utilizadas nos modelos encontram-se listadas na Tabela 7, assim como os detalhes referentes às suas mensurações e os precedentes de

pesquisas anteriores. Cumpre destacar que há outras formas previstas na literatura para se metrificar alguns desses termos, como, por exemplo, ALF e Ke. Todavia, a análise de estudos univocamente relacionados a esses itens, conforme expressa na tabela referida, demonstrou que as metodologias selecionadas são encontradas com usualidade e, portanto, não seria incoerente adotá-las.

A variável PLO_{it} foi definida como o montante do patrimônio líquido subtraído o saldo dos híbridos registrados nesse grupo, tal qual o lucro do exercício. Nos trabalhos de Aboody et al. (1999) e Lopes e Walker (2012), o que se extrai do total do PL é a parcela pertinente à reavaliação dos ativos permanentes e os lucros do período.

Tabela 7 – Especificações das principais variáveis

Hipótese	Variável	Definição	Precedentes na Literatura
Hipótese 1	P_{it}	Preços das ações por empresa i obtido três meses após o fechamento do ano fiscal t	Aboody et al. (1999); Easton (1999); Francis e Schipper (1999); Lima (2010); Lopes e Walker (2012)
	PLO_{it}	Patrimônio líquido por empresa i no encerramento de cada exercício fiscal t subtraído o valor dos instrumentos híbridos e do lucro no período t	
	$Lucro_{it}$	Lucro por empresa i no período t	
	RET_{it}	Retorno das ações i três meses após o encerramento do exercício fiscal t	
	$\Delta Lucro_{it}$	Variação dos resultados contábeis por empresa i no lapso de um ano $t - t_{n-1}$	
Hipóteses 2 e 2.1	Ke_{it}	Custo de capital próprio por empresa i no término do ano fiscal t ; obtido por meio do modelo CAPM de Sharpe (1964)	Lee e Figlewicz (1999); Botosan e Plumlee (2002); Francis et al. (2004); Ecker et al. (2006); Barth, Konchitchki e Landsman (2013)
Hipótese 3 e 3.1	ALF_{it}	Alavancagem financeira por empresa i no término do ano fiscal t ; obtido por meio da razão entre passivos financeiros e patrimônio líquido (sem a inclusão do lucro líquido do período)	Myers (1984); Myers e Majluf (1984); Jung, Kim e Stulz (1996); Dimitrov e Jain (2008)
Hipótese 4 e 4.1	ETR_{it}	Carga tributária efetiva por empresa i no término do exercício fiscal t ;	Scholes e Wolfson (1992); Dhaliwal et al. (2004); Schimdt (2006); Dyreng et al. (2008); Cabello (2012).

Fonte: Autor (2016).

Foram realizados testes amostrais visando assegurar que os valores provenientes da base dados Thomson Reuters se encontravam em linha com os valores presentes nas demonstrações financeiras. Tal procedimento ocorreu por meio da seleção de empresas com base em um processo de amostragem aleatória simples, sem reposição, em que, após selecionada uma determinada empresa, foram verificadas todas as n variáveis dessa organização, comparando-se os saldos apresentados na base de dados com os valores publicados nas demonstrações.

Houve convergência integral nas seleções amostrais realizadas, isto é, não foram verificadas discrepâncias entre os dados da base e as demonstrações publicadas em um nível de significância de 99%.

3.5 Dados em painel – escolha do modelo de efeitos aleatórios

Em virtude da proposta deste estudo, bem como da organização dos dados, as equações foram estimadas por meio da abordagem de dados em painel. De acordo com Duarte, Lamounier e Takamatsu (2007), a equação básica desse modelo pode ser expressa da seguinte maneira:

$$y_{it} = \beta_{oit} + \beta_{1it} x_{1it} + \dots + \beta_{nit} x_{kit} + e_{it}, \quad (13)$$

Em que o subscrito i denota os diferentes indivíduos e o subscrito t denota o período de tempo que está sendo analisado. β_0 refere-se ao parâmetro de intercepto e β_k ao coeficiente angular da correspondente a k -ésima variável explicativa do modelo.

De acordo com Wooldridge (2010), os modelos de dados em painel mais comumente utilizados são os modelos de efeitos fixos e efeitos aleatórios. A Equação 6 denota a expressão genérica do modelo de efeitos fixos:

$$y_{it} = \beta_0 + \delta_0 d_{2t} + \beta_1 x_{1it} + \alpha_i + u_{it}, \quad (14)$$

Em que a variável α_i capta todos os fatores não observados, constantes no tempo, que afetam y_{it} . (O fato de α_i não ter um subscrito t diz que ele não muda ao longo do tempo). De forma genérica, α_i é chamado de efeito não observado.

Já a Equação (15) demonstra a forma geral do modelo de efeitos aleatórios.

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 x_{1it} + \dots + \beta_k x_{kit} + \alpha_i + u_{it}, \quad (15)$$

Onde explicitamente é incluso um intercepto assumindo que o efeito não observado, α_i , tem média zero (sem perda de generalidade). Normalmente, são consideradas também *dummies* temporais entre as variáveis explicativas. Ao usar efeitos fixos ou primeira diferenciação, a meta é eliminar α_i , porque ele supostamente estará correlacionado com um ou mais dos x_{itj} . (WOOLDRIDGE, 2010, p. 441).

Dessa forma, foi escolhida a estimação das equações por meio do modelo de efeitos aleatórios, em decorrência da presença de variáveis de natureza binária, isto é, *dummies* (e.g., EMI, EMP, INF, EMA, Setores e Países), as quais não são admitidas no modelo de efeitos fixos.

Adicionalmente, compete ressaltar que a Equação 12 foi estimada por meio de um modelo linear generalizado – *Generalized Linear Model* (GLM). Contudo, os dados desse arranjo também foram organizados por uma abordagem em que os indivíduos i são observados ao decorrer do tempo t . Tal procedimento é denominado de *Painel Estimators for Generalized Linear Model* – PGLM.

Segundo Croissant (2015), essa técnica permite a estimação de dados em painel para GLM, os quais incluem modelos das seguintes naturezas: (i) binomiais (Logit e Probit); (ii) contagem (Poisson e Binomial Negativa); (iii) ordenados (Logit e Probit). A seleção desse procedimento teve por finalidade atenuar os efeitos temporais da série histórica sobre a relação analisada na Equação 12, sendo o efeito dos determinantes sobre o termo EMI.

4 RESULTADOS

Neste capítulo, encontram-se apresentados os resultados obtidos por meio das análises das notas explicativas pertinentes ao registro contábil dos instrumentos híbridos no patrimônio líquido das empresas formadoras do grupo de interesse e também os achados encontrados com as estimações dos modelos econométricos apresentados na seção 3.

4.1 Argumentos verificados nas notas explicativas para o registro dos híbridos no PL

Embora o enfoque metodológico deste estudo se encontre numa vertente quantitativa, qual seja, avaliar a relevância informacional do registro dos híbridos no PL e a inter-relação das emissões com os potenciais determinantes verificados na literatura (Custo de Capital, Alavancagem Financeira e Carga Tributária), julgou-se pertinente a inserção de uma subseção trazendo informações e detalhes encontrados durante a análise das notas explicativas sobre o PL das empresas formadoras do grupo de interesse.

Conforme discorrido na seção 2, não é consenso o registro dos instrumentos híbridos no patrimônio líquido. Sobretudo, pela possibilidade de melhoria de indicadores financeiros com base em títulos que não se aproximem das definições de patrimônio. Por essa razão, avaliar os argumentos apresentados pelas organizações que se valeram de tais modalidades de captações de recursos, parece, ainda que intuitivamente, essencial para que se compreendam as razões que subsidiam o ingresso de tais montantes junto às rubricas patrimoniais, mesmo que sob a ótica dos emissores.

Precedente a apresentação da Tabela 6, em que são demonstrados os principais argumentos para o registro dos híbridos no PL, é importante destacar que a apresentação desses montantes no balanço patrimonial de seus emitentes foi

realizada, via de regra, em uma conta contábil específica, não se confundindo com o capital social ou com outras linhas típicas do patrimônio (e.g., outros resultados abrangentes, reservas etc.).

Foram considerados na Tabela 6 os principais argumentos, ou ao menos os que mais se repetiram, indicando justificativas para o reconhecimento dos híbridos no PL (Subordinação, Maturidade e Diferimentos dos juros).

Tabela 8 – Análise das Notas Explicativas Referentes aos Híbridos

Análise das Notas Explicativas sobre Híbridos						
Referência	Companhia	Jurisdição	Subordinação	Maturidade Indefinida	Juros Diferíveis	Menção ao IFRS/IAS 32 ou equivalente
1	Porr	Austria	0	1	1	0
2	Telekom Austria	Austria	1	1	1	1
3	Wienerberger	Austria	1	1	1	1
4	Accor	France	1	1	1	1
5	Arkema	France	1	1	1	1
6	Bourbon	France	1	1	1	1
7	EDF	France	1	1	1	1
8	Eurofins Scientific	France	1	0	0	0
9	Groupe Casino	France	1	1	1	0
10	Orange	France	1	1	1	1
11	Technicolor	France	1	1	1	1
12	Veolia	France	1	1	1	1
13	Deutsche Annington	Germany	1	1	1	1
14	RWE AG	Germany	1	1	1	1
15	TUI AG	Germany	1	0	0	1
16	Agile Properties	Hong Kong	1	1	1	0
17	Cheung Kong	Hong Kong	1	1	1	0
18	Cheung Kong Infra.	Hong Kong	1	1	1	0
19	China Resources	Hong Kong	1	1	1	0
20	Hutchison	Hong Kong	1	1	1	0
21	Li and Fung	Hong Kong	1	1	1	0
22	Noble Group	Hong Kong	1	1	1	0
23	Sino-Ocean Land	Hong Kong	1	1	1	1
24	ArcelorMittal AS	Luxembourg	1	1	1	0
25	Koninklijke KPN	Netherlands	1	1	1	0
26	Ezion Holdings	Singapore	1	1	1	0
27	Genting Singapore	Singapore	1	1	1	0
28	Hotel Properties	Singapore	1	1	1	0
29	Hyflux	Singapore	1	1	1	1
30	Mapletree Logistics	Singapore	1	1	1	1
31	Olam International	Singapore	1	1	1	1
32	Vibrant Group	Singapore	1	1	1	0
33	Iberdrola	Spain	1	0	0	0
34	Telefonica	Spain	1	1	1	0
35	Alpiq Holding	Switzerland	1	1	1	1
36	Aryzta	Switzerland	1	0	0	1
37	Hero Group	Switzerland	1	0	0	1
38	Pennon Group plc	UK	1	1	1	0
39	SSE	UK	1	1	1	0
Total Geral			38	34	34	19

Fonte: Autor (2016).

As menções ao IFRS, mais detidamente a IAS 32, ou outra norma equivalente, podem ser compreendidas como uma consequência da análise realizada acerca das principais características dos instrumentos híbridos. Tão logo, essa coluna não deve ser considerada como uma justificativa por si, mas como um indicativo da maneira como os emitentes dos títulos avaliaram os comandos expostos nesse documento, primordialmente, no que se refere às definições de passivo e patrimônio líquido apresentadas nos itens 15 a 27 do IAS 32.

Conforme indicativo da Tabela 6, a característica mais notada nas notas explicativas foi a menção de que os títulos ora avaliados são subordinados aos demais instrumentos de dívida com 38 menções de 39 demonstrações analisadas, o que implica um percentual de aproximados 97%. Isto é, havendo um processo de descontinuidade, os referidos híbridos somente seriam quitados após a liquidação dos demais passivos.

É interessante notar que essa condição, avaliada de forma isolada, não é imperativo para determinar se o título possui natureza de dívida ou patrimônio, sobretudo porque, embora numa liquidação empresarial esses papéis assumam as últimas posições comparativamente aos demais passivos, ainda assim seus detentores estariam situados de maneira privilegiada considerando-se os demais acionistas. Tão logo, não parece ser linear o argumento determinístico de que: ser subordinado aos demais passivos implicaria condições plenas para equiparação a um instrumento patrimonial.

As características maturidade indefinida e juros diferíveis estiveram presentes em 34 das 39 demonstrações analisadas, o que implica um percentual de cerca de 87% das empresas emitentes.

Com enfoque detido na característica de maturidade indefinida, foi observado que as notas explicativas dos emissores de híbridos mencionam a prevalência de um determinado percentual de juros remuneratórios como retorno dos híbridos até uma determinada data, e que após essa ocasião, caso os emissores não exerçam seu direito de recompra dos papéis, há então a majoração desses juros. Cabe lembrar

que todos os papéis listados na Tabela 3 possuem a cláusula: *Callable* – recompra – condicionada como direito único dos emissores.

O uso da expressão perpétuo e a atribuição de uma ou mais datas específicas para realização ou não de um direito de recompra, parece, de certa maneira, contraditório. Principalmente quando se considera que não havendo a mencionada recompra, os títulos passarão a ser onerados por uma taxa de juros superior ao montante previamente pago. Ações ordinárias e quotas, que são exemplos típicos de instrumentos puramente patrimoniais, ainda que detidas por acionistas não controladores, não possuem, via de regra, qualquer menção que dê aos controladores/emissores o direito de recompra.

Os instrumentos que possuem cláusulas que se aproximam desse conceito, ou são títulos de dívida, por meio da liquidação do principal, ou são ações preferenciais resgatáveis que, vis-à-vis à essência econômica, também são instrumentos de dívida, o que implicaria certa dubiedade quanto à interpretação dada pelos emissores de que esse argumento torna os híbridos aqui estudados mais próximos de instrumentos patrimoniais.

Adicionalmente, apesar desse dado não estar disponível, seria interessante analisar se nas referidas datas de recompra os híbridos são ou não liquidados por ensejo de seus emissores. Essa observação poderia sinalizar análises complementares aos motivos pelos quais esses papéis são emitidos. Destaca-se que essa avaliação não foi feita no presente estudo, pois os papéis avaliados possuem data de eventual recompra em anos posteriores ao desenvolvimento desta tese.

No tocante ao diferimento dos juros, verificou-se a menção de que esse é um direito incondicional dos emissores, o qual pode ser exercido de maneira contínua, isto é, por diferentes exercícios. Adicionalmente, as notas que apresentaram essa menção fizeram referência ao fato de que tal direito está condicionado a não distribuição de dividendos.

Interessante notar que o diferimento dos juros em um período não gera a desobrigação de serem pagos no futuro. Adicionalmente, com exceção da

companhia Deutsche Annington, que fez menção explícita a respeito desse item, os juros que deixam de ser pagos em um exercício sofrem correção para períodos posteriores.

Com relação ao atrelamento da suspensão dos pagamentos de juros à distribuição dos dividendos, considera-se economicamente inviável alegar que as organizações possam deixar de pagar continuamente tais valores, pois isso implicaria não se distribuir dividendos, o que, muito provavelmente, inviabilizaria demais captações de recursos por parte dos emitentes.

Tão logo, a conclusão primária alcançada sobre as justificativas apresentadas pelas organizações para o reconhecimento patrimonial dos híbridos é a de que tais elementos produzem entendimento no mínimo ambíguo quando analisados detidamente à luz da essência econômica. Essa afirmativa advém da conjugação de dois grupos informativos adicionais às notas explicativas, sendo:

- i) informações auxiliares sobre os instrumentos híbridos – ver Tabela 3; e
- ii) experiência adquirida no caso brasileiro com as análises produzidas pela CVM sobre o refazimento das demonstrações da Energisa S.A.

Com relação ao primeiro espectro informacional, foi verificado que há certa incongruência entre algumas das características gerais dos títulos e a forma como as empresas avaliam, supostamente à luz dos dispositivos contábeis, esses itens. Exemplos de tais divergências são: (a) alegar subordinação aos demais passivos sem considerar a ordem do patrimônio líquido; (b) afirmar nas notas explicativas que o híbrido é perpétuo, ou de maturidade indefinida, e atribuir datas de recompra com elevações dos cupons caso a opção não seja exercida pelo emissor; e (c) mencionar que os juros podem ter pagamento suspenso, sem considerar que isso não gera desobrigação, tal como somente poderá ser feito se os dividendos também não forem distribuídos.

Quanto ao grupo (ii), que implica a análise realizada pela CVM sobre o caso Energisa, cujos referidos documentos encontram-se no sítio eletrônico da autarquia⁴¹, há inicialmente de se destacar alguns fatos estruturais do mercado de capitais brasileiro que, eventualmente, levaram a uma verificação pormenorizada por parte do regulador sobre esse episódio.

Diferentemente da expressiva maioria dos países do mundo que optaram pela adoção das IFRSs como ordenamento contábil em demonstrações consolidadas, o Brasil o fez por meio da inserção de tais normas em livros locais (PACTER, 2015). Isto é, utilizam-se os números contábeis, apurados sob as diretrizes das normas internacionais, para regulação de relações entre intervenientes no ambiente doméstico, tais quais: distribuição de dividendos, pagamentos de tributos, estabelecimento de cláusulas restritivas em contratos de financiamento etc.

Segundo Weffort (2005), a adoção das normas internacionais por si só trouxe desafios consideráveis à contabilidade e aos profissionais dessa área no Brasil. Todavia, a escolha de se optar pela impetração desse ordenamento no âmbito das demonstrações locais elevou o nível de desafios, sobretudo para reguladores como a Receita Federal e a Comissão de Valores Mobiliários, pois esses passaram a ter de assegurar que a operacionalização dos pronunciamentos técnicos contábeis, os quais são em grande magnitude literais traduções das IFRSs, não gerem distorções nas relações regidas tanto pelo direito tributário brasileiro quanto pelo direito societário, que se valem de números contábeis para manutenção dos contratos/acordos entre as empresas e seus intervenientes.

Dessa forma, a verificação detalhada da CVM acerca do caso Energisa, sem a anulação de outros entendimentos, pode ser atribuída ao fato de que tais títulos foram registrados também no balanço local da empresa, gerando distorções sem precedente à ordem de liquidez dos acionistas e sem amparo na Lei das S/As.

Essa conjunção de fatores levou o regulador brasileiro à produção de uma análise técnica fundamentada sobre essa modalidade de instrumentos híbridos. Tais

⁴¹ <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2012/20120124_R1/20120124_D04.html>.

documentos puderam direcionar as características dos híbridos ora avaliados sob a perspectiva do IFRS como um todo e não somente por meio de leituras deslocadas dos itens 15 a 27 da IAS 32.

A atenção dada à característica de essência econômica sobre a forma jurídica, por exemplo, é argumento recorrente no texto da CVM sobre o caso Energisa, enquanto tal expressão não foi observada em nenhuma nota explicativa das empresas que emitiram esse tipo de instrumento em mercados internacionais.

Por essas razões, embora não tenha sido objeto desta tese avaliar as decisões da CVM acerca do referido caso, pode-se mencionar a inexistência de elementos qualitativos que refutem a decisão tomada pelas áreas técnicas da autarquia e mantida pelo colegiado.

4.1.1 Argumentos adicionais verificados nas notas explicativas

Não obstante, as justificativas apresentadas na seção anterior para o registro dos híbridos no PL foram encontradas durante a análise das notas explicativas, relevantes alusões acerca do tratamento empregado pelas empresas, bem como dos fatores que levaram a emissão desses títulos. Dessa forma, considerou-se relevante apresentar de forma sucinta tais menções, a fim de expressar o alinhamento entre os imperativos relacionados à emissão dos híbridos dispostos na seção 2 – Fundamentação Teórica – com indícios advindos das divulgações corporativas.

Segundo informações divulgadas pela Telekom Austria, os pagamentos dos juros pertinentes aos instrumentos híbridos são registrados nas demonstrações contábeis individuais como despesa financeira. Esse tratamento decorre da possibilidade de se deduzir tais valores dos tributos incidentes sobre o lucro. Com relação ao tratamento aplicado nas demonstrações consolidadas, isto é, em IFRS, tais valores são registrados como dividendos pagos. Essa menção encontra-se mais próxima do racional empregado nas hipóteses 4 e 4.1.

De acordo com as notas explicativas das companhias Eurofins Scientific, Genting Singapore e SSE, a emissão dos instrumentos híbridos teve por finalidade reforçar a estrutura de capital, permitindo a viabilização de novos investimentos. Já com base nas notas explicativas da Wienerberger Austria a emissão dos híbridos também visou fortalecer a estrutura de capital, todavia com o objetivo de manter os ratings produzidos pelas agências de avaliações em determinados patamares, provavelmente condizentes as *covenants* que a companhia se encontra sujeita. Tais divulgações mostram-se correlatas às hipóteses 3 e 3.1.

Outro item recorrente nas notas explicativas das organizações sobre o tratamento dado aos híbridos pelos agentes de mercado (e.g., Orange e KPN) foi a menção de que agências de avaliação, tais como Moody's, Standard & Poors e Fitch, de forma arbitrária, dividem esses títulos em metades iguais e ajustam seu registro no balanço analisado, considerando 50% no PL e 50% no passivo. Esse ajuste promovido pelo analista expressa em certo grau uma relevante sinalização por parte dos agentes de mercado, qual seja: reconhecer a inexistência de um elemento técnico convicto que determine a natureza patrimonial estrita desses papéis. Essa verificação encontra-se alinhada às hipóteses 1 e 1.1, as quais visam analisar a maneira como os preços e retornos das ações respondem ao registro dos híbridos no PL.

Duas empresas, cujas notas foram analisadas, realizaram menções textuais em seus documentos, que embora não se relacionem com nenhuma das hipóteses listadas nessa tese, possuem valor analítico cabível de destaque, essas organizações são: Alpiq e EDF.

Conforme explicações presentes nas notas da Alpiq, é possível verificar que a empresa emitiu dois títulos híbridos, sendo: um de forma privada e outro por meio de colocação pública. Com relação ao primeiro papel, a organização afirma que havendo a decisão de suspender os juros remuneratórios não permanecerá a obrigação de liquidar tais cupons no futuro. Tal característica, embora presente somente no título de colocação privada, reflete um importante avanço no que se referem às condições necessárias para aceitação desses títulos como instrumentos patrimoniais genuínos.

Por fim, foi verificada nas notas explicativas da EDF, companhia do setor de eletricidade da França, a informação de que o reconhecimento dos instrumentos híbridos junto ao patrimônio líquido encontrava-se em linha com a orientação técnica emitida pela Ordem dos Experts em Contabilidade⁴² desse país de 28 de julho de 1994.

De acordo com a *Commission des études comptables* (2015, p. 3)⁴³:

[...] O Parágrafo 3.4 da exposição de motivos do Parecer nº 28 da Ordem dos Contabilistas diz respeito à interpretação do artigo 248.8 (h) do Código Comercial (atual artigo R. 233-10 8º) **que permite a classificação no capital próprio nas contas consolidadas somente dos contratos emitidos que não preveem o resgate por iniciativa do credor, ou remuneração obrigatória em caso de ausência ou insuficiência de renda. (Grifos adicionados).**

Destaca-se a menção ao código comercial francês, sendo utilizado como base para determinação dos itens elegíveis à titulação de patrimônio líquido.

Segundo o Plano Contábil Geral⁴⁴ francês, os híbridos, denominados como TSSDI, deverão ser reconhecidos como outras participações na classe 1 do referido documento: Contas de Capital.

Interessante notar que o argumento utilizado para determinação do registro contábil desses papéis foi provindo do código comercial francês em uma decisão arregimentada em 1994, cerca de 11 anos antes da primeira publicação de demonstrações contábeis em IFRS por empresas francesas com ações listadas em bolsa. Nos documentos analisados acerca das discussões sobre o assunto, não foram notadas menções nem sobre a IAS 39, nem sobre a IAS 32, dando mostras, ainda que intuitivas, de que a jurisdição considerou em sua análise, basicamente elementos do sistema jurídico local.

⁴² Tradução livre de: *Ordre des Experts Comptables*.

⁴³ Tradução livre de: *Le paragraphe 3.4 de l'exposé des motifs de l'avis n°28 de l'ordre des experts-comptables a pour objet l'interprétation de l'article 248.8(h) du code de commerce (devenu l'article R. 233-10 8º) qui offre la possibilité de classer en capitaux propres, dans les comptes consolidés uniquement, les contrats d'émission ne prévoyant pas de remboursement à l'initiative du prêteur, ni de rémunération obligatoire en cas d'absence ou d'insuffisance de bénéfice.*

⁴⁴ Tradução livre de: *Plan Comptable Général*.

Outro relevante aspecto a ser mencionado é o fato de a França possuir um plano de contas nacional, o qual visa estabelecer as contas contábeis a ser utilizadas no processo de escrituração dos eventos de natureza econômico-financeira, método pouco usual comparativamente a outras nações.

Ressalta-se que a incursão por essa particularidade francesa pode explicar em muito o fato de arredondados 51% da amostra de empresas formadoras do grupo de interesse, com emissões que totalizam mais de 24 bilhões de dólares, serem provindas dessa jurisdição. Principalmente quando se considera a existência de vis-à-vis jurisprudências que garantem o ingresso de tais valores junto às rubricas patrimoniais.

Tais achados ratificam os argumentos apresentados por Nobes (2013) de que a adoção das IFRSs não superou determinadas diretrizes provindas dos ordenamentos contábeis locais. Mais especificamente, no contexto desta tese, verifica-se que a ausência de maiores clarificações por parte do IASB, acerca da classificação contábil de instrumentos híbridos, torna o assunto campo profícuo para emissão de pronunciamentos idiossincráticos a cada localidade, acarretando severas distorções na comparabilidade das demonstrações contábeis de organizações situadas em diferentes domicílios.

4.2 Abordagem quantitativa

Nesta seção são apresentadas as aplicações estatísticas utilizadas para verificação das hipóteses listadas na seção 2 e testadas a partir da base de dados descrita na seção 3. Visando acrescer a robustez dos testes, a base de dados foi disposta em quatro arranjos amostrais distintos, dos quais se estimou os modelos anteriormente mencionados, sendo:

- i) Base 1 – observações completas, isto é, contendo grupo de interesse e grupo de controle;

- ii) Base 2 – observações segregadas por quartis, tomando como premissa para essa separação o valor de mercado médio das organizações;
- iii) Base 3 – observações dispostas pela origem do sistema jurídico dos países (Teste aplicado exclusivamente para Hipótese 1); e
- iv) Base 4 – observações provindas somente do grupo de interesse – emissores de IFH.

Especificamente no que se refere ao arranjo amostral (iii), compete destacar que a decisão de se estratificar os dados tomando como critério de seleção a origem do sistema legal, advém das considerações emanadas por La Porta et al. (1998), em que os autores verificaram diferenças nos direitos de acionistas e credores a partir de orientações regulatórias distintas entre os principais 49 mercados de capitais do mundo, nos quais se encontram as 10 jurisdições componentes da amostra.

Kraakman et al. (2009), em análise restrita às leis que formam o direito societário na Alemanha, Estados Unidos da América, França, Itália, Japão e Reino Unido, assumem a premissa de que essas jurisdições enfrentam problemas regulatórios comuns no âmbito da orientação dos seus mercados de capitais, que sejam lidar com os três principais conflitos de agência: i) oportunismo dos gestores vis-à-vis os acionistas; ii) oportunismo dos acionistas controladores frente os não controladores; e iii) oportunismo dos acionistas em relação a outros intervenientes corporativos. Entretanto, a maneira como cada localidade desenvolve suas leis e a estratégia adotada para lidar com tais problemáticas diverge entre as regiões.

Em face desse contexto, é possível considerar que há uma elevada interveniência do direito societário na estrutura patrimonial das empresas, primordialmente quando consideradas as constituições de reservas e o rol dos títulos elegíveis ao conceito de capital, ambas, apreciações não previstas nas normas internacionais de contabilidade por não integrarem o seu escopo enquanto ordenamento. Mostra empírica disso reside no relato da EDF – França, em que o subsídio para decisão da

companhia de registrar os híbridos no patrimônio provém de uma análise extemporânea a adoção do IFRS naquele país e sustentada pelo código comercial, conforme demonstrado na seção anterior.

Dessa maneira, não seria de todo inusitado verificar nos estimadores estatísticos resultados díspares em função da estratificação dos dados com base em mercados de capitais orientados por regramentos jurídicos diferentes, especialmente considerando-se a forma como os investidores de cada jurisdição compreendem a legitimidade dos instrumentos híbridos como títulos patrimoniais.

As demais subseções da análise quantitativa foram desenvolvidas considerando a organização dos dados nos dois modelos dispostos acima, partindo inicialmente da apresentação descritiva dos dados e posteriormente apresentando os resultados obtidos com as estimações dos modelos.

4.2.1 Estatísticas descritivas

Nesta seção, são apresentadas as estatísticas descritivas da base de dados completa, isto é, contemplando emissores e não emissores de instrumentos financeiros híbridos. Inicialmente são apresentadas as tabelas contendo as medidas de tendência central e variação dos dados, considerando sua disposição longitudinal. Posteriormente são apresentados os gráficos de tendência comparando o comportamento das variáveis dependentes no que condiz ao grupo de interesse e ao grupo de controle. Por fim, são demonstrados os histogramas dos termos com enfoque na forma de distribuição dos dados e na seleção de técnicas com o intuito de reduzir a assimetria amostral em busca de ajustamentos que incrementem a robustez dos parâmetros estimados.

São apresentadas na Tabela 7, para cada trimestre componente da série histórica, o número de observações, a média (μ), o desvio padrão (σ) e o coeficiente de variação (CV) dos dados.

Tabela 9 – Estatísticas Descritivas dos Dados

Trim	n	P			PLO			EPS			HPS		
		μ	σ	CV	μ	σ	CV	μ	Σ	CV	μ	σ	CV
4T2005	78	0,47	0,42	0,90	33,80	124,10	366,90	1,86	6,71	361,52	0,30	1,91	645,44
1T2006	48	0,52	0,47	0,90	23,70	93,40	394,48	0,87	3,29	377,60	0,03	0,19	692,82
2T2006	86	0,87	0,43	0,49	38,00	142,30	374,63	1,93	6,06	314,59	0,27	1,85	691,14
3T2006	49	0,84	0,57	0,69	27,70	112,60	407,30	2,22	12,31	553,81	0,03	0,19	700,00
4T2006	91	0,93	0,54	0,58	40,80	158,30	387,83	2,09	6,85	327,16	0,25	1,79	711,13
1T2007	51	1,00	0,41	0,42	33,80	122,50	362,61	1,60	6,62	414,01	0,08	0,46	544,35
2T2007	96	1,01	0,70	0,69	44,40	166,40	374,88	2,18	6,25	287,19	0,27	1,76	653,93
3T2007	54	0,87	0,40	0,45	29,80	121,90	409,53	1,20	5,60	467,38	0,08	0,45	560,35
4T2007	98	0,70	0,35	0,50	46,40	189,60	408,95	2,72	12,24	450,42	0,26	1,74	660,79
1T2008	54	0,79	0,43	0,55	38,40	139,60	363,61	1,24	6,43	516,98	0,08	0,42	542,71
2T2008	106	0,55	0,34	0,62	49,00	199,80	407,90	1,82	9,87	542,53	0,25	1,70	678,02
3T2008	60	0,55	0,31	0,57	36,50	146,70	401,86	1,25	6,48	518,24	0,07	0,40	572,51
4T2008	108	0,72	0,45	0,62	46,90	193,30	412,41	0,73	8,69	119,30	0,25	1,68	684,46
1T2009	58	1,18	0,76	0,64	35,50	156,30	440,72	-0,11	6,96	-629,60	0,07	0,41	563,18
2T2009	106	1,24	0,69	0,55	49,70	209,10	420,90	6,78	59,08	871,77	0,25	1,70	678,53
3T2009	59	0,91	0,40	0,44	35,70	155,00	433,70	0,74	3,49	469,99	0,07	0,41	568,08
4T2009	107	0,94	0,48	0,51	56,10	255,90	456,44	2,17	10,07	465,03	0,25	1,69	678,46
1T2010	59	0,80	0,34	0,42	36,10	162,70	450,86	0,40	2,30	574,14	0,06	0,32	544,98
2T2010	109	0,86	0,40	0,47	55,10	253,90	460,37	1,72	5,55	323,57	0,13	0,79	586,74
3T2010	62	0,93	0,46	0,49	35,00	157,00	448,21	1,10	4,16	378,64	0,12	0,56	482,39
4T2010	110	0,82	0,43	0,52	56,90	255,50	449,06	2,21	7,42	335,36	0,18	0,85	487,34
1T2011	58	0,82	0,42	0,52	39,10	171,70	438,81	1,10	3,75	341,67	0,13	0,58	433,77
2T2011	110	0,60	0,34	0,57	57,70	257,10	445,55	1,61	4,97	308,67	0,16	0,75	471,07
3T2011	58	0,70	0,44	0,63	39,90	172,80	433,41	0,32	3,73	117,20	0,13	0,58	433,77
4T2011	112	0,91	0,49	0,54	50,70	214,80	423,36	-2,47	24,29	-982,36	0,16	0,75	475,49
1T2012	59	0,78	0,42	0,54	32,00	122,40	382,93	0,45	2,82	633,85	0,16	0,74	461,45
2T2012	114	0,88	0,41	0,47	48,80	213,50	436,97	-0,61	21,06	-345,60	0,17	0,79	470,12
3T2012	57	0,92	0,41	0,44	27,40	90,80	331,14	-1,04	12,82	-129,60	0,19	0,75	391,38
4T2012	117	0,21	0,43	2,10	39,70	171,90	432,67	-6,13	54,52	-890,01	0,17	0,78	463,22
1T2013	59	0,52	0,49	0,94	19,58	60,43	308,55	-0,66	8,08	-123,30	0,26	0,78	306,85
2T2013	118	0,34	0,51	1,51	47,20	205,40	435,36	1,29	6,63	513,69	0,67	3,09	462,15
3T2013	61	0,84	0,61	0,72	29,90	163,60	547,23	-0,64	11,65	-182,20	0,25	0,77	304,07
4T2013	123	0,86	0,50	0,58	44,50	216,10	485,22	0,70	14,77	2112,87	0,71	3,21	454,57
1T2014	59	0,88	0,51	0,58	32,10	167,80	522,25	1,16	5,83	503,07	0,27	0,79	291,79
2T2014	126	0,77	0,40	0,52	45,70	205,70	449,93	1,16	4,46	385,74	0,76	3,21	422,53
3T2014	59	0,73	0,42	0,57	31,90	165,30	517,76	0,02	1,45	600,87	0,27	0,79	291,97
4T2014	128	0,90	0,44	0,49	44,10	189,10	429,05	-0,96	17,31	-1799,84	0,99	3,46	350,25
1T2015	60	0,84	0,43	0,52	32,50	166,80	512,68	0,15	1,27	853,25	0,57	1,73	302,21
2T2015	127	0,48	0,46	0,96	42,40	180,10	424,97	0,11	6,26	555,80	0,96	3,42	357,89
3T2015	58	0,85	0,44	0,53	32,70	169,50	517,85	0,30	0,71	239,55	0,59	1,75	297,26
4T2015	74	0,66	0,48	0,73	21,18	46,90	221,42	0,52	3,24	620,58	1,13	3,54	312,87
Total	3.386	0,76	0,52	0,69	39,23	167,50	422,69	0,81	9,90	277,40	0,29	1,31	504,44

Fonte: Autor (2016)

Tabela 9.1 – Estatísticas Descritivas dos Dados

Trim	n	RET			ΔEPS			KE		ALF			CV
		μ	σ	CV	μ	σ	CV	μ	σ	μ	σ	CV	
4T2005	78	0,01	0,01	190,15	0,18	2,25	654,28	0,04	0,01	201,24	0,57	0,12	186,24
1T2006	48	0,01	0,03	326,73	-0,19	1,85	-985,97	0,07	0,02	151,11	0,64	0,15	164,45
2T2006	86	0,01	0,02	242,56	0,29	2,51	854,11	0,04	0,01	175,04	0,58	0,12	190,54
3T2006	49	0,01	0,03	310,64	1,19	7,76	650,23	0,08	0,01	131,34	0,65	0,13	141,78
4T2006	91	0,01	0,03	322,46	-0,37	5,81	-159,20	0,06	0,01	163,03	0,52	0,09	171,19
1T2007	51	0,01	0,02	322,69	-0,39	2,08	-527,50	0,09	0,02	125,81	0,68	0,15	155,74
2T2007	96	0,01	0,02	182,85	-0,01	3,91	-438,49	0,06	0,01	142,87	0,70	0,20	286,30
3T2007	54	0,01	0,04	535,12	-0,07	0,93	-142,20	0,14	0,02	106,88	0,86	0,22	189,16
4T2007	98	0,02	0,04	201,74	0,67	6,80	101,40	0,16	0,02	105,90	0,69	0,09	131,19
1T2008	54	0,01	0,01	165,77	-0,19	1,25	-653,32	0,13	0,02	109,85	0,78	0,15	142,31
2T2008	106	0,02	0,04	258,72	-0,66	7,98	-120,10	0,12	0,01	104,67	0,69	0,09	129,19
3T2008	60	0,01	0,02	197,13	0,21	6,84	332,10	0,07	0,01	116,20	0,75	0,14	142,42
4T2008	108	0,00	0,04	344,47	-1,21	5,14	-423,89	0,06	0,01	108,51	0,80	0,13	162,12
1T2009	58	0,00	0,03	586,00	-0,49	5,59	-1130,77	0,03	0,00	110,85	1,12	0,37	251,06
2T2009	106	0,01	0,03	249,61	6,30	53,32	846,70	0,05	0,01	111,36	0,77	0,10	138,91
3T2009	59	0,01	0,02	271,96	0,03	2,71	106,00	0,10	0,01	62,06	1,09	0,16	112,05
4T2009	107	0,01	0,05	357,58	-4,58	49,42	-107,81	0,12	0,01	70,16	0,86	0,11	126,06
1T2010	59	0,01	0,04	303,41	0,11	1,78	166,36	0,11	0,01	63,81	1,24	0,27	165,68
2T2010	109	0,02	0,03	150,18	-0,42	8,09	-190,50	0,06	0,00	68,08	0,98	0,14	152,45
3T2010	62	0,02	0,02	128,87	0,10	2,39	243,38	0,08	0,01	93,23	1,04	0,22	163,81
4T2010	110	0,02	0,02	121,28	0,44	3,93	895,43	0,11	0,01	83,39	1,00	0,16	165,18
1T2011	58	0,01	0,05	409,57	-0,25	4,42	-174,54	0,09	0,01	83,00	1,15	0,35	231,40
2T2011	110	0,02	0,03	163,95	-0,30	3,13	-104,25	0,07	0,01	88,43	0,91	0,11	121,92
3T2011	58	0,02	0,03	195,65	-0,59	4,72	-802,48	0,04	0,00	61,74	0,93	0,15	119,83
4T2011	112	0,01	0,03	255,05	-3,95	27,24	-690,18	0,05	0,00	63,07	1,00	0,13	135,89
1T2012	59	0,01	0,02	164,91	1,04	7,42	716,08	0,04	0,00	61,84	0,94	0,16	129,72
2T2012	114	0,02	0,03	158,19	1,32	33,75	255,96	0,02	0,00	80,41	1,13	0,18	168,51
3T2012	57	0,01	0,02	161,08	2,27	16,55	728,21	0,02	0,01	153,02	1,09	0,23	157,11
4T2012	117	0,01	0,05	865,79	-6,67	49,14	-736,62	0,03	0,00	75,68	1,03	0,15	160,81
1T2013	59	0,01	0,02	205,41	7,48	58,59	783,52	0,07	0,01	84,59	1,36	0,42	238,55
2T2013	118	0,02	0,03	166,70	3,63	32,06	883,29	0,03	0,00	72,30	1,57	0,51	355,54
3T2013	61	0,01	0,03	236,62	-0,57	6,57	-116,28	0,06	0,01	69,51	0,91	0,17	142,24
4T2013	123	0,01	0,03	279,51	-0,26	9,70	378,81	0,11	0,01	68,27	1,29	0,31	265,14
1T2014	59	0,02	0,07	366,27	1,03	24,16	235,31	0,13	0,01	76,04	2,00	1,14	439,02
2T2014	126	0,01	0,03	278,57	0,00	5,26	207,15	0,07	0,00	78,23	0,94	0,12	144,77
3T2014	59	0,01	0,02	216,49	-0,30	2,63	-888,04	0,05	0,01	110,41	0,91	0,13	107,37
4T2014	128	0,01	0,04	275,42	-1,98	20,71	-104,60	0,03	0,00	110,58	0,89	0,12	146,69
1T2015	60	0,01	0,02	247,93	0,18	1,26	709,35	0,05	0,01	113,86	0,90	0,09	80,34
2T2015	127	0,01	0,03	292,96	1,09	11,99	110,05	0,06	0,00	76,31	0,93	0,13	158,70
3T2015	58	0,01	0,02	203,92	-0,06	0,85	-145,60	0,03	0,01	117,03	0,90	0,10	81,23
4T2015	74	0,00	0,02	632,32	0,30	4,11	138,47	0,03	0,00	82,44	0,69	0,09	111,34
Total	3.386	0,01	0,03	281,62	0,11	12,36	33,02	0,07	0,01	100,78	0,94	0,20	169,85

Fonte: Autor (2016)

Tabela 9.2 – Estatísticas Descritivas dos Dados

Trim	n	ETR			MVE			Growth		
		M	σ	CV	μ	σ	CV	M	σ	CV
4T2005	78	0,08	0,02	189,55	9,85	1,25	111,72	0,20	0,13	581,39
1T2006	48	0,10	0,02	149,47	11,15	1,59	98,86	0,12	0,08	453,46
2T2006	86	0,11	0,02	164,43	9,95	1,20	110,79	22,50	22,40	923,17
3T2006	49	0,06	0,06	750,67	12,48	1,57	87,26	0,26	0,07	196,55
4T2006	91	0,02	0,05	190,32	10,05	1,16	109,11	21,50	21,20	937,80
1T2007	51	0,13	0,02	119,04	12,09	1,56	91,43	0,10	0,05	324,85
2T2007	96	0,12	0,04	360,86	9,82	1,13	112,06	0,41	0,18	429,80
3T2007	54	0,15	0,05	239,68	13,53	1,49	80,30	0,32	0,11	240,73
4T2007	98	0,13	0,02	160,79	16,92	1,03	59,49	0,55	0,18	325,36
1T2008	54	0,11	0,02	130,01	13,53	1,49	80,30	0,09	0,04	289,36
2T2008	106	0,09	0,03	342,93	16,08	1,00	63,58	0,49	0,36	757,50
3T2008	60	0,13	0,03	155,92	12,41	1,42	88,14	0,28	0,14	385,26
4T2008	108	0,18	0,04	218,28	16,10	0,96	61,43	0,58	0,36	644,91
1T2009	58	0,11	0,03	194,31	12,14	1,41	87,89	0,01	0,04	223,69
2T2009	106	0,13	0,02	187,92	15,45	0,98	65,22	0,05	0,04	770,13
3T2009	59	- 0,26	0,38	- 114,19	18,87	0,83	33,44	2,39	2,39	766,30
4T2009	107	- 0,70	0,88	- 128,32	20,19	0,58	29,61	1,47	1,32	928,73
1T2010	59	0,14	0,04	198,56	19,08	0,84	33,43	0,35	0,23	515,65
2T2010	109	0,01	0,21	287,29	19,66	0,66	34,68	0,12	0,03	293,25
3T2010	62	0,14	0,04	224,32	18,42	0,91	38,48	0,33	0,16	382,71
4T2010	110	0,19	0,03	142,62	20,23	0,57	29,23	0,24	0,07	302,00
1T2011	58	0,17	0,06	244,84	18,52	0,97	39,65	0,20	0,12	457,67
2T2011	110	0,19	0,02	111,05	19,82	0,63	32,90	0,15	0,06	389,62
3T2011	58	0,26	0,09	268,34	19,54	0,78	30,11	0,08	0,03	346,16
4T2011	112	0,21	0,03	136,45	20,22	0,52	27,13	0,17	0,06	340,71
1T2012	59	0,13	0,12	683,60	18,68	0,89	36,42	- 0,02	0,02	- 809,47
2T2012	114	0,32	0,16	531,82	19,95	0,58	30,73	0,12	0,04	340,98
3T2012	57	0,13	0,04	233,68	20,16	0,63	23,08	0,06	0,05	651,88
4T2012	117	0,20	0,05	271,91	19,80	0,60	32,21	0,14	0,04	319,40
1T2013	59	0,19	0,05	195,54	19,10	0,84	33,67	0,02	0,02	687,45
2T2013	118	0,31	0,12	423,85	20,02	0,57	30,49	0,06	0,02	314,46
3T2013	61	0,17	0,05	224,62	18,73	0,89	36,47	0,02	0,03	111,61
4T2013	123	0,14	0,03	246,09	19,60	0,61	34,31	0,07	0,02	346,08
1T2014	59	0,17	0,03	115,21	18,74	0,89	36,34	0,00	0,02	175,31
2T2014	126	0,21	0,02	126,36	19,48	0,62	35,39	0,14	0,07	596,01
3T2014	59	0,26	0,11	321,70	19,26	0,83	33,06	0,29	0,16	421,90
4T2014	128	0,14	0,03	225,40	20,02	0,54	30,55	0,27	0,10	425,51
1T2015	60	0,20	0,02	94,64	20,33	0,59	22,27	0,50	0,40	624,59
2T2015	127	0,13	0,06	548,20	20,35	0,50	27,42	0,04	0,02	549,46
3T2015	58	0,19	0,02	91,32	20,40	0,59	22,15	0,47	0,41	673,10
4T2015	74	0,13	0,08	499,58	21,61	0,39	15,43	0,09	0,03	327,22
Total	3.386	0,12	0,08	238,02	17,13	0,90	51,62	1,35	1,25	438,10

Fonte: Autor (2016).

De forma geral, as médias de cada variável, ao longo do tempo, mostram-se próximas. É possível inferir a partir desse comportamento que embora haja alterações nos valores dos termos, há, em uma perspectiva longitudinal, uma

referência média em que os dados tendem a convergir em suas séries específicas. Esse comportamento é relevante, sobretudo pela escolha metodológica de se ajustar as equações descritas na seção 3, tomando como base modelos de dados em painel.

Cumprе ressaltar a observação de elevados desvios padrões e coeficientes de variação, indicando que, mesmo havendo médias comunais ao decorrer dos períodos, a base de dados é formada por indivíduos – firmas – díspares entre si, o que produz um conjunto de elementos expressivamente heterogêneos. Essa é uma característica já esperada para o arranjo amostral formado, sobretudo pela inserção de organizações de setores e países variados.

Visando lidar com esse tipo de disparidade amostral, foram realizadas as escolhas de segregação da base de dados em permutações que aglutinassem os dados presentes na amostra por características de identidade entre si. Por exemplo, ao se optar por segregar a base de dados em quartis, é esperado um maior agrupamento de empresas com tamanhos similares. De igual maneira, busca-se ao se subdividir o conjunto amostral em origem do sistema jurídico, equiparar fontes do direito que, eventualmente, impactam as decisões de configuração da estrutura de capital.

Igualmente, a inserção de variáveis de controle como países e setores na amostra geral e, quando aplicável, nos subconjuntos específicos, visou também melhorar as associações entre os termos dependentes e as variáveis explicativas.

A Tabela 10 expõe a correlação de Pearson, bem como os p-valores para todas as variáveis utilizadas nos modelos. Tais medidas foram calculadas tomando como base a série temporal completa. Logo, embora a matriz de correlação expresse uma medida de inter-relação linear entre os termos, não é possível assegurar que tais indicadores se manterão com os mesmos sinais e significâncias nos modelos estimados.

Tabela 10 – Matriz de Correlação de Pearson

	P	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1 - PLO	0,329 0,000***														
2 - EPS	0,097 0,000***	0,185 0,000***													
3 - HPS	0,145 0,000***	-0,001 0,964	-0,025 0,153												
4 - HINFRA	0,171 0,000***	-0,021 0,229	-0,006 0,718	0,166 0,000***											
5 - RET	0,138 0,000***	0,017 0,319	0,307 0,000***	0,052 0,002***	0,012 0,485										
6 - ΔEPS	0,017 0,323	-0,040 0,01**	0,616 0,000***	0,007 0,683	-0,001 0,972	0,212 0,000***									
7 - KE	0,044 0,01**	0,022 0,192	0,025 0,140	-0,010 0,564	-0,014 0,409	0,127 0,000***	0,012 0,494								
8 - HDT	0,085 0,000***	0,028 0,09*	0,006 0,720	0,460 0,000***	0,238 0,000***	-0,047 0,007***	0,002 0,919	-0,020 0,251							
9 - EMI	0,182 0,000***	-0,016 0,354	0,003 0,863	0,280 0,000***	0,401 0,000***	-0,008 0,629	0,001 0,975	-0,092 0,000***	0,605 0,000***						
10 - ALF	0,098 0,000***	-0,038 0,02**	-0,033 0,05*	0,021 0,221	0,048 0,005***	-0,074 0,000***	0,037 0,031**	0,055 0,001***	0,042 0,014**	0,078 0,000***					
11 - EMP	0,175 0,000***	-0,039 0,023	-0,001 0,951	-0,073 0,000***	0,304 0,000***	0,030 0,080	-0,001 0,949	0,123 0,000***	-0,159 0,000***	0,632 0,000***	0,081 0,000***				
12 - ETR	0,004 0,801	0,012 0,491	0,003 0,854	0,014 0,428	0,026 0,09*	0,009 0,587	0,003 0,840	0,022 0,200	0,017 0,326	-0,009 0,620	0,016 0,349	-0,025 0,142			
13 - EMA	0,087 0,000***	0,029 0,08*	0,006 0,743	0,406 0,000***	0,264 0,000***	-0,044 0,011**	0,002 0,909	0,038 0,028**	0,921 0,000***	0,599 0,000***	0,052 0,003***	-0,100 0,000***	-0,020 0,238		
14 - MVE	0,303 0,000***	0,106 0,000***	0,029 0,09*	0,081 0,000***	0,183 0,000***	0,196 0,000***	-0,001 0,952	0,422 0,000***	0,211 0,000***	0,317 0,000***	0,167 0,000***	0,267 0,000***	0,028 0,109	0,245 0,000***	
15 - Growth	0,006 0,738	-0,006 0,739	-0,001 0,965	-0,005 0,751	-0,007 0,665	0,003 0,873	0,000*** 0,989	0,025 0,143	-0,012 0,502	-0,018 0,285	-0,005 0,770	-0,011 0,504	-0,002 0,920	-0,011 0,512	-0,025 0,142

*** Significante a 1% - ** Significante a 5% - *Significante a 10%

Fonte: Autor (2016).

A apresentação dos coeficientes de correlação teve por finalidade indicar o grau de associação entre duas variáveis como forma exploratória do inter-relacionamento dos termos. Adicionalmente, a apresentação do p-valor buscou acrescer a confiabilidade da relação medida.

Priorizando as associações das variáveis dependentes com os termos de interesse estabelecidos nos modelos da seção 3, foi possível verificar que a variável HPS denotou um coeficiente positivo de 0,145 e significativo a menos de 1%, em relação ao termo P. A variável HINFRA apresentou comportamento similar (0,171 – 0,000***). Essa constatação indica uma prévia relação positiva entre a emissão de instrumentos híbridos e os preços acionários.

No que condiz ao termo RET, verificou-se um coeficiente de correlação positivo e estatisticamente significativo quando observada sua relação com HPS (0,0502 – 0,002***). Já HINFRA, embora tenha apresentado um coeficiente positivo (0,012), não revelou significância estatística nessa relação. Tal resultado denota, ainda que de forma incipiente, que a emissão de tais títulos afetaria positivamente os retornos acionários.

Quanto ao termo Ke, destaca-se sua associação negativa com EMI (-0,092 – 0,000***), indicando uma relação negativa entre emissores de instrumentos híbridos e o custo de capital próprio quando comparados a empresas que não se valem desses mecanismos de captação de recursos. A variável HDT apresentou um coeficiente negativo de -0,020, todavia sem a indicação de significância estatística nessa análise.

No tocante à alavancagem financeira (ALF), verificou-se uma associação positiva com o termo EMI (0,078 – 0,000***), assim como também foi encontrada uma relação positiva de ALF com EMP (0,081 - 0,000***). Tais indicações demonstram indícios de que os emissores de instrumentos híbridos são mais alavancados, e que a colocação dos títulos é precedida por períodos de elevações nesse indicador da estrutura de capital.

Por fim, no que se refere ao termo de interesse ETR, foram encontradas associações negativas com os itens EMI e EMA, respectivamente, de -0,009 e -0,020, entretanto, tais coeficientes não apresentaram p-valores significantes. Muito embora a presença de sinais negativos seja interessante, mais apropriadamente por indicar uma eventual conotação de redução na carga tributária efetiva sobre o lucro na presença de instrumentos híbridos.

Cabe destacar que a apresentação dos coeficientes de correlação não exaure ou permite que se rejeite ou não as hipóteses previamente estabelecidas. Tal matriz deve ser compreendida como uma etapa da análise exploratória dos dados, com o intuito de sinalizar comportamentos lineares e individuais entre as principais relações estudadas nesta tese.

Ainda no âmbito descritivo dos dados, julgou-se oportuno analisar o comportamento longitudinal das principais variáveis elencadas nos modelos, sobretudo distinguindo-se companhias formadoras do grupo de interesse das entidades presentes no grupo de controle. Referida análise foi elaborada a partir do cômputo da média aritmética de cada variável X_i no momento T_n .

O Gráfico 1 demonstra as séries históricas dos preços acionários médios, sem a defasagem pelas cotações no início de cada período.

Fonte: Autor (2016).

É possível verificar que as cotações médias do grupo de interesse são superiores às do grupo de controle. Pode-se notar que o ponto máximo da tendência de emissores

ocorreu no primeiro trimestre de 2007, com um total médio de cotações de aproximados 35 dólares. Enquanto, para não emissores o ponto máximo ocorreu entre o segundo e terceiro trimestre de 2007, momento no qual os preços acionários registraram valores em torno de 10 dólares.

Esse comportamento permaneceu por toda a série observada e cabe destacar que o único momento de convergência entre as linhas de tendência foi no quarto trimestre de 2012. Interessante notar que nessa mesma ocasião foi registrado o ponto mínimo de ambos os grupos, no qual as cotações se encontravam abaixo dos 5 dólares.

Na abordagem do Gráfico 2, é possível analisar as tendências de retornos acionários de ambos os grupos de empresas.

Gráfico 2 – Retornos Acionários (3 meses): Grupo de Interesse versus Grupo de Controle

Fonte: Autor (2016).

Confirmando a tendência de elevações de preços do grupo de interesse em face do grupo de controle, é possível verificar que os retornos dos emissores denotam maior volatilidade, pois o ponto máximo se dá na ordem de aproximados 0,025 no quarto trimestre de 2007, sofrendo inflexão para cerca de 0,00 no quarto trimestre de 2008. Nesse mesmo período, as empresas segmentadas como não emissoras saíram de um máximo de aproximados 0,02 para 0,01. Cumpre destacar que a Crise do Subprime norte-americana, a qual posteriormente se alastrou para outros mercados de capitais, ocorreu entre os anos de 2007 e 2008, período no qual os retornos registraram os menores patamares da série. Potencialmente esse é o motivo para tais inversões.

De forma complementar, é possível notar que a partir do ano de 2007 consegue-se visualizar que a linha histórica do grupo de interesse passou a alcançar picos mais elevados comparativamente ao grupo de controle, invertendo a tendência antes observada e mantendo-se assim na maioria dos demais trimestres.

No tocante ao custo de capital próprio (Ke), o Gráfico 3 revela que o grupo de interesse possui valores mais acentuados quando contrastado com o grupo de controle. Conveniente destacar, outra vez, que esse é um dos fatores que justificaria a busca por modalidades de captação de valores mais flexíveis.

Gráfico 3 – Custo de Capital Próprio (Ke): Grupo de Interesse versus Grupo de Controle

Fonte: Autor (2016).

Outro notável destaque acerca do Gráfico 3, agora cotejado com as tendências expostas no Gráfico 2, é que o cálculo do Ke foi realizado por meio da abordagem do CAPM, a qual considera, para formação do beta (ver subitem 2.5.1), a correlação dos retornos acionários das empresas com um benchmark de mercado, formado por um portfólio representativo das organizações mais expressivas no ambiente em que estão situadas. Sendo assim, a medida que os retornos do grupo de controle são mais voláteis (ver Gráfico 2) e, sua exposição ao risco é maior. Tão logo, os investidores elevam suas expectativas de insegurança, o que impactaria no aumento dos custos para tais entidades, denotando a tendência ora verificada.

No Gráfico 4, consegue-se observar as distinções de comportamentos acerca da métrica de alavancagem financeira (ALF) entre ambos os grupos.

Gráfico 4 – Alavancagem Financeira (ALF): Grupo de Interesse versus Grupo de Controle

Fonte: Autor (2016).

Em expressiva parte do tempo o grupo de interesse apresenta médias de ALF superiores ao grupo de controle, exceto no segundo trimestre de 2014. A visualização desse comportamento indica certa coerência nas construções teóricas que sugerem que a emissão de instrumentos híbridos visa reduzir tal indicador. Do mesmo modo, nota-se maior suavização na linha representando a alavancagem dos emissores. Essa verificação reforça as menções de que a emissão de tais títulos visaria manter a ALF nas metas previamente estabelecidas pelas organizações (Ver comentários sobre os excertos das notas explicativas dos emissores no subitem 4.1.1).

Por fim, a última variável contemplada nessa abordagem longitudinal foi o termo ETR, métrica representativa da carga tributária efetiva sobre o lucro, a qual é exposta no Gráfico 5.

Gráfico 5 – Carga Tributária Efetiva (ETR): Grupo de Interesse versus Grupo de Controle

Fonte: Autor (2016).

Constata-se que a carga tributária efetiva dos emissores é superior na maior parte do tempo a das organizações não emissoras, atingindo um ponto de máximo na ordem de 0,8 entre o 2º e o 3º trimestre de 2013. Outro comportamento importante desse termo, para o grupo de interesse, é o de que ele não assumiu valores negativos, como, por exemplo, acontece com a tendência denotando o grupo de controle no 3º trimestre de 2010.

Tais observações corroboram, ainda que de forma incipiente, os indicadores provindos do referencial teórico, os quais inferem que o uso dos instrumentos financeiros híbridos pode estar relacionado a incentivos de natureza tributária.

O último enfoque dado à descrição dos dados presentes na amostra foi condizente com a forma como se distribuem as variáveis dependentes dos modelos econométricos referenciados.

Inicialmente foram obtidos os histogramas desses termos seguindo as especificações descritas na seção 3. O intuito dessa primeira verificação foi observar a assimetria dos dados em relação a suas médias, condição importante para uma modelagem estatística robusta.

Gráfico 6 – Histogramas das Variáveis Dependentes

Fonte: Autor (2016).

As variáveis P_{it} (preços das ações por empresa i no período n , defasados pelas cotações no início de cada período), bem como RET_{it} (retornos acionários por empresa i no período n , defasados pelas cotações no início de cada período), demonstram maior simetria com relação às suas médias quando comparadas aos termos Ke , ALF e ETR , embora não atendam à condição de normalidade.

O comportamento verificado nas distribuições das variáveis Ke , ALF e ETR provém da constatação de que os dados pertinentes a esses termos não tendem à normalidade em sua extensão. A esse respeito, Rodrigues (2006 p. 107) destaca que “não é necessária a distribuição normal em grandes amostras, pois os testes efetuados apresentam resultados assintóticos, ou seja, mesmo que os resíduos não tenham distribuição normal, a distribuição dos coeficientes será próxima da normal”. Essa assertiva possui deduções mais robustas na abordagem do Teorema Central do Limite (TCL⁴⁵), em que é possível inferir que quão maior for o n amostral, mais facilmente os parâmetros estimados tenderão a normalidade. Contudo, não resta

⁴⁵ Para deduções mais detalhadas do TCL sugere-se Spiegel, Schiller e Srinivasan (2013).

claro o que se entende por uma amostra grande, sobretudo quando consideradas distribuições demasiadamente assimétricas (LIPSCHUTZ, 1972).

A verificação de itens cujas distribuições divergem da normalidade, sobretudo em trabalhos de contabilidade, pode ser atribuída, ao menos em parte, à formação de amostras cuja seleção dos indivíduos e períodos não é realizada de maneira aleatória, como no caso dessa tese em que tanto as empresas formadoras do grupo de interesse quanto às companhias presentes no grupo de controle foram obtidas de maneira determinística.

Embora esse seja um procedimento essencial para obtenção de dados que permitam testar as hipóteses levantadas, não há como sofismar que reside uma limitação aos resultados estatísticos alcançados, mais especificamente pela possibilidade de se aferir estimadores inconsistentes⁴⁶.

Buscando atenuar tal limitação, foi inicialmente aplicado o procedimento denominado Winsorization que, segundo Yale e Forsythe (1976, p. 292)⁴⁷, “é uma técnica que objetiva a redução dos efeitos de contaminação nas estatísticas estimadas de uma amostra por meio da diminuição dos ‘outliers’ presentes nos dados”. Seguindo essa orientação, foram eliminadas as observações presentes em até 0,5% em cada uma das caudas das variáveis.

Posteriormente, as variáveis Ke, ALF e ETR tiveram suas formas funcionais alteradas por meio da aplicação do logaritmo natural. Essa transformação teve por finalidade melhorar a linearização dos parâmetros estimados. Wooldridge (2010) destaca que a aplicação do log natural em variáveis dependentes transforma modelos nível-nível em equações log-nível. Adicionalmente o autor estabelece que:

É também útil observar o que acontece às estimativas de intercepto e de inclinação se mudarmos as unidades de medida da variável dependente

⁴⁶ Bussab e Moretim (2010) destacam que a consistência dos estimadores pode ser verificada por meio do comportamento da variância quando a amostra aumenta. Isto é, para estimadores consistentes, no limite a variância tende a zero.

⁴⁷ “is a statistical technique that aims to reduce the effect of contamination of the sampled population on the estimated statistic by diminishing the effect of ‘outlier’ in the sample”.

quando ela aparece na forma logarítmica. Pelo fato de a variação da forma logarítmica aproximar-se de uma variação proporcional, faz sentido que nada aconteça com a inclinação. Podemos ver isso ao escrever a variável em uma nova escala como $c_1 y_1$ para cada observação i . A equação original é $\log(y_i) = \beta_0 + \beta_1 x_1 + u_i$. Se adicionarmos $\log(c_1)$ a ambos os lados da equação, obtemos $\log(y_i) = [\log(c_1) + \beta_0] + \beta_1 x_1 + u_i$ ou $\log(c_1 y_1) = [\log(c_1) + \beta_0] + \beta_1 x_1 + u_i$ [...]. Portanto, a inclinação ainda é β_1 , mas o intercepto agora é $\log(c_1) + \beta_0$. Semelhante, se a variável independente for $\log(x)$, e mudarmos as unidades de medida de x antes de considerarmos o log, a inclinação permanece a mesma, mas o intercepto muda. (WOOLDRIDGE, 2010, p. 44)

Ou seja, a aplicação de um log natural sobre uma variável em nível não altera a inclinação e, por conseguinte, a direção dos parâmetros estimados, mudando somente, conforme esperado, a escala de unidade dos coeficientes. Após a aplicação das transformações comentadas, foram gerados novos histogramas no intuito de avaliar as distribuições ‘winsorizadas’ em escala log (Gráfico 7).

Gráfico 7 – Histogramas das Variáveis Dependentes em Escala LN

Fonte: Autor (2016).

Ainda sob uma abordagem intuitiva, é possível verificar que os histogramas dos itens LKe, LALF e LETR denotam distribuições, potencialmente mais simetrizadas, quando comparadas com as variáveis em nível demonstradas no Gráfico 6.

Buscando indícios mais robustos de que a transformação por meio do log natural melhorou as distribuições dos termos, foi utilizado o teste de Anderson-Darling, o qual, segundo Moraes, Ferreira e Balestrassi (2005), visa avaliar se os dados seguem uma normal. Mais especificamente, p-valores elevados indicam a aceitação de H_0 , isto é normalidade nos dados, caso contrário, rejeita-se a hipótese aventada. Os resultados encontram-se dispostos na Tabela 11.

Tabela 11 – Testes de Anderson-Darling

	KE	LKE	ALF	LALF	ETR	LETR
Curtose	-0,29	-1,02	-0,11	-0,40	-0,83	-0,12
Skewness	0,80	0,08	-0,84	-0,54	-0,75	-0,08
A-Squared	58,82	15,17	39,95	21,48	26,81	6,12
p-value	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***

Fonte: Autor (2016).

Iniciando a leitura dos resultados pelos p-valores, constata-se que tanto em nível como em log, as variáveis não são distribuídas de forma normal. Contudo, os valores obtidos de A-Squared melhoram em escala logarítmica, pois, à medida que os termos se aproximam da normalidade, esse indicador é reduzido.

As medidas de Curtose e Skewness foram apresentadas no intuito de se demonstrar que a dispersão da curva se manteve inalterada. Isto é, mesmo após serem transformados pela função log natural, as variáveis LKE, LALF e LETR continuaram se distribuindo de forma platicúrtica. Assim como conservaram a obliquidade (Skewness) dos termos em nível. Com base nessas considerações, as Equações 6 a 12 passaram a contemplar em suas formas funcionais os termos Ke, ALF e ETR, transformados pela aplicação do Log natural.

4.2.2 Resultados para amostra geral e quartis – (Bases 1 e 2)

Os resultados apresentados nesta seção foram obtidos a partir da estimação dos modelos considerando a base de dados completa e sua versão disposta em quartis, tomando como critério para essa segunda formação a média do valor de mercado das companhias ao decorrer da série histórica. Com relação à amostra geral, foram inseridas variáveis de controle visando reduzir a heterogeneidade das observações

no âmbito jurisdicional e setorial. Já para o compêndio de informações apresentadas em quartis, foram controlados os segmentos de negócio.

Na Tabela 12 são apresentados os parâmetros estimados para o teste da *Hipótese 1* – *O registro contábil dos instrumentos híbridos no PL é relevante para determinação dos preços e retornos acionários.*

Tabela 12 - Testes da Hipótese 1 - Price Level - Amostras: Geral e Quartis

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 PLO_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 HPS_{it} + \beta_4 HINFRA_{it} + \text{Controles} + e_{it}$$

Variáveis	Geral		1Q		2Q		3Q		4Q	
	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value
(Intercept)	2,680	0,000***	1,076	0,302	1,360	0,212	3,231	0,000***	3,942	0,001**
PLO	0,419	0,000***	0,527	0,000***	0,361	0,078*	0,368	0,000***	0,967	0,000***
EPS	0,386	0,000***	0,131	0,091*	0,426	0,001**	0,714	0,000***	0,428	0,001***
HPS	0,038	0,000***	0,012	0,802	0,002	0,944	0,097	0,000***	0,053	0,090*
HINFRA	0,116	0,559	0,301	0,182	0,263	0,702	0,164	0,645	0,735	0,299
Austria	-0,096	0,857	-	-	-	-	-	-	-	-
Germany	-0,229	0,664	-	-	-	-	-	-	-	-
Hong.Kong	-1,271	0,002**	-	-	-	-	-	-	-	-
Luxembourg	-0,001	0,999	-	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	-1,711	0,042**	-	-	-	-	-	-	-	-
Singapore	-2,682	0,000***	-	-	-	-	-	-	-	-
Spain	-0,657	0,335	-	-	-	-	-	-	-	-
Switzerland	-1,120	0,077.	-	-	-	-	-	-	-	-
United_Kingdom	2,240	0,000***	-	-	-	-	-	-	-	-
Chemicals	-0,149	0,860	-	-	1,503	0,426	-	-	-0,454	0,789
Cyclical Consumer Services	-0,186	0,643	0,760	0,490	1,038	0,460	-	-	-1,418	0,280
Energy - Fossil Fuels	-0,090	0,926	-	-	1,744	0,354	-	-	-1,054	0,535
Food & Beverages	-0,042	0,940	1,054	0,362	0,713	0,593	-	-	-	-
Food & Drug Retailing	-0,469	0,533	-	-	2,423	0,204	-	-	-1,546	0,264
Healthcare Services	-0,556	0,451	0,588	0,641	0,558	0,767	-	-	-	-
Industrial & Commercial Services	-1,125	0,013*	0,113	0,924	0,293	0,816	-0,078	0,938	2,501	0,141
Industrial Conglomerates	-1,234	0,356	-	-	-	-	-	-	-3,758	0,027*
Mineral Resources	0,132	0,880	-	-	-	-	-0,621	0,669	-1,157	0,387
Real Estate	-	-	1,157	0,290	-1,362	0,254	-1,456	0,109	-2,104	0,109
Telecommunications Services	-0,477	0,466	0,024	0,985	0,517	0,784	-	-	-1,586	0,251
Transportation	-1,016	0,219	1,078	0,456	-2,887	0,061*	-	-	-	-
F-Statistic	51,40	0,000***	6,34	0,000***	12,11	0,00***	26,66	0,000***	15,20	0,000***
Sample size	3.386		869		794		696		1.027	
R ² adjus	25,83%		8,1%		18,5%		23,40%		17,1%	

*** Significante a 1% - ** Significante a 5% - * Significante a 10%

Fonte: Autor (2016).

Os resultados obtidos indicam que os termos PLO e EPS estão em consonância com achados de pesquisas anteriores (e.g., ABOODY et al., 1999; LOPES; WALKER, 2012). Isto é, patrimônio líquido e o resultado contábil, ambos defasados em um trimestre, auxiliam na determinação dos preços das ações.

Com relação à variável de interesse HPS, verificou-se que o termo apresentou coeficientes positivos em todos os extratos amostrais, assim como para o contexto geral (0,038 e 0,000***), 3º quartil (0,097 e 0,000***) e 4º quartil (0,053 e 0,090*), foram também identificados p-valores em níveis descritivos inferiores aos alfas usualmente empregados nos testes de hipóteses, respectivamente (10%, 5% e 1%).

Esse achado denota que os instrumentos híbridos emitidos podem ser compreendidos como relevantes, para predição das cotações acionários nesses nichos amostrais, dadas as significâncias estatísticas. Adicionalmente, a verificação de um sinal positivo, tal como ocorre com os termos PLO e EPS, indica que tais valores são compreendidos como elementos patrimoniais e, portanto, incorporados ao cômputo dos preços das ações.

Quanto ao primeiro e ao segundo quartil, é importante ressaltar que após a segregação pelo valor de mercado remanesceram nesses extratos somente 3 e 4 empresas do grupo de interesse, essa divisão muito provavelmente afetou os p-valores obtidos para tais segmentações.

Já no que se refere ao termo HINFRA, *proxy* de emissões de títulos híbridos para viabilização de projetos de infraestrutura, foram verificados sinais positivos, todavia, sem serem acompanhados de p-valores significativos, o que indica que tais valores não são estatisticamente significantes para predição dos preços acionários das organizações envolvidas com tais atividades.

Na Tabela 13 são apresentados os parâmetros estimados pelo modelo baseado na Equação 5, o qual tem como variável dependente os retornos acionários das empresas componentes do grupo de controle e do grupo de interesse. É válido

menção que esse modelo também foi desenvolvido e aplicado com o intuito de avaliar a Hipótese 1.

Tabela 13 - Testes da Hipótese 1 - Returns - Amostras: Geral e Quartis

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 \Delta EPS_{it} + \beta_3 HPS_{it} + \beta_4 HINFRA_{it} + \text{Controles} + e_{it}$$

Variáveis	Geral		1Q		2Q		3Q		4Q	
	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value
(Intercept)	0,012	0,0022**	-0,028	0,005**	-0,007	0,593	0,068	0,000***	0,018	0,078*
EPS	0,011	0,000***	0,083	0,362	0,023	0,000***	0,041	0,000***	0,013	0,000***
VEPS	0,009	0,0236**	0,061	0,498	0,014	0,051*	0,035	0,000***	0,007	0,061**
HPS	0,001	0,0453**	0,000	0,957	0,000	0,868	0,001	0,000***	0,001	0,005**
HINFRA	0,071	0,0213**	0,004	0,427	0,008	0,353	0,032	0,000***	0,000	0,969
Austria	-0,008	0,1912	-	-	-	-	-	-	-	-
Germany	-0,012	0,0444**	-	-	-	-	-	-	-	-
Hong.Kong	0,007	0,1347	-	-	-	-	-	-	-	-
Luxembourg	-0,009	0,5013	-	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	-0,018	0,0489**	-	-	-	-	-	-	-	-
Singapore	-0,006	0,1632	-	-	-	-	-	-	-	-
Spain	-0,009	0,1992	-	-	-	-	-	-	-	-
Switzerland	-0,009	0,2071	-	-	-	-	-	-	-	-
United_Kingdom	0,006	0,3661	-	-	-	-	-	-	-	-
Chemicals	-0,008	0,4050	-	-	0,022	0,327	-	-	-0,007	0,609
Cyclical Consumer Services	0,006	0,2036	0,034	0,000***	0,004	0,793	-	-	-0,001	0,928
Energy - Fossil Fuels	0,008	0,4283	-	-	0,026	0,225	-	-	-0,003	0,836
Food & Beverages	0,002	0,7691	0,029	0,005**	0,017	0,294	-	-	-	-
Food & Drug Retailing	0,006	0,4276	-	-	0,001	0,966	-	-	-0,006	0,591
Industrial & Commercial Services	0,007	0,1425	0,030	0,004***	0,041	0,006**	-0,052	0,000***	-0,003	0,863
Real Estate	-	-	0,035	0,000***	0,012	0,399	-0,045	0,000***	0,008	0,487
Industrial Conglomerates	0,004	0,7666	-	-	-	-	-	-	0,006	0,686
Mineral Resources	0,004	0,6346	-	-	-	-	-0,056	0,001**	-0,010	0,375
Telecommunications Services	-0,003	0,6846	0,010	0,397	0,012	0,606	-	-	-0,007	0,579
Transportation	-0,006	0,4855	0,028	0,013**	0,007	0,704	-	-	-	-
<i>F-Statistic</i>	20,31	0,000***	3,77	0,000***	4,74	0,000***	23,98	0,000***	44,84	0,000***
Sample size	3.386		869		794		696		1.027	
<i>R² adjus</i>	12,14%		4,94%		8,21%		21,55%		37,72%	

*** Significante a 1% - ** Significante a 5% - * Significante a 10%

Fonte: Autor (2016).

No tocante à variável de interesse HPS, verificam-se resultados muito similares aos encontrados quando da estimação do modelo baseado em preços. Isto é, coeficientes positivos e estatisticamente significantes para os arranjos nos quais se concentrou a maior quantidade de organizações emittentes dos instrumentos financeiros aqui avaliados (Geral, 3º e 4º Quartis).

Já, para o termo HINFRA, também foram encontrados coeficientes positivos em todos os segmentos de amostra, porém, diferentemente dos p-valores obtidos na Tabela 12, para o segmento geral e para o terceiro quartil, os resultados também revelaram significância estatística por meio de seus p-valores, respectivamente, 0,0213** e 0,000***. Tal constatação permite que se afira sua relevância para predição dos retornos acionários.

Em linhas gerais, os parâmetros evidenciados na Tabela 13 encontram-se alinhados aos resultados indicados na Tabela 12. De tal maneira, não se rejeita a Hipótese 1, havendo indícios que permitem concluir que o registro contábil dos instrumentos híbridos no PL é relevante para determinação dos preços e retornos acionários.

Cotejando os resultados empíricos aqui obtidos, os quais permitiram a não rejeição da Hipótese 1, com os detalhamentos observados na seção 4.1, percebe-se que há certa contrariedade entre as características qualitativas dos papéis, com a forma como os preços e retornos acionários reagiram à colocação desses títulos. Mais especificamente, a análise qualitativa indicou que os títulos possuem características que os aproximam mais de passivos financeiros do que de instrumentos patrimoniais, contudo as estatísticas presentes nas Tabelas 12 e 13 acerca dos termos HPS e HINFRA sinalizam comportamentos de mercados tipicamente esperados para emissão de ações ou outros instrumentos de PL.

Potencialmente, esse descasamento ocorre em função do conceito da profecia autorrealizável. Segundo Merton (1968, p. 447), “A profecia autorrealizável é, no início, uma definição falsa da situação, que suscita um novo comportamento e assim faz com que a concepção originalmente falsa se torne verdadeira⁴⁸”.

Conforme visto anteriormente, os híbridos aqui estudados possuem natureza econômica de títulos de dívida e, por conseguinte, estão mais próximos do conceito de passivo financeiro. Todavia, em função dos critérios difusos da IAS 32 a respeito dessa discussão, bem como da disposição de regramentos locais, como verificado

⁴⁸ *The self-fulfilling prophecy is, in the beginning, a false definition of the situation evoking a new behaviour which makes the original false conception come 'true' ”.*

no caso francês, há por parte das organizações a averiguação de condições satisfatórias para o registro desses papéis no PL. Tomando-se como base para tal constatação os argumentos apresentados em suas notas explicativas.

Do mesmo modo, não foram verificadas posições adversas por parte dos auditores independentes quanto ao tratamento contábil aplicado pelo grupo de interesse dessa pesquisa. Tal constatação advém da leitura dos relatórios de auditoria de todas as companhias emitentes, em que não foram verificados argumentos que questionassem a apresentação dos híbridos nas linhas patrimoniais.

Ainda na esteira dos potenciais revisores das demonstrações contábeis, não foram encontrados indícios de discordância a respeito da situação descrita pelas comissões de valores mobiliários em que as organizações emitentes se encontram domiciliadas.

Em síntese, embora os híbridos aqui verificados sejam na origem passivos financeiros, o tratamento contábil dado pelas companhias emissoras, a concordância explícita dos auditores independentes e o não questionamento por parte dos agentes reguladores, faz com que tais papéis sejam tomados como instrumentos patrimoniais e assim compreendidos pelos agentes de mercado, os quais reagem à emissão de tais valores mobiliários da mesma forma como potencialmente reagiram à emissão de ações, por exemplo.

Verificam-se nesse contexto todos os elementos para configuração do conceito da profecia autorrealizável, em que o registro contábil de um título como PL, ainda que de maneira equivocada, desencadeará nos agentes de mercado a percepção de que este de fato possui tal condição, adotando comportamentos que fazem com que a concepção “originalmente falsa se torne verdadeira”.

Outro importante argumento para compreensão desses resultados, potencialmente, está na natureza jurídica dos instrumentos híbridos avaliados. Tomados pela ótica legal, tais papéis não são ações, assim como suas remunerações não estão vinculadas aos lucros gerados. Dessa forma, a emissão desses híbridos não dilui a

participação dos acionistas que já detinham instrumentos patrimoniais antes da sua colocação.

Na Tabela 14 são apresentados os resultados obtidos com a Equação 6 para o teste da *Hipótese 2 – A emissão de instrumentos financeiros híbridos reduz o custo do capital próprio das empresas que se utilizam dessa modalidade de títulos.*

Tabela 14 - Testes da Hipótese 2 - Amostras: Geral e Quartis

$LKe_{it} = \beta_0 + \beta_1 HDT_{it} + \beta_2 HDTINF_{it} + \text{Controles} + e_{it}$										
Variáveis	Geral		1Q		2Q		3Q		4Q	
	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value
(Intercept)	-0,631	0,000***	-0,187	0,619	-0,868	0,025**	-1,072	0,005**	-0,325	0,446
HDT	-0,383	0,000***	-0,211	0,014*	-0,070	0,629	-0,838	0,000***	-0,514	0,000***
HDTINF	0,081	0,482	-0,176	0,353	0,426	0,257	0,034	0,915	0,342	0,054*
MVE	-0,123	0,000***	-0,143	0,000***	-0,128	0,000***	-0,110	0,000***	-0,855	0,000***
Growth	0,000	0,363	0,000	0,700	0,006	0,081*	0,018	0,643	0,010	0,526
ALF	0,008	0,257	0,303	0,000***	0,010	0,213	0,014	0,535	0,060	0,031**
Austria	0,050	0,770	-	-	-	-	-	-	-	-
Germany	0,397	0,027*	-	-	-	-	-	-	-	-
Hong.Kong	0,764	0,000***	-	-	-	-	-	-	-	-
Luxembourg	-0,030	0,942	-	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	0,326	0,225	-	-	-	-	-	-	-	-
Singapore	0,452	0,001***	-	-	-	-	-	-	-	-
Spain	0,625	0,004**	-	-	-	-	-	-	-	-
Switzerland	0,173	0,392	-	-	-	-	-	-	-	-
United_Kingdom	0,035	0,853	-	-	-	-	-	-	-	-
Chemicals	0,106	0,706	-	-	-0,132	0,842	-	-	0,215	0,686
Cyclical Consumer Services	0,124	0,338	0,195	0,613	0,273	0,580	-	-	0,407	0,332
Energy - Fossil Fuels	0,466	0,129	-	-	1,351	0,041**	-	-	-0,021	0,969
Food & Beverages	-0,073	0,686	0,083	0,836	0,327	0,486	-	-	-	-
Healthcare Services	-	-	-0,240	0,571	0,940	0,151	-	-	-	-
Food & Drug Retailing	0,881	0,000***	-	-	0,442	0,504	-	-	0,890	0,047**
Industrial & Commercial Services	-0,053	0,713	0,198	0,628	0,028	0,949	0,408	0,347	-0,047	0,933
Industrial Conglomerates	0,025	0,953	-	-	-	-	-	-	0,313	0,571
Mineral Resources	0,627	0,021*	-	-	-	-	0,746	0,220	0,314	0,458
Real Estate	-	-	0,265	0,494	0,674	0,110	0,943	0,017*	0,380	0,365
Telecommunications Services	0,067	0,751	-0,418	0,349	0,052	0,938	-	-	0,338	0,444
Transportation	-0,046	0,859	0,233	0,612	0,531	0,323	-	-	-	-
Utilities	-	-	0,032	0,935	0,368	0,457	0,630	0,116	0,068	0,864
<i>F-Statistic</i>	210,00	0,000***	317,03	0,000***	86,99	0,000***	84,48	0,000***	20,21	0,000***
Sample size	3.341		830		792		693		1.026	
<i>R² adjus</i>	59,88%		82,06%		62,88%		51,92%		22,84%	

*** Significante a 1% - ** Significante a 5% - * Significante a 10%

Fonte: Autor (2016).

Tomando-se a variável de interesse HDT, é possível verificar a presença de parâmetros estimados negativos em todos os extratos amostrais, respectivamente, (-0,383, -0,211, -0,070, -0,838 e -0,514). Do mesmo modo, com exceção do segundo quartil, foram encontrados p-valores significantes em níveis descritivos inferiores aos usuais.

Destaca-se que a variável HDT representa um termo binário o qual registra 1 para o momento da emissão do instrumento híbrido, isto é, no trimestre de colocação do título e 0 para os demais períodos. Por essa perspectiva, os resultados obtidos indicam que, na ocasião do lançamento dos papéis, houve redução no custo de capital próprio dos emissores, devidamente acompanhada de indicadores de significância estatística.

Em análise expandida, é possível verificar que uma gama variada de estudos teve por objetivo avaliar a inter-relação entre o custo de capital das empresas e questões como: estrutura tributária, alavancagem financeira, distribuição de dividendos, dentre outras características (e.g., MODIGLIANNI; MILLER, 1963; MILLER, 1977; ROSS, 1976; MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984).

Em síntese, tais estudos buscaram avaliar mutações no custo de capital próprio em virtude de situações ou características que distinguíssem as organizações e lhes trouxessem benefícios, os quais, por consequência, seriam repassados aos investidores. Dessa maneira, é interessante notar que os instrumentos híbridos, conforme mencionado, ao serem registrados no PL, melhoram as condições de solvência e liquidez das organizações. Adicionalmente, em algumas jurisdições, podendo gerar benefícios tributários por meio da dedutibilidade fiscal das contraprestações realizadas a seus detentores (e.g., Telekom Austria).

Outrossim, Lee e Figlewicz (1999) destacam que os híbridos, ao mesclarem características de títulos de dívida e patrimônio, acabariam por melhorar a relação custo-benefício da captação de valores quando comparados às tradicionais modalidades de obtenção de numerário.

Ainda nesse contexto, é fundamental ressaltar que o custo de capital próprio não necessariamente é reduzido pela emissão *per si* dos instrumentos híbridos ora avaliados, mas muito provavelmente pelo seu registro contábil junto às linhas patrimoniais. Em termos objetivos, após a emissão desses papéis, as empresas denotam melhores condições financeiras do que antes, tão breve, não seria de todo inusitado que os investidores reajam por meio da redução de suas expectativas de riscos afetando de forma negativa o log do termo K_e .

No que condiz ao termo HDTINF, não foi verificada a mesma consistência de resultados, isto é, não é possível estabelecer que o registro contábil de instrumentos híbridos no PL de empresas ligadas a projetos de infraestrutura afete o custo de capital próprio. Tal achado pode estar ligado à natureza de risco das organizações selecionadas como *proxy* de infraestrutura. Mais especificamente, foram escolhidas empresas do segmento de utilidades (água, energia e telefone), nicho econômico em que geralmente se obtém uma concessão para operar, sendo assim, as avaliações dos investidores não estariam necessariamente condicionadas à melhoria de indicadores de natureza econômico-financeira, mas correlacionadas à efetiva capacidade de prestação de serviços por meio dos investimentos realizados pelos concessionários.

Em todos os arranjos, o termo ALF, inserido como termo de controle nessa estimação, apresentou coeficientes positivos, entretanto, significantes somente no primeiro e quarto trimestre. Tais resultados indicam que essa variável apresenta uma influência positiva sobre o custo de capital próprio, para esses excertos, isto é, elevações na alavancagem financeira, acarretariam aumentos no K_e .

Com base em tais achados, não foi possível rejeitar a *Hipótese 2 – A emissão de instrumentos financeiros híbridos reduz o custo do capital próprio das empresas que se utilizam dessa modalidade de títulos*, ao menos para empresas que não operam atividades de infraestrutura.

Contudo, é importante ressaltar que o efeito da redução não provém, necessariamente, da emissão dos títulos, mas de seus reconhecimentos contábeis,

os quais realizados como PL indicam uma posição econômico-financeira mais solvente e de melhor liquidez, comparativamente à situação precedente à emissão dos híbridos.

Na Tabela 15 são apresentadas as estatísticas do ajuste da Equação 7 aplicadas ao teste da *Hipótese 2.1– Emissores de instrumentos financeiros híbridos possuem custos de capital próprio estatisticamente superiores quando comparados a não emissores.*

Tabela 15 - Teste da Hipótese 2.1 - Amostras: Geral e Quartis

$LKe_{it} = \beta_0 + \beta_1 EMI_{it} + \beta_2 EMIINF_{it} + \text{Controles} + e_{it}$										
Variáveis	Geral		1Q		2Q		3Q		4Q	
	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value
(Intercept)	-0,578	0,000***	-0,190	0,615	-0,865	0,021**	-0,984	0,0100	-0,222	0,607
EMI	0,365	0,000***	0,474	0,000***	0,298	0,097*	0,264	0,082*	0,273	0,062*
EMINF	-0,150	0,269	-0,174	0,366	-0,734	0,061*	-0,179	0,565	-0,107	0,721
MVE	-0,131	0,000***	-0,142	0,000***	-0,132	0,000***	-0,115	0,000***	-0,893	0,000***
Growth	0,000	0,344	0,000	0,465	0,007	0,076*	0,021	0,602	0,011	0,488
Austria	0,093	0,577	-	-	-	-	-	-	-	-
Germany	0,304	0,082.	-	-	-	-	-	-	-	-
Hong.Kong	0,770	0,000***	-	-	-	-	-	-	-	-
Luxembourg	0,033	0,933	-	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	0,213	0,418	-	-	-	-	-	-	-	-
Singapore	0,461	0,001***	-	-	-	-	-	-	-	-
Spain	0,662	0,002**	-	-	-	-	-	-	-	-
Switzerland	0,126	0,520	-	-	-	-	-	-	-	-
United_Kingdom	0,094	0,607	-	-	-	-	-	-	-	-
Chemicals	0,013	0,962	-	-	-0,080	0,900	-	-	-0,125	0,826
Cyclical Consumer Services	0,039	0,758	0,194	0,617	0,320	0,502	-	-	-0,058	0,895
Energy - Fossil Fuels	0,082	0,787	-	-	1,110	0,09*	-	-	-0,441	0,45
Food & Beverages	-0,154	0,381	-0,007	0,985	0,372	0,412	-	-	-	-
Healthcare Services	-	-	-0,231	0,587	0,771	0,230	-	-	-	-
Food & Drug Retailing	0,658	0,005**	-	-	0,491	0,444	-	-	0,279	0,544
Industrial & Commercial Services	-0,190	0,189	0,227	0,580	0,032	0,941	0,160	0,718	-0,643	0,272
Industrial Conglomerates	-0,411	0,331	-	-	-	-	-	-	-0,239	0,684
Mineral Resources	0,437	0,099*	-	-	-	-	0,775	0,195	0,006	0,99
Real Estate	-	-	0,287	0,460	0,723	0,076*	0,879	0,025*	0,243	0,566
Telecommunications Services	-0,141	0,501	-0,263	0,557	0,107	0,868	-	-	-0,186	0,698
Transportation Utilities	-0,192	0,451	-0,285	0,547	0,568	0,275	-	-	-	-
	-	-	0,061	0,878	0,565	0,248	0,566	0,155	-0,093	0,819
<i>F-Statistic</i>	217,48	0,000***	342,14	0,000***	93,31	0,000***	88,41	0,000***	18,92	0,000***
Sample size	3.341		830		792		693		1.026	
<i>R² adjus</i>	59,67%		82,09%		63,05%		50,19%		20,56%	

*** Significante a 1% - ** Significante a 5% - * Significante a 10%

Fonte: Autor (2016).

A variável EMI, principal termo de interesse desse modelo, denotou sinais positivos e estatisticamente significantes para todos os segmentos de amostra. Isto é, emissores de instrumentos híbridos possuem custos de capital próprio superiores a não emissores, de forma significativa corroborando a Hipótese 2.1. Tais constatações não podem ser estendidas a emissores de instrumentos híbridos ligados a projetos de infraestrutura.

Na Tabela 16 encontram-se os resultados da Equação 8 para o teste da *Hipótese 3 – Empresas emittentes de instrumentos financeiros híbridos possuem maiores níveis de alavancagem financeira comparativamente a companhias que não se valem deste recurso.*

Tabela 16 - Teste da Hipótese 3 - Amostras: Geral e Quartis

LALF _{it} = β ₀ + β ₁ EMI _{it} + β ₂ EMIINF _{it} + Controles + e _{it}										
Variáveis	Geral		1Q		2Q		3Q		4Q	
	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value
(Intercept)	-0,080	0,7590	-1,226	0,003**	-0,865	0,021**	-2,722	0,000***	-1,080	0,294
EMI	0,508	0,000***	0,682	0,000***	0,298	0,097*	0,494	0,049**	0,164	0,5320
EMINF	0,088	0,572	0,138	0,334	-0,734	0,061*	-0,180	0,596	0,625	0,339
MVE	-0,032	0,000***	-0,037	0,000***	-0,132	0,000***	-0,031	0,000***	-0,247	0,000***
Growth	0,000	0,849	0,000	0,934	0,007	0,076*	-0,090	0,02**	-0,016	0,082*
Austria	0,820	0,032**	-	-	-	-	-	-	-	-
Germany	0,679	0,080*	-	-	-	-	-	-	-	-
Hong.Kong	0,097	0,743	-	-	-	-	-	-	-	-
Luxembourg	0,219	0,814	-	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	-0,484	0,418	-	-	-	-	-	-	-	-
Singapore	0,229	0,445	-	-	-	-	-	-	-	-
Spain	0,630	0,194	-	-	-	-	-	-	-	-
Switzerland	-0,714	0,111	-	-	-	-	-	-	-	-
United_Kingdom	0,852	0,040**	-	-	-	-	-	-	-	-
Chemicals	-0,663	0,273	-	-	-0,080	0,900	-	-	0,640	0,663
Cyclical Consumer Services	-0,670	0,019**	1,203	0,006**	0,320	0,502	-	-	1,014	0,37
Energy - Fossil Fuels	0,241	0,728	-	-	1,110	0,09*	-	-	2,024	0,169
Food & Beverages	0,112	0,778	1,300	0,004**	0,372	0,412	-	-	-	-
Healthcare Services	-	-	0,741	0,132	0,771	0,230	-	-	-	-
Food & Drug Retailing	1,114	0,037**	-	-	0,491	0,444	-	-	2,063	0,084*
Industrial & Commercial Services	-0,756	0,020**	1,142	0,015*	0,032	0,941	2,925	0,001**	2,749	0,062*
Industrial Conglomerates	0,037	0,969	-	-	-	-	-	-	1,496	0,309
Mineral Resources	-0,405	0,516	-	-	-	-	3,761	0,004**	1,168	0,31
Real Estate	-	-	1,266	0,004**	0,723	0,076*	2,670	0,001**	1,060	0,345
Telecommunications Services	-0,089	0,849	1,352	0,007**	0,107	0,868	-	-	2,446	0,043**
Transportation	0,193	0,743	0,544	0,333	0,568	0,275	-	-	-	-
Utilities	-	-	1,242	0,006**	0,565	0,248	3,217	0,000***	1,489	0,173
F-Statistic	12,86	0,000***	36,39	0,000***	93,31	0,000***	8,95	0,000***	4,01	0,000***
Sample size	3.341		830		792		693		1.026	
R ² adjus	8.13%		34.29%		63.05%		9.36%		5.19%	

*** Significante a 1% - ** Significante a 5% - * Significante a 10%

Fonte: Autor (2016).

Os parâmetros acerca da variável de interesse para esse modelo – EMI – denotam que empresas emissoras de instrumentos financeiros híbridos são mais alavancadas financeiramente do que seus pares de mercado. Confirmação provinda do sinal positivo dos coeficientes estimados e da significância estatística observada em todos os arranjos amostrais, com exceção do 4º quartil. Por meio desses achados, confirma-se a não rejeição da Hipótese 3, exceto para projetos de infraestrutura.

Essa confirmação é relevante, sobretudo pela proposta de que os híbridos aqui analisados podem estar sendo utilizados de maneira oportunista para o cumprimento de *covenants*, conforme discutido em seções precedentes. Isto é, organizações com maiores riscos de descumprimentos de cláusulas contratuais podem estar se valendo do uso desses contratos para melhoria de sua condição econômico-financeira e ‘artificialmente’ cumprindo determinados parâmetros de endividamento.

Conjugando os resultados ora obtidos com os achados expostos nas Tabelas 12 e 13, é possível encontrar indícios empíricos para os questionamentos traçados por Ball, Li e Shivakumar (2015), em que os autores estabelecem a premissa de que os interesses acerca da informação contábil entre credores e investidores são distintos, muito embora documentos emitidos pelo IASB dê a impressão de que são similares (e.g., *Framework*).

Em extensão Ball, Li e Shivakumar (2015) estabelecem que credores, via de regra, estão interessados na capacidade de geração de caixa das organizações e, consecutivamente, no retorno do capital emprestado. Já investidores estariam mais voltados à geração de lucros e distribuição de dividendos, naturalmente efetuados pela existência de recursos financeiros. Entretanto, interesses distintos acabariam por gerar necessidades informacionais diferentes.

Nesse sentido, uma organização com elevado grau de alavancagem financeira e prestes ao descumprimento de cláusulas contratuais em função desse indicador poderia se sentir incentivada ao gerenciamento da estrutura de capital por meio dos instrumentos híbridos.

Na Tabela 17 encontram-se os resultados da Equação 9 para o teste da *Hipótese 3.1 – A emissão de instrumentos financeiros híbridos é precedida por períodos de elevada alavancagem financeira de seus emissores.*

Tabela 17 - Teste da Hipótese 3.1 - Amostras: Geral e Quartis

$$LALF_{it} = \beta_0 + \beta_1 EMP_{it} + \beta_2 PREINF_{it} + \text{Controles} + e_{it}$$

Variáveis	Geral		1Q		2Q		3Q		4Q	
	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value
(Intercept)	-0,072	0,7750	-1,297	0,001***	0,445	0,588	-2,767	0,000***	-1,089	0,299
EMP	0,157	0,007**	0,559	0,000***	0,503	0,015**	0,189	0,303	0,151	0,008**
PREINF	-0,020	0,858	-0,175	0,378	0,514	0,256	-0,185	0,571	-0,046	0,657
MVE	-0,026	0,000***	-0,030	0,000***	-0,016	0,001***	-0,029	0,000***	-0,244	0,000***
Growth	0,000	0,888	0,000	0,911	0,001	0,912	-0,091	0,019*	-0,016	0,076*
Austria	0,746	0,046**	-	-	-	-	-	-	-	-
Germany	0,720	0,058*	-	-	-	-	-	-	-	-
Hong.Kong	0,056	0,847	-	-	-	-	-	-	-	-
Luxembourg	0,168	0,854	-	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	-0,455	0,437	-	-	-	-	-	-	-	-
Singapore	0,191	0,516	-	-	-	-	-	-	-	-
Spain	0,608	0,200	-	-	-	-	-	-	-	-
Switzerland	-0,647	0,140	-	-	-	-	-	-	-	-
United_Kingdom	0,801	0,049**	-	-	-	-	-	-	-	-
Chemicals	-0,640	0,280	-	-	-0,888	0,531	-	-	0,671	0,649
Cyclical Consumer Services	-0,651	0,020**	1,256	0,002**	-1,403	0,183	-	-	1,088	0,341
Energy - Fossil Fuels	0,514	0,446	-	-	-0,047	0,973	-	-	2,058	0,164
Food & Beverages	0,155	0,691	1,568	0,000***	-0,740	0,460	-	-	-	-
Healthcare Services	-	-	0,770	0,096*	-0,782	0,580	-	-	-	-
Food & Drug Retailing	-0,688	0,030**	-	-	-0,204	0,885	-	-	2,152	0,074*
Industrial & Commercial Services	-	-	1,173	0,008**	-1,588	0,093*	3,123	0,000***	2,807	0,058*
Industrial Conglomerates	0,354	0,703	-	-	-	-	-	-	1,580	0,285
Mineral Resources	-0,295	0,628	-	-	-	-	3,764	0,003**	1,218	0,296
Real Estate	-	-	1,274	0,002**	-0,633	0,481	2,744	0,001***	1,079	0,345
Telecommunications Services	0,020	0,966	1,329	0,005**	-2,246	0,113	-	-	2,495	0,039**
Transportation	0,336	0,560	1,297	0,013**	0,084	0,942	-	-	-	-
Utilities	-	-	1,323	0,002**	0,037	0,972	3,267	0,000***	1,788	0,09*
<i>F-Statistic</i>	11,29	0,000***	30,56	0,000***	2,32	0,003***	8,64	0,000***	4,47	0,000***
Sample size	3.341		830		792		693		1.026	
<i>R² adjus</i>	7,21%		30,98%		4,23%		9,06%		5,74%	

*** Significante a 1% - ** Significante a 5% - * Significante a 10%

Fonte: Autor (2016).

Sob a perspectiva temporal da variável EMP, é possível, a partir dos resultados encontrados, inferir que as instituições emissoras dos híbridos se encontravam mais alavancadas antes da colocação desses papéis do que posteriormente. Os p-valores indicam que essa relação é estatisticamente significativa, com exceção do terceiro quartil. Resultados que confirmam a Hipótese 3.1, exceto para atividades de infraestrutura.

Na Tabela 18 encontram-se os resultados da Equação 10 para o teste da *Hipótese 4 – Após a emissão de instrumentos financeiros híbridos houve reduções na carga tributária efetiva sobre os lucros.*

Tabela 18 - Teste da Hipótese 4 - Amostras: Geral e Quartis

$LETR_{it} = \beta_0 + \beta_1 EMA_{it} + \beta_2 EMAN_{it} + \text{Controles} + e_{it}$										
Variáveis	Geral		1Q		2Q		3Q		4Q	
	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value
(Intercept)	0,383	0,005**	0,653	0,142	0,709	0,000***	0,516	0,376	0,103	0,736
EMA	0,099	0,1580	-0,098	0,4320	-0,422	0,029**	0,071	0,769	-0,267	0,001**
EMAN	0,032	0,808	0,132	0,590	1,345	0,004**	-0,247	0,533	0,068	0,669
MVE	-0,068	0,000***	-0,072	0***	-0,059	0,000***	-0,072	0,000***	-0,467	0,000***
Growth	0,000	0,901	0,000	0,452	0,006	0,218	0,008	0,878	-0,011	0,486
Austria	-0,170	0,366	-	-	-	-	-	-	-	-
Germany	0,096	0,629	-	-	-	-	-	-	-	-
Hong.Kong	-0,278	0,063*	-	-	-	-	-	-	-	-
Luxembourg	0,349	0,437	-	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	-0,137	0,644	-	-	-	-	-	-	-	-
Singapore	-0,541	0,000***	-	-	-	-	-	-	-	-
Spain	-0,027	0,911	-	-	-	-	-	-	-	-
Switzerland	-0,328	0,141	-	-	-	-	-	-	-	-
United_Kingdom	-0,121	0,562	-	-	-	-	-	-	-	-
Chemicals	-0,093	0,766	-	-	-1,332	0,000***	-	-	0,455	0,179
Cyclical Consumer Services	0,185	0,197	-0,551	0,225	-0,492	0,032**	-	-	0,478	0,075*
Energy - Fossil Fuels	-1,053	0,002**	-	-	-2,390	0,000***	-	-	-0,361	0,313
Food & Beverages	0,209	0,292	-0,543	0,246	-0,886	0,000***	-	-	-	-
Healthcare Services	-	-	-0,435	0,377	-0,477	0,095*	-	-	-	-
Food & Drug Retailing	0,042	0,874	-	-	-1,369	0,000***	-	-	0,168	0,552
Industrial & Commercial Services	-0,162	0,315	-0,513	0,284	-0,848	0,000***	-0,381	0,571	-0,196	0,587
Industrial Conglomerates	-0,463	0,331	-	-	-	-	-	-	-0,718	0,049**
Mineral Resources	-0,084	0,781	-	-	-	-	-0,460	0,63	0,183	0,496
Real Estate	-	-	-0,742	0,103	-0,391	0,051*	-0,477	0,433	-0,093	0,73
Telecommunications Services	0,044	0,851	-0,029	0,956	-0,906	0,005**	-	-	0,138	0,622
Transportation	0,386	0,180	-0,653	0,215	-0,582	0,019*	-	-	-	-
Utilities	-	-	-0,797	0,086*	-0,814	0,001***	-0,486	0,431	0,095	0,706
<i>F-Statistic</i>	45,70	0,000***	60,93	0,000***	19,98	0,000***	22,54	0,000***	8,77	0,000***
Sample size	3.341		830		739		693		1.026	
<i>R² adjus</i>	23,79%		46,49%		28,68%		20,59%		10,67%	

*** Significante a 1% - ** Significante a 5% - * Significante a 10%

Fonte: Autor (2016).

Observando-se a variável EMA, verificou-se que houve reduções na carga tributária efetiva significantes somente para o 2º (-0,422 / 0,029**) e 4º quartis (-0,267 / 0,001**). Todavia, não é possível sustentar a Hipótese 4 porque, diferentemente dos outros modelos, não houve no teste dessa conjectura a maioria dos excertos amostrais com significância.

Na Tabela 19 encontram-se os resultados da Equação 11 para o teste da *Hipótese 4.1 – Empresas emissoras de IFH possuem carga tributária efetiva sobre o lucro reduzida e estatisticamente significativa, comparadas a organizações não emissoras desses títulos.*

Tabela 19 - Testes da Hipótese 4.1 - Amostras: Geral e Quartis

LETR _{it} = β ₀ + β ₁ EMI _{it} + β ₂ EMIINF _{it} + Controles + e _{it}										
Variáveis	Geral		1Q		2Q		3Q		4Q	
	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value
(Intercept)	0,389	0,006**	0,611	0,167	0,668	0,001***	0,495	0,4000	0,191	0,537
EMI	-0,022	0,079*	-0,350	0,004**	-0,557	0,008**	-0,259	0,3450	-0,394	0,004**
EMINF	-0,085	0,583	0,003	0,990	1,390	0,000***	-0,770	0,058*	-0,086	0,673
MVE	-0,067	0,000***	-0,067	0,000***	-0,056	0,000***	-0,071	0,000***	-0,496	0,000***
Austria	-0,194	0,309	-	-	-	-	-	-	-	-
Germany	0,115	0,565	-	-	-	-	-	-	-	-
Hong.Kong	-0,293	0,053*	-	-	-	-	-	-	-	-
Luxembourg	0,312	0,489	-	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	-0,143	0,634	-	-	-	-	-	-	-	-
Singapore	-0,545	0,000***	-	-	-	-	-	-	-	-
Spain	-0,025	0,918	-	-	-	-	-	-	-	-
Switzerland	-0,316	0,159	-	-	-	-	-	-	-	-
United_Kingdom	-0,127	0,545	-	-	-	-	-	-	-	-
Chemicals	-0,108	0,734	-	-	-1,336	0,000***	-	-	0,117	0,751
Cyclical Consumer Services	0,178	0,223	-0,517	0,254	-0,492	0,032**	-	-	0,359	0,206
Energy - Fossil Fuels	-1,031	0,003**	-	-	-2,117	0,000***	-	-	-0,717	0,065*
Food & Beverages	0,199	0,323	-0,395	0,399	-0,884	0,000***	-	-	-	-
Healthcare Services	-	-	-0,418	0,393	-0,215	0,493	-	-	-	-
Food & Drug Retailing	0,032	0,906	-	-	-1,372	0,000***	-	-	-0,017	0,956
Industrial & Commercial Services	-0,161	0,328	-0,494	0,300	-0,816	0,000***	-0,517	0,4560	-0,509	0,192
Industrial Conglomerates	-0,418	0,386	-	-	-	-	-	-	-0,982	0,012**
Mineral Resources	-0,057	0,849	-	-	-	-	-0,460	0,6330	0,069	0,804
Real Estate	-	-	-0,730	0,108	-0,392	0,051*	-0,520	0,3980	-0,145	0,601
Telecommunications Services	0,042	0,860	-0,042	0,936	-0,910	0,005**	-	-	-0,179	0,568
Transportation	0,378	0,195	-0,261	0,629	-0,578	0,020**	-	-	-	-
Utilities	-	-	-0,750	0,105	-0,970	0,000***	-0,437	0,484	0,019	0,941
F-Statistic	45,30	0,000***	62,39	0,000***	20,41	0,000***	23,07	0,000***	8,39	0,000***
Sample size	3.341		830		739		693		1.026	
R ² adjus	23,73%		47,07%		29,10%		20,98%		10,26%	

*** Significante a 1% - ** Significante a 5% - * Significante a 10%

Fonte: Autor (2016).

Os parâmetros estimados para variável EMI e demonstrados na Tabela 19 indicam que emissores de instrumentos híbridos possuem cargas tributárias efetivas inferiores e estatisticamente significantes em quatro dos cinco arranjos nos quais a base de dados foi disposta. Resultados dessa natureza não foram verificados para os emitentes ligados à infraestrutura. Tais achados permitem a não rejeição da Hipótese 4.1, bem como, em certa extensão, possibilitam uma melhor compreensão dos resultados obtidos no teste da Hipótese 4.

Uma ampla gama de pesquisadores indica a possibilidade do uso de instrumentos híbridos como forma de se praticar planejamentos tributários arrojados (e.g., JOHANSEN, 2014; TAYLOR; RICHARDSON, 2013; DAHLBY, 2008; RICHARDSON, HANLON; NETHERCOTT, 1998; SMITH, 1996). Conforme apresentado na seção 2.5.3, tais planejamentos podem ser dispostos em duas vertentes, sendo: (i) planejamentos tributários visando se esquivar das regras de subcapitalização; e (ii) planejamentos decorrentes do tratamento tributário das contraprestações efetuadas a títulos dos instrumentos híbridos.

Em ambos os contextos, é esperado que o uso de instrumentos híbridos como forma de obtenção de benefícios fiscais seja realizado por empresas mais propensas ao uso de práticas de gestão de tributos mais agressivas. Sendo assim, as verificações realizadas pela variável EMI na Tabela 19 acabariam por confirmar essa tendência. Isto é, comparativamente a não emissores, as organizações que se valem desses instrumentos denotam cargas tributárias efetivas estatisticamente inferiores. Tão logo, é possível conjecturar que os híbridos fazem parte de um contexto de gestão tributária mais ampla no qual, junto a outros mecanismos contribuem para que seus emitentes mitiguem a tributação sobre os lucros culminando em ETRs menores.

4.2.3 Resultados para origem jurídica – (Base 3)

As estatísticas apresentadas nessa seção foram obtidas por meio da organização das informações em função da origem jurídica de cada país componente da amostra. Para tanto foram utilizadas as classificações sugeridas por La Porta et al. (1998).

O principal intuito foi verificar se distinções nos sistemas jurídicos afetariam a forma como os agentes de mercado reagem à emissão dos instrumentos híbridos aqui estudados. Dessa maneira, tais estimações podem ser compreendidas como um complemento dos resultados já apresentados, por isso buscou-se uma apresentação mais objetiva por meio da descrição dos resultados.

O primeiro conjunto de resultados encontra-se na Tabela 20 e resulta na estimação da Equação 4 visando avaliar a Hipótese 1.

Tabela 20 - Teste da Hipótese 1 - *Price Level* - Origem Jurídica

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 PLO_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 HPS_{it} + \beta_4 HINFRA_{it} + \text{Controles} + e_{it}$$

Variáveis	English		French		German	
	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value
(Intercept)	-0,107	0,846	2,544	0,000***	2,227	0,000***
PLO	0,335	0,000***	0,293	0,004***	0,311	0,000***
EPS	0,281	0,006***	0,122	0,002***	0,169	0,000***
HPS	0,036	0,836	0,089	0,000***	0,022	0,351
HINFRA	-0,083	0,635	0,815	0,197	0,201	0,723
Cyclical Consumer Services			-0,181		-0,027	0,972
Energy - Fossil Fuels	-0,274	0,868	0,322	0,754	-	-
Food & Beverages	0,340	0,686	-	-	-1,455	0,098*
Food & Drug Retailing	-	-	0,477	0,560	-2,073	0,018**
Healthcare Services	-	-	-1,574	0,032**	-	-
Industrial & Commercial Services	2,615	0,001***	-0,394	0,593	0,115	0,882
Industrial Conglomerates	0,360	0,828	-	-	-	-
Mineral Resources	-	-	-	-	0,558	0,420
Real Estate	0,955	0,118	-	-	-0,617	0,406
Telecommunications Services	-	-	-0,706	0,291	-0,166	0,879
Transportation	-0,912	0,387	-	-	-	-
Utilities	2,775	0,000***	-0,873	0,172	0,708	0,275
<i>F-Statistic</i>	10,36	0,000***	14,41	0,000***	21,34	0,000***
Sample size	1.796		684		906	
<i>R² adjus</i>	12,59%		16,88%		21,97%	

*** Significante a 1% - ** Significante a 5% - * Significante a 10%

Fonte: Autor (2016).

Tomando-se os resultados encontrados para variável de interesse HPS, é possível verificar elevada significância estatística em países cujo sistema jurídico provém da orientação francesa (0,089 / 0,000***). É interessante ressaltar que na seção 4.1.1

foi apresentado excerto das notas explicativas da companhia EDF, em que a empresa faz menção à aplicação de uma norma local de 1994, a qual daria subsídio para o registro dos híbridos como PL se apoiando no código comercial daquele país.

O teste da Hipótese 1 também foi realizado por meio do modelo baseado em retornos acionários – Equação 6 – cujos resultados se encontram na Tabela 21.

Tabela 21 - Teste da Hipótese 1 - Returns - Origem Jurídica

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 \Delta EPS_{it} + \beta_3 HPS_{it} + \beta_4 HINFRA_{it} + \text{Controles} + e_{it}$$

Variáveis	English		French		German	
	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value
(Intercept)	0,007	0,1080	-0,002	0,878	0,001	0,905
EPS	0,023	0,000***	0,035	0,000***	0,011	0,000***
VEPS	0,011	0,051*	0,042	0,018**	0,009	0,031**
HPS	0,005	0,4590	0,001	0,033**	0,001	0,118
HINFRA	0,018	0,002**	0,006	0,648	-0,002	0,868
Cyclical Consumer Services	-	-	0,023	0,064*	0,008	0,479
Energy - Fossil Fuels	0,013	0,2840	0,013	0,525	-	-
Food & Beverages	0,000	0,9640	-	-	0,008	0,542
Food & Drug Retailing	-	-	0,003	0,858	0,016	0,199
Healthcare Services	-	-	-0,004	0,792	-	-
Industrial & Commercial Services	0,016	0,005**	0,034	0,017**	0,001	0,907
Industrial Conglomerates	0,013	0,3180	-	-	-	-
Mineral Resources	-	-	-	-	0,008	0,417
Real Estate	0,010	0,033**	-	-	-0,007	0,525
Telecommunications Services	-	-	0,004	0,777	0,004	0,800
Transportation	-0,007	0,4050	-	-	-	-
Utilities	0,009	0,1010	0,000	0,972	0,009	0,317
<i>F-Statistic</i>	17,44	0,000***	21,94	0,000***	21,84	0,000***
Sample size	1.796		684		906	
<i>R² adjus</i>	14,36%		25,97%		22,37%	

*** Significante a 1% - ** Significante a 5% - * Significante a 10%

Fonte: Autor (2016).

Novamente o termo HPS revelou-se positivo e significativo para o excerto de jurisdições influenciadas pelo ordenamento legal francês (0,001 / 0,033**). Diferentemente dos resultados da Tabela 20, na avaliação por retornos, a variável HINFRA apresentou indicações de relevância para o extrato de países cujo sistema jurídico provém da tradição inglesa.

Interessante notar que La Porta et al. (1998) concluíram que sistemas jurídicos provenientes de origem francesa, denominados pelos autores também como suportados pela perspectiva de regras codificadas (*code law*), dão menos proteção aos investidores do que regramentos baseados em princípios (*common law*). Em síntese, os pesquisadores chegaram a tal conclusão partindo da criação de escalas acerca de questões como proteção aos direitos dos acionistas minoritários, atual estágio da legislação sobre mercado de capitais, qualidade dos padrões contábeis à época etc.

Outrossim, La Porta et al. (1998) adotam a premissa de que regramentos baseados em códigos (*code law*) buscam tratar todas as questões pertinentes ao objeto que visam regular, porém, em decorrência do dinamismo próprio das atividades econômicas, há sempre questões não contempladas nessas leis. Contudo, após a inclusão de determinado assunto no rol das leis e códigos, sua interpretação legal passaria a ocorrer quase que exclusivamente pela referência normativa gerada.

Eventualmente, reside aqui um prisma oportuno para melhor compreensão dos resultados apresentados nas Tabelas 20 e 21. Conforme visto, a França já possuía em 1994 um documento próprio emitido pela Ordem dos Especialistas em Contabilidade, o qual, após analisar o código comercial desse país, acabaria por indicar a possibilidade de se registrar instrumentos híbridos no PL das organizações emitentes. Tão logo, seria possível conjecturar que os investidores, conhecedores do mercado local, tenham compreendido que a partir desse momento o assunto se encontra pacificado, isto é, independentemente das discussões sobre a essência econômica dos títulos híbridos, prevalecerá o imperativo da norma local.

Com base nesses resultados não se rejeita a *Hipótese 1 – O registro contábil dos instrumentos híbridos no PL é relevante para determinação dos preços e retornos acionários*, para empresas emissoras de instrumentos híbridos domiciliadas em países de orientação jurídica proveniente do sistema francês (*code law*) e não relacionadas a projetos de infraestrutura.

Esses achados corroboram o raciocínio de Nobes (2013), em que o autor ressalta que a adoção das IFRS não eliminou todas as divergências locais acerca do reconhecimento, mensuração e evidenciação dos elementos contábeis. Em alguns casos, como aqui se cogita, apenas houve uma conciliação da norma internacional com as práticas domésticas.

Novamente destaca-se a importância do assunto sob a perspectiva do IASB, pois é possível compreender que há certa prevalência de normas locais em situações nas quais as IFRS são pouco claras, e.g., IAS 32 na definição de passivo e PL, ou até mesmo omissas acerca de um tópico em específico.

4.2.4 Resultados para emissores de instrumentos híbridos – (Base 4)

A disposição da base de dados para esse subitem possui somente informações provindas de empresas emissoras de instrumentos híbridos. Dessa forma, não foram avaliadas nesta seção as hipóteses que comparam companhias do grupo de interesse com o grupo de controle.

A Tabela 22 contempla os resultados obtidos para o teste da Hipótese 1 por meio do modelo baseado em *price level*. Adicionalmente, na Tabela 23, são demonstrados os resultados do modelo baseado em retornos acionários.

O termo HPS permite que não se rejeite a *Hipótese 1 – O registro contábil dos instrumentos híbridos no PL é relevante para determinação dos preços e retornos acionários*, para empresas não relacionadas a projetos de infraestrutura tanto para o modelo de preços como para o modelo cuja variável dependente são os retornos.

Já com relação à variável HINFRA, os modelos foram consistentes com os demais resultados obtidos, isto é, não se rejeita a Hipótese 1 com base no modelo de retornos acionários, todavia não foi encontrada significância para o modelo embasado em preços.

Tabela 22 - Teste da Hipótese 1 - Price Level

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 PLO_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 HPS_{it} + \beta_4 HINFRA_{it} + \text{Controles} + e_{it}$$

Variáveis	Coeficiente	s.e.	p-value
(Intercept)	3,097	0,572	0,000***
PLO	0,526	0,000	0,000***
EPS	0,331	0,005	0,000***
HPS	0,042	0,011	0,000***
HINFRA	0,273	0,402	0,497
Austria	-1,190	0,897	0,185
Germany	-0,270	0,720	0,707
Hong.Kong	-1,326	0,607	0,029**
Luxembourg	-1,041	1,669	0,5329
Netherlands	-0,200	1,152	0,8618
Singapore	-2,204	0,586	0,000***
Spain	-1,196	0,860	0,164
Switzerland	-1,553	0,790	0,049**
United_Kingdom	3,715	0,854	0,000***
Chemicals	0,352	1,148	0,759
Cyclical.Consumer.Services	-0,125	0,644	0,845
Energy...Fossil.Fuels	-0,677	0,868	0,435
Food...Beverages	-0,937	0,921	0,309
Food...Drug.Retailing	-0,703	0,921	0,445
Industrial...Commercial.Services	-0,273	0,636	0,667
Industrial.Conglomerates	-1,721	1,103	0,119
Mineral.Resources	0,449	1,369	0,742
Telecommunications.Services	0,053	0,840	0,949
Transportation	-0,895	1,158	0,439
Sample size	985		
R^2 adjust.	27,14%		
F -Statistic	16,10	p-value	0,000***

*** Significante a 1% - ** Significante a 5% - * Significante a 10%

Fonte: Autor (2016).

Tabela 23 - Teste da Hipótese 1 – Returns

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 \Delta EPS_{it} + \beta_3 HPS_{it} + \beta_4 HINFRA_{it} + \text{Controles} + e_{it}$$

Variáveis	Coeficiente	s.e.	p-value
(Intercept)	-0,002	0,006	0,683
EPS	0,012	0,000	0,000***
VEPS	0,009	0,000	0,041**
HPS	0,004	0,000	0,000***
HINFRA	0,016	0,005	0,001**
Austria	-0,004	0,008	0,651
Germany	-0,003	0,007	0,673
Hong.Kong	0,026	0,006	0,000***
Luxembourg	-0,000	0,016	0,959
Netherlands	0,009	0,011	0,421
Singapore	0,005	0,005	0,342
Spain	-0,002	0,008	0,747
Switzerland	-0,012	0,007	0,096*
United_Kingdom	0,011	0,008	0,158
Chemicals	0,012	0,011	0,292
Cyclical.Consumer.Services	0,007	0,006	0,252
Energy...Fossil.Fuels	0,018	0,008	0,040**
Food...Beverages	0,009	0,009	0,310
Food...Drug.Retailing	0,011	0,009	0,247
Industrial...Commercial.Services	0,004	0,006	0,511
Industrial.Conglomerates	-0,003	0,011	0,775
Mineral.Resources	0,007	0,013	0,557
Telecommunications.Services	0,015	0,008	0,071*
Transportation	-0,002	0,011	0,796
Sample size	985		
R ² adjust.	21,90%		
F-Statistic	12,09	p-value	0,000***

*** Significante a 1% - ** Significante a 5% - * Significante a 10%

Fonte: Autor (2016).

As estatísticas estimadas na Tabela 24 permitem que não se rejeite a Hipótese 2, mais especificamente a variável HDT apresenta um parâmetro negativo (-0,618) acompanhado de elevada significância (0,000***). Tais achados demonstram que as empresas componentes do grupo de interesse tiveram reduções em seu custo de capital próprio após a colocação dos papéis aqui avaliados. Esses resultados encontram-se alinhados com os das seções precedentes.

Tabela 24 - Teste da Hipótese 2 – Emissores

$$LKe_{it} = \beta_0 + \beta_1 HDT_{it} + \beta_2 HDTINF_{it} + \text{Controles} + e_{it}$$

Variáveis	Coeficiente	s.e.	p-value
(Intercept)	-0,907	0,313	0,003**
HDT	-0,618	0,064	0,000***
HDTINF	0,174	0,122	0,155
MVE	-0,094	0,011	0,000***
Growth	0,089	0,098	0,366
ALF	-0,069	0,034	0,041**
Austria	-0,214	0,357	0,547
Germany	0,911	0,286	0,001**
Hong.Kong	0,791	0,239	0,001**
Luxembourg	-0,633	0,654	0,333
Netherlands	0,382	0,442	0,386
Singapore	0,551	0,234	0,019**
Spain	0,493	0,338	0,145
Switzerland	0,529	0,321	0,099*
United_Kingdom	0,025	0,342	0,940
Chemicals	0,232	0,434	0,592
Cyclical.Consumer.Services	0,448	0,236	0,058*
Energy...Fossil.Fuels	0,267	0,328	0,416
Food...Beverages	0,442	0,369	0,231
Food...Drug.Retailing	1,222	0,352	0,000***
Industrial...Commercial.Services	-0,052	0,234	0,823
Industrial.Conglomerates	-0,266	0,440	0,546
Mineral.Resources	0,914	0,530	0,085*
Telecommunications.Services	0,416	0,310	0,179
Transportation	0,488	0,518	0,347
Sample size	984		
R^2 adjust.	25,59%		
F-Statistic	14,23	p-value	0,000***

*** Significante a 1% - ** Significante a 5% - * Significante a 10%

Fonte: Autor (2016).

Na Tabela 25 são demonstrados os resultados da Equação 9 para o teste da *Hipótese 3.1 – A emissão de instrumentos financeiros híbridos é precedida por períodos de elevada alavancagem financeira de seus emissores.*

Tabela 25 - Teste da Hipótese 3.1 – Emissores

$$LALF_{it} = \beta_0 + \beta_1 EMP_{it} + \beta_2 PREINF_{it} + \text{Controles} + e_{it}$$

Variáveis	Coeficiente	s.e.	p-value
(Intercept)	2,428	0,359	0,000***
EMP	0,088	0,035	0,011**
PREINF	0,026	0,067	0,692
MVE	-0,095	0,006	0,000***
Growth	-0,017	0,051	0,736
Austria	-0,228	0,625	0,715
Germany	0,212	0,497	0,669
Hong.Kong	-1,053	0,410	0,010**
Luxembourg	0,067	1,167	0,954
Netherlands	-1,462	0,772	0,058*
Singapore	-0,360	0,406	0,375
Spain	0,166	0,600	0,781
Switzerland	-1,367	0,547	0,012**
United_Kingdom	0,143	0,594	0,809
Chemicals	-1,495	0,771	0,053*
Cyclical.Consumer.Services	-0,203	0,406	0,617
Energy...Fossil.Fuels	-0,183	0,571	0,748
Food...Beverages	-0,065	0,609	0,915
Food...Drug.Retailing	0,243	0,598	0,684
Industrial...Commercial.Services	0,281	0,405	0,486
Industrial.Conglomerates	0,692	0,757	0,361
Mineral.Resources	-0,907	0,935	0,332
Telecommunications.Services	0,543	0,541	0,316
Transportation	-2,066	0,804	0,010**
Sample size	984		
<i>R² adjust.</i>	20,72%		
<i>F-Statistic</i>	11,26	p-value	0,000***

*** Significante a 1% - ** Significante a 5% - * Significante a 10%

Fonte: Autor (2016).

Novamente a variável EMP indica que empresas emissoras de instrumentos híbridos experimentaram um período de elevada alavancagem financeira precedente à colocação desses títulos, constatações obtidas pelo sinal do parâmetro estimado (0,088). Do mesmo modo, foi constatado que essa elevação foi estatisticamente significativa a um nível descritivo inferior a 5%.

Por fim são apresentados na Tabela 26 os resultados encontrados para o teste da *Hipótese 4 - Após a emissão de instrumentos financeiros híbridos houve reduções na carga tributária efetiva sobre os lucros.*

Tabela 26 - Teste da Hipótese 4 – Emissores

$$\text{LETR}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{EMA}_{it} + \beta_2 \text{EMAIN}_{it} + \text{Controles} + e_{it}$$

Variáveis	Coeficiente	s.e.	p-value
(Intercept)	0,819	0,334	0,014**
EMA	0,169	0,083	0,040**
EMAIN	0,007	0,151	0,962
MVE	-0,082	0,013	0,000***
Growth	-0,106	0,126	0,400
Austria	0,001	0,320	0,996
Germany	0,149	0,259	0,564
Hong.Kong	-0,608	0,217	0,005**
Luxembourg	0,595	0,575	0,300
Netherlands	-0,013	0,394	0,972
Singapore	-1,080	0,211	0,000***
Spain	-0,140	0,299	0,639
Switzerland	0,007	0,288	0,980
United_Kingdom	-0,219	0,310	0,480
Chemicals	0,132	0,380	0,727
Cyclical.Consumer.Services	0,267	0,218	0,221
Energy...Fossil.Fuels	-1,063	0,299	0,000***
Food...Beverages	-0,217	0,343	0,528
Food...Drug.Retailing	0,042	0,320	0,894
Industrial...Commercial.Services	-0,270	0,215	0,210
Industrial.Conglomerates	-0,262	0,404	0,516
Mineral.Resources	-0,229	0,470	0,626
Telecommunications.Services	-0,024	0,279	0,929
Transportation	0,264	0,501	0,597
Sample size	984		
<i>R² adjust.</i>	14,93%		
<i>F-Statistic</i>	7,54	p-value	0,000***

*** Significante a 1% - ** Significante a 5% - * Significante a 10%

Fonte: Autor (2016).

De forma similar aos demais resultados relacionados ao teste da Hipótese 4 (ver Tabela 19), essa conjectura não foi mantida, isto é, rejeita-se a redução da carga tributária efetiva após a emissão dos híbridos, pois, embora o termo EMA denote significância estatística a um nível descritivo de 4,09%, o parâmetro estimado apresentou um sinal positivo, o que indica que a ETR aumentou após a colocação dos títulos.

4.2.5 Resultados da Regressão Logística

A estimação de uma regressão logística por meio da técnica PGLM, considerando simultaneamente os três determinantes indicados pela literatura, visou, sobretudo, estabelecer qual desses fatores possuiu maior ponderação sobre a variável EMI, a qual representa um termo binário sendo 1 para companhias que se valeram dos híbridos como forma de captação de recursos e 0 em caso contrário. Esses resultados estão listados na Tabela 27.

Tabela 27 - Regressão Logística

$EMI_{it} = \beta_0 + \beta_1 Ke_{it} + \beta_2 ALF_{it} + \beta_3 ETR_{it} + \beta_4 Ke_{it} * INF_{it} + \beta_5 ALF_{it} * INF_{it} + \beta_6 ETR_{it} * INF_{it} + \text{Controles} + e_{it}$			
Variáveis	Coefficiente	s.e.	p-value
(Intercept)	-0,527	0,548	0,992
ALF	0,298	0,053	0,000***
ALF*INF	4,474	0,150	0,969
ETR	-0,033	0,076	0,659
ETR*INF	0,130	0,769	1,000
Ke	1,107	0,966	0,251
Ke*INF	-3,038	0,549	0,000***
Austria	-2,337	0,423	0,000***
Germany	3,367	0,502	0,000***
Hong.Kong	-2,765	0,401	0,000***
Luxembourg	-3,447	0,572	0,000***
Netherlands	2,985	0,698	0,996
Singapore	1,219	0,299	0,000***
Spain	-3,164	1,230	0,010
Switzerland	-2,240	0,881	0,011
United.Kingdom	-2,500	0,537	0,000***
Chemicals	30,670	0,784	0,996
Cyclical Consumer Services	27,320	0,784	0,996
Energy - Fossil Fuels	41,350	0,784	0,994
Food & Beverages	24,680	0,784	0,996
Food & Drug Retailing	26,890	0,784	0,996
Industrial & Commercial Services	31,030	0,784	0,996
Industrial Conglomerates	51,300	0,784	0,998
Mineral Resources	29,960	0,784	0,996
Real Estate	26,140	0,784	0,996
Telecommunications Services	31,310	0,784	0,995
Transportation	7,456	0,784	0,999
Utilities	6,044	0,784	0,999
MVE	1,133	0,066	0,000***
Growth	-0,324	0,257	0,208
Sample size	3.329		
Pseud-R ²	68,09%		

*** Significante a 1% - ** Significante a 5% - * Significante a 10%

Fonte: Autor (2016).

Em linhas objetivas, os resultados da regressão logística indicam que o termo ALF foi o fator determinante de maior expressividade para emissão dos instrumentos híbridos pelas organizações não vinculadas a projetos de infraestrutura. Tal constatação provém do sinal parâmetro estimado positivo da variável (0,298) e de sua elevada significância estatística (0,000***).

A partir desse resultado, pode-se inferir que embora em verificações individuais o termo Ke tenha se mostrado representativo para colocação desses títulos, em uma abordagem conjugada, isto é, considerando ALF, Ke e ETR simultaneamente houve notável destaque para o termo ALF. Sob essa constatação, verificam-se indícios de que, potencialmente, o principal fator determinante para emissão dos híbridos ora avaliados foi o nível de alavancagem financeira dos emissores, corroborando Ball, Li e Shivakumar (2015), assim como ratificando os excertos das notas explicativas de algumas organizações, as quais justificaram o uso dessa modalidade de financiamento para manter níveis padrões de endividamento (ver Wienerberger Austria).

Já com relação aos instrumentos híbridos emitidos por organizações participantes de projetos de infraestrutura, verificou-se que o custo de capital próprio apresentou elevada significância estatística (0,000***), acompanhado de um parâmetro estimado negativo (-3,038). Esse resultado, eventualmente, está por indicar que empresas vinculadas a negócios dessa natureza levariam mais em conta a obtenção de financiamento a custos menores, razão do sinal negativo, do que benefícios vinculados à redução da alavancagem financeira ou diminuição da carga tributária efetiva.

Conforme destacado anteriormente, os projetos de infraestrutura possuem uma dinâmica de negócio própria, distinguindo-se dos modelos de outros setores no que concerne ao desenvolvimento operacional, econômico e financeiro. Por essa razão, não é surpreendente a verificação de um determinante de maior relevância para esse nicho, distinto do grupo formado por emissores não relacionados a essas atividades.

5 CONCLUSÕES

O objetivo do presente trabalho foi avaliar a existência, ou não, de relevância informacional na contabilização dos instrumentos híbridos junto ao patrimônio líquido, mais especificamente o conceito de relevância foi tomado como a capacidade desses valores serem utilizados como predictos na determinação dos preços e retornos acionários (AMIR et al., 1993; EASTON et al., 1993; OHLSON, 1995; BARTH; CLINCH, 1996; ABOODY et al., 1999; LOPES; WALKER, 2012).

No campo dos objetivos específicos, também foram estudadas as relações entre a emissão da categoria dos híbridos aqui analisados com fatores considerados determinantes para colocação desses títulos, sendo esses: (i) custo de capital próprio (K_e); (ii) alavancagem financeira (ALF); e (iii) carga tributária efetiva (ETR).

Para consecução desses propósitos, foi composta uma base de dados formada por empresas emissoras de títulos híbridos e que registraram esses papéis no PL, grupo de interesse. De igual maneira, foram selecionadas organizações que não se valeram dessa modalidade de financiamento, denominado aqui grupo de controle, todavia domiciliadas nas mesmas jurisdições dos colocadores, operantes nos mesmos segmentos econômicos e com relações de *price to book per share* próximas.

A operacionalização da base dos dados ocorreu por meio do compêdio de informações de dois provedores Cbonds®, para seleção das companhias do grupo de interesse e Thomson Reuters Eikon®, para obtenção das observações relacionadas às demonstrações financeiras e cotações de mercado do período de 2005 a 2015.

Cabe ressaltar que somente compuseram a amostra de dados companhias presentes em jurisdições que se utilizam das normas internacionais de relatórios financeiros (IFRS), direta ou indiretamente. Essa delimitação visou restringir possíveis vieses decorrentes da comparação de informações elaboradas com base em ordenamentos contábeis variados.

A formação do grupo de interesse resultou no total de 39 organizações que emitiram instrumentos híbridos do período de 2005 a 2015, e esses foram contabilizados junto às rubricas patrimoniais. Inicialmente realizou-se a leitura das notas explicativas dessas empresas, mais especificamente buscando encontrar elementos que justificassem o procedimento adotado (Anexo A).

Dentre as justificativas verificadas nas notas explicativas, quatro foram as mais usuais, sendo: (i) subordinação dos híbridos a todos os demais passivos das organizações emitentes, característica mencionada em 38 das 39 colocações; (ii) maturidade indefinida do principal, presente em 34 das 39 emissões; (iii) possibilidade de diferimento das contraprestações, argumento verificado em 34 das 39 notas analisadas; e (iv) menção a existência de uma norma contábil, IAS 32 ou equivalente, facultando o registro de tais títulos junto ao PL.

No tocante à subordinação dos híbridos aos demais passivos dos emitentes, cumpre ressaltar que tal característica, por si só, não torna os títulos elegíveis ao PL, sobretudo porque ser a última categoria de passivo não implica ser a primeira modalidade de instrumentos patrimoniais. Igualmente, não resta claro se em um processo de descontinuidade tal condição seria mantida.

Com relação à maturidade indefinida, cabe destacar que há determinados períodos em que os emissores podem, a seu turno, recomprarem os híbridos, caso não exerçam essa opção, a taxa de juros atrelada aos papéis será elevada. Essa característica contradiz o conceito destacado, pois a possibilidade de recompra não existe em títulos puramente patrimoniais.

Dadas as características dos títulos emitidos pelo grupo de interesse, bem como das justificativas apresentadas nas notas explicativas dos emitentes, é possível afirmar que os títulos híbridos estudados nesta tese estão mais próximos do conceito de títulos de dívida, consecutivamente passivos financeiros do que de instrumentos patrimoniais.

Os principais resultados quantitativos encontram-se expressos na Tabela 28 abaixo.

Tabela 28 – Sumário dos resultados estatísticos

Hipóteses	Resultados Esperados	Termo de Interesse	Geral	1Q	2Q	3Q	4Q	English	French	German	Emissores
Hipótese 1 – O registro contábil dos instrumentos híbridos no PL é relevante para determinação dos preços e retornos acionários.	+ / Price Level	HPS	0,038 (0,000***)	0,012 (0,802)	0,002 (0,944)	0,097 (0,000***)	0,053 (0,090*)	0,036 (0,836)	0,089 (0,000***)	0,022 (0,351)	0,042 (0,000***)
	+ / Price Level	HINFRA	0,116 (0,559)	0,301 (0,182)	0,263 (0,702)	0,164 (0,645)	0,735 (0,299)	-0,083 (0,635)	0,815 (0,197)	0,201 (0,723)	0,273 (0,497)
	+ / Returns	HPS	0,001 (0,0453**)	0,000 (0,957)	0,000 (0,868)	0,001 (0,000***)	0,001 (0,005**)	0,005 (0,459)	0,001 (0,033**)	0,001 (0,118)	0,004 (0,000***)
	+ / Returns	HINFRA	0,071 (0,021**)	0,004 (0,427)	0,008 (0,353)	0,032 (0,000***)	0,000 (0,969)	0,018 (0,002**)	0,006 (0,648)	-0,002 (0,868)	0,016 (0,001**)
Hipótese 2 – A emissão de instrumentos financeiros híbridos reduz o custo do capital próprio das empresas que se utilizam dessa modalidade de títulos.	–	HDT	-0,38 (0,000***)	-0,21 (0,014*)	-0,07 (0,629)	-0,83 (0,000***)	-0,51 (0,000***)	N/A	N/A	N/A	-0,6188 (0,000***)
	–	HDINF	0,081 (0,482)	-0,17 (0,353)	0,425 (0,257)	0,033 (0,915)	0,341 (0,054*)	N/A	N/A	N/A	0,1743 (0,1555)
Hipótese 2.1 – Emissores de instrumentos financeiros híbridos possuem custos de capital próprio estatisticamente superiores quando comparados a não emissores.	+	EMI	0,365 (0,000***)	0,474 (0,000***)	0,297 (0,097*)	0,264 (0,082*)	0,273 (0,062*)	N/A	N/A	N/A	N/A
	+	EMINF	-0,15 (0,269)	-0,17 (0,366)	-0,73 (0,061*)	-0,17 (0,565)	-0,10 (0,721)	N/A	N/A	N/A	N/A
Hipótese 3 – Empresas emitentes de instrumentos financeiros híbridos são mais alavancadas financeiramente quando comparadas a entidades que não se valem desse recurso.	+	EMI	0,508 (0,000***)	0,682 (0,000***)	0,298 (0,097*)	0,494 (0,049**)	0,164 (0,532)	N/A	N/A	N/A	N/A
	+	EMINF	0,088 (0,572)	0,138 (0,334)	-0,73 (0,061*)	-0,17 (0,596)	0,625 (0,339)	N/A	N/A	N/A	N/A
Hipótese 3.1 – A emissão de instrumentos financeiros híbridos é precedida por períodos de elevada alavancagem financeira de seus emissores.	+	EMP	0,157 (0,007**)	0,559 (0,000***)	0,503 (0,015**)	0,189 (0,303)	0,151 (0,008**)	N/A	N/A	N/A	0,0887 (0,0116*)
	+	PREINF	-0,02 (0,858)	-0,17 (0,378)	0,503 (0,256)	-0,18 (0,571)	-0,04 (0,657)	N/A	N/A	N/A	0,0265 (0,6928)
Hipótese 4 – Após a emissão de instrumentos financeiros híbridos houve reduções na carga tributária efetiva sobre os lucros.	–	EMA	0,099 (0,158)	-0,09 (0,432)	-0,42 (0,029**)	0,071 (0,769)	-0,266 (0,001**)	N/A	N/A	N/A	0,1698 (0,0409*)
	–	EMAIN	0,032 (0,808)	0,132 (0,59)	1,344 (0,004**)	-0,24 (0,533)	0,067 (0,669)	N/A	N/A	N/A	0,0071 (0,9625)
Hipótese 4.1. – Empresas emissoras de IFH possuem carga tributária efetiva sobre o lucro, reduzida e estatisticamente significativa comparadas a companhias não emissoras desses títulos.	–	EMI	-0,02 (0,079*)	-0,35 (0,004**)	-0,55 (0,008**)	0,259 (0,345)	-0,393 (0,004**)	N/A	N/A	N/A	N/A
	–	EMINF	-0,08 (0,583)	0,002 (0,99)	1,390 (0,000***)	-0,77 (0,058*)	-0,08 (0,673)	N/A	N/A	N/A	N/A

Fonte: Autor (2016). *** Significante a 1% - ** Significante a 5% - * Significante a 10%

As empresas componentes do grupo de interesse foram segregadas entre organizações operantes em ramos econômicos variados e companhia atuantes no segmento de infraestrutura, tomando como *proxy* para essa subsegregação entidades emissoras de híbridos, todavia vinculadas ao segmento de utilidades.

Com relação aos procedimentos estatísticos empregados, optou-se inicialmente pela realização de arranjos amostrais, tomando como base o valor médio de mercado médio das entidades, concebendo assim a formulação de extratos quartílicos com o objetivo de reduzir a heterogeneidade amostral. Procedimentos de igual intenção foram aplicados para segregação das jurisdições cujo ponto focal foi a origem do sistema jurídico (LA PORTA et al. 1998).

Para verificação da Hipótese 1, foram aplicados modelos considerando os preços e retornos acionários (AMIR et al., 1993; EASTON et al., 1993; OHLSON, 1995; BARTH; CLINCH, 1996; ABOODY et al., 1999; LOPES; WALKER, 2012). Em linhas gerais, os achados estatísticos indicaram que o registro contábil dos instrumentos híbridos no PL é relevante para determinação dos preços e retornos acionários. Mais especificamente essa afirmação provém da significância estatística expressa nos resultados acrescida da verificação de sinais positivos.

Essa indicação permitiu que não se rejeite a Hipótese 1, tanto nos modelos baseados em preços quanto em retornos acionários, com maiores indícios para empresas não atuantes no segmento de infraestrutura e presentes em nações nas quais o modelo jurídico é orientado pela tradição francesa, a qual pode ser considerada mais próxima do *code law*.

Tal constatação mostrou-se contrária às indicações qualitativas observadas, as quais denotam que os híbridos aqui avaliados possuem natureza mais próxima de títulos de dívida. Visando oferecer uma leitura mais ampla dessa dicotomia, foi retomado o conceito da profecia autorrealizável de Merton (1968), em que assumindo determinadas premissas falsas pode conduzir a comportamentos que as validem, tornando-as verdadeiras. Isso é, o registro contábil dos híbridos no PL pelas companhias e a inexistência de questionamentos acerca da essência econômica desses títulos por auditores externos e reguladores de mercado,

acabaria por corroborar um procedimento tecnicamente questionável, tornado verossímil a natureza patrimonial de títulos que em essência são passivos financeiros.

Essa implicação dá uma mostra da relevância de clarificação do assunto por parte do IASB. Do mesmo modo, denota a importância de que operações dessa natureza sejam acompanhadas de perto tanto pelos auditores externos, como pelas comissões de valores mobiliários. Assim como o fez a CVM brasileira em casos correlatos no ambiente local.

Na esteira dos comentários relacionados à Hipótese 1, é possível destacar que as demonstrações contábeis se assemelham a mapas da realidade econômico-financeira das organizações. Tal realidade poderia ser tomada em linguagem figurativa como o território operacional em que as companhias desenvolvem suas atividades. Sendo assim, esses mapas visam reduzir a assimetria informacional entre os intervenientes de uma organização (JENSEN; MECKLING, 1976). Tão logo, uma vez que as demonstrações contábeis se afastam de registros fidedignos, a realidade econômica acaba por expressar direcionamentos pouco precisos e por vezes equivocados, levando os usuários dessas informações a tomadas de decisões errôneas e pouco eficientes do ponto de vista da alocação de recursos. Aparentemente, essa é a constatação dos híbridos aqui estudados, os quais foram registrados no patrimônio líquido.

De forma geral, não se rejeitou a Hipótese 2 para empresas não ligadas a projetos de infraestrutura, isto é, a emissão de instrumentos financeiros híbridos reduziu o custo do capital próprio dessas organizações. Esse resultado pode ser mais bem compreendido quando tomada a literatura clássica de finanças (e.g., MODIGLIANNI; MILLER, 1963; MILLER, 1977; ROSS, 1976; MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984). Segundo esses trabalhos, a estrutura de fontes de financiamento afetaria o custo de captação das empresas. Sendo assim, o registro como PL dos híbridos melhoraria os indicadores de liquidez e solvência, repassando aos investidores uma visão mais positiva dos emissores e, conseqüentemente, reduzindo o K_e .

Adicionalmente, foi verificado que emissores de instrumentos financeiros híbridos, não relacionados à atividade de infraestrutura, possuem custos de capital próprio, estatisticamente superiores quando comparados a não emissores. Esse achado indica que empresas com essa característica seriam mais propícias a mecanismos de obtenção de recursos menos ortodoxos.

Com relação à Hipótese 3, é possível, a partir dos indícios estatísticos, que empresas emittentes de instrumentos financeiros híbridos sejam mais alavancadas financeiramente quando comparadas à entidades que não se valem desse recurso, resultado válido para todos os setores que não infraestrutura. Esse resultado é relevante quando aventada a possibilidade de que emissores de híbridos utilizam essa ferramenta como forma de se esquivarem do descumprimento de *covenants* em função de excessiva alavancagem financeira, culminando para o gerenciamento da estrutura de capital. Reforça esse entendimento, sob o enfoque longitudinal, a ratificação da Hipótese 3.1 para o mesmo nicho de organizações, indicando que a emissão de instrumentos financeiros híbridos é precedida por períodos de elevada alavancagem financeira de seus emissores.

Tomando-se a maioria dos resultados, rejeitou-se a Hipótese 4, isto é, não é possível afirmar que instrumentos híbridos reduzem a carga tributária efetiva de seus colocadores. Entretanto, foram encontrados indícios de que empresas não relacionadas a *proxy* de infraestrutura que emitem esses papéis possuem carga tributária efetiva menor do que seus pares de mercado (Hipótese 4.1). Tal achado pode indicar que os híbridos por si só não são substanciais para redução da carga tributária, mas podem fazer parte de estruturas de planejamentos tributários mais amplos (JOHANNESSEN, 2014).

Por fim, no que concerne a abordagem quantitativa, empregou-se uma regressão logística com a intenção de avaliar qual dos determinantes (K_e , ALF ou ETR) possui maior expressividade na emissão dos títulos híbridos considerados nesta tese. Sob esse enfoque das companhias não vinculadas a projetos de infraestrutura, verificam-se indícios de que, potencialmente, o principal fator determinante para emissão dos híbridos foi o nível de alavancagem financeira dos emissores.

Já com relação aos instrumentos híbridos emitidos por organizações relacionadas a *proxy* de infra, verificou-se que o custo de capital próprio apresentou elevada significância estatística (0,000***), acompanhado de um parâmetro estimado negativo (-3,038). Esse resultado potencialmente indica que empresas operantes com projetos dessa natureza dão maior ponderação à obtenção de recursos a custos menores, razão do sinal negativo, do que benefícios vinculados à redução da alavancagem financeira ou diminuição da carga tributária efetiva.

No polo dos resultados qualitativos, verificou-se que a emissão dos híbridos aqui estudados passa, como exemplificado pelo caso francês, por nuances de regulações locais. Tal constatação demonstra que o registro de instrumentos híbridos junto as rubricas do patrimônio líquido, passa invariavelmente por dispositivos do direito societário e comercial de cada jurisdição, denotando uma interseção entre a contabilidade e o direito societário.

Dessa forma, é imprescindível que a contabilidade busque a representação fidedigna dos eventos econômicos, não reconhecendo títulos no patrimônio líquido, único e exclusivamente, pelo fato de haver precedente no regramento jurídico, mas, sim se atendo as características específicas de cada novo instrumento.

Como sugestão de pesquisas futuras em âmbito internacional, indica-se o acompanhamento dos documentos produzidos pelo IASB, mais especificamente *discussion papers* e *exposure drafts* sobre assunto instrumentos híbridos, com o intuito de expressar uma visão analítica e crítica sobre a forma como o órgão pretende resolver ou direcionar a discussão. De igual forma, a realização de pesquisas sobre o tratamento tributário desses títulos pode auxiliar na resolução das preocupações emanadas pela OCDE. Já em domicílio local, competiria o desenvolvimento de trabalhos voltados à elaboração de uma estrutura híbrida para captação de valores, a qual genuinamente se alinhe à definição de patrimônio e que possibilite o financiamento de empresas locais a taxas mais atrativas, contudo, sem que haja gerenciamentos da estrutura de capital ou manipulações de indicadores financeiros.

Adicionalmente, compete destacar que empresas referenciadas como operadoras de projetos de infraestrutura, demonstraram resultados diferentes das demais organizações. Esse pode ser um relevante indicativo para estudos voltados a esse segmento, bem como, para o desenvolvimento de modalidades de contratos que legitimamente se enquadrem na figura de títulos patrimoniais e viabilizem projetos nesse contexto.

REFERÊNCIAS

- ABOODY, D.; BARTH, M.; KASZNIK, R. Revaluations of fixed assets and future firm performance: evidence from the UK. *Journal of Accounting and Economics*. 2011, v. 26, pp. 149-178.
- ALI, R.; AHMAD, Z. I. Is modified Jones model effective detecting earnings management? Evidence from a developing economy. *International Journal of Economics*. 2011, v. 3, n. 2, pp. 116-126.
- AMIR, E.; HARRIS, T. S.; VENUTI, E. K. *A comparison of the value-relevance of U.S. versus non-U.S. GAAP accounting measures using form 20-F reconciliations*. *Journal of Accounting Research*. 1993, v. 31, n. 3, pp. 1-21.
- AMMANN, M., KIND, A., & WILDE, C. Are convertible bonds underpriced? An analysis of the French market. *Journal of Banking & Finance*. Apr. 2003, v. 27, n. 4, pp. 635-653.
- ASSAF NETO, A. *Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas*. São Paulo: Atlas, 2014.
- BADE, B. Comment on the weighted average cost of capital is not quite right. *The Quarterly Review of Economics and Financ*. 2009, v. 49, pp. 1476–1480.
- BALL, R.; BROWN P. An empirical examination of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6. 1968, pp. 159-178.
- BALL, R.; LI, X.; SHIVAKUMAR, L. Contractibility and transparency of financial statement Information prepared under IFRS: evidence from Debt Contracts around IFRS Adoption (Aug. 3, 2015). *Journal of Accounting Research (Forthcoming)*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2278946>>.
- BALLWIESER, W.; WIESE, J. Custo de capital. In: CATTY, J. P. *IFRS: Guia de aplicação do valor justo*. Porto Alegre: Bookman, 2013, pp. 137-158.
- BARSCH, S.-E. *Taxation of Hybrid Financial Instruments and the Remuneration Derived Therefrom in an International and Cross-boarder Context*. Manheim: Springer, 2012.
- BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another View. *Journal of Accounting and Economics*. 2001, v. 39, pp. 77-104.
- BARTH, M.; KONCHITCHKI, Y.; LANDSMAN, W. Cost of capital and earnings transparency. *Journal of Accounting and Economics*. 2013, v. 55, pp. 206-224.
- BARTH, M.; CLINCH, G. International accounting differences and their relation to share prices: evidence from UK, Australia and Canadian firms. *Contemporary Accounting Research*. 1998, v. 13, pp. 135-170.

BARTH, M.; CLINCH, G. Scale effects in capital market-based accounting research. SSRN Working Paper, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=201228>>. Acessado em 20/07/2016.

BAXAMUSA, M.; JALA, A. Does religion affect capital structure? *Research in International Business and Finance*. May. 2014, v. 31, pp. 112-131.

BEAVER, W. H. *Financial reporting: an accounting revolution*, Prentice Hall, 1997.

BEAVER, W.H. The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research* 6 (supplement), 1968, pp. 67-92.

BEATTY, A.; WEBER, J. The importance of accounting changes in debt contracts: the cost of flexibility in covenant calculations. *Journal of Accounting and Economics*. 2003, v. 33, n. 2, pp. 205-227.

BERNARD, V.; THOMAS J.; WAHLEN J. Accounting-Based Stock Price Anomalies: Separating Market Inefficiencies from Risk. *Contemporary Accounting Research* 14. 1997, pp. 89-136.

BEIRUTH, A. X. *Biblioteca Digital USP*. 2015. Teses e Dissertações USP: <file:///C:/Users/MICRO-1/Downloads/AzizBeiruthCorrigida.pdf>.

BHAIRD, C. M.; LUCEY, B. Culture's influences: an investigation of inter-country differences in capital structure. *Borsa Istanbul Review*. Mar. 2014, n. 1.

BILLINGSLEY, R. R. Valuation of primary issue convertible bonds. *Journal of Financial Research*. 1985, pp. 251-259.

BLANCARD, G. C. Are derivatives dangerous? A literature survey. *International Economics*. Mar. 2010, n. 123, pp. 67-89.

BONAIMÉ, A. A.; ÖZTEKIN, O.; WARR, R. S. Capital structure, equity mispricing, and stock repurchases. *Journal of Corporate Finance*. Apr. 2014.

BOTOSAN, C. A.; KOONCE, L.; RYAN, S.; WAHLEN, J. M. Accounting for liabilities: Conceptual issues, Standard Setting, and Evidence from academic research. *Accounting Horizons*. 2005, v. 19, n. 3, pp. 159-186.

BOTOSAN, C. A.; PLUMLEE, M. A re-examination of disclosure level and expected cost of equity capital. *Journal of Accounting Research*. 2002, n. 40, pp. 21-40.

BRASIL. *Lei 6.404*. 15 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm>.

BRASIL. *Lei 11.638*. 28 dez. 2007. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm>.

BRASIL. *Lei 11.941*. 27 de mai. 2009. Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/l11941.htm>.

BRASIL. *Lei 12.249*. 11 jun. 2010. Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2010/lei/l12249.htm>.

BRENNAN, M.; SCHWARTZ, E. Analyzing convertible bonds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1980, pp. 907-929.

BRUGNI, T. V. O vetor causalidade entre o lucro contábil e preço das ações: Existem incentivos para a informação contábil seguir o preço no Brasil?. *Revista Contabilidade Vista e Revista*. 2015, v. 26, n. 1, pp. 79-103.

BRUNNER, R.; EADES, K. M.; HARRIS, R. R.; HIGGINS, R. C. "Melhores práticas" na estimativa do custo de capital: levantamento e síntese. In: BRUNNER, R., *Estudos de Casos em Finanças*. São Paulo: McGraw-Hill, 2009, pp. 171-194.

BURLACU, R. New evidence on the pecking order hypothesis: the case of French convertible bonds. *Journal of Multinational Financial Management*. 2000, n. 10, pp. 439-459.

BUSSAB, W. O.; MORETTIN, P. A. *Estatística Básica*. São Paulo: Saraiva, 2010.

CABELLO, O. G. Análise dos efeitos das práticas de tributação do lucro na Effective Tax Rate (ETR) das companhias abertas brasileiras: uma abordagem da teoria das escolhas contábeis. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

CARLIN, T.; FINCH, M.; FORD, N. Hybrid financial instruments, cost of capital and regulatory arbitrage - an empirical investigation. *The Journal of Applied Research In Accounting and Finance*. 2006, v. 1, n. 1, pp. 43-55.

CARRUTHERS, B. G. Diverging derivatives: Law, governance and modern financial markets. *Journal of Comparative Economic*. 2013, n. 41, pp. 386-400.

CARVALHO, N.; FLORES, E. Instrumentos financeiros híbridos: possível conflito entre essência x forma? In: MOSQUERA, R. Q.; LOPES, A. B. *Controvérsias jurídico-contábeis: aproximações e distanciamentos*. São Paulo: Dialética, 2014, pp. 313-324.

CHAN, L.; JEGADEESH, N.; LAKONISHOK, J. Momentum Strategies. *Journal of Finance*. 1996, n. 51, pp. 1681-1713.

CHOI, J.; KIM, J.; LEE, J. Value relevance of discretionary accruals in the Asian financial crisis of 1997-1998. *Journal of Accounting and Public Polic.* 2011, v. 30, n. 2.

CIGOLA, M.; PECCATI, L. On the comparison between the APV and the NPV computed via the WACC. *European Journal of Operational Research*. 2005, n. 161, pp. 377-385.

CLAUS, J.; THOMAS, J. Equity premia as low as three percent? Evidence from analyst's earnings forecasts for domestic and international stock markets. *Journal of Finance*. 2001, n. 56, pp. 1629-1666.

Compagnie. N. C. C. CNCC. Titres super subordonnés à durée indéterminée (TSSDI) – Comptabilisation des intérêts dans les comptes annuels d'une société émettrice. 2015. Disponível em: <<http://www.bibliobaseonline.com/notice.php?NUMERO=126529&OLD=97545%7C92737%7C97221>>. Consultado em 15 de abr. 2016.

Contábeis, C. d. *CPC 40 (R1) - Instrumentos financeiros: evidenciação*. ago. 2012. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=71>>. Consultado em 15 de abr. 2016.

COPELAND, T. E.; WESTON, F. F.; SHASTRI, K. *Financial theory and corporate policy*. Boston: Pearson/Addison Wesley, 2003.

COSTA NETO, P. L. *Estatística*. São Paulo: Edgard Blücher, 1977.

COTTER, J. Utilization and restrictiveness of covenants in Australian private debt covenants. *Accounting & Finance*. 1998, v. 38, n. 2, pp. 181-196.

CPC, C. d. *CPC 25 - Provisões, passivos contingentes e ativos contingentes*. set. 2009. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=56>>.

CPC, C. d. *CPC 38: Instrumentos financeiros: reconhecimento e mensuração*. nov. 2009. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/DocumentosEmitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=69>>. Acesso em: 01 jun. 2015.

CPC, C. d. *CPC 39: Instrumentos financeiros: apresentação*. nov. 2009. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=70>>. Acesso em 01 jun. 2015.

CPC, C. d. *CPC 00 (R1) - Estrutura conceitual para elaboração e divulgação de relatório contábil-financeiro*. Dez. 2011. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=80>>.

CRESWELL, J. W. *Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto*. Porto Alegre: Bookman, 2010.

CROISSANT, Y. PGLM: Panel Generalized Linear Model. 2015. Disponível em: <<https://cran.r-project.org/web/packages/pglm/index.html>>

CVM, C. d. *Parecer de orientação n. 37*. 2011. Disponível em: <www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/anexos/pare/pare037.doc>.

CVM, C. d. (2013). *Ofício Circular CVM SNC SEP n. 01*. 2013. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO_CIRCULAR_CVM_SNC_SEP_N_01_2013.pdf>. Acesso em: 01 jun. 2015.

DAHLBY, B. *Taxation of inbound direct investment: economic principles and tax policy considerations*. Vancouver: research report prepared for the Advisory Panel on Canada's System of International Taxation, 2008.

DHALIWAL, D; GLEASON, C; MILLS, L. Last-chance earnings management: using the tax expense to meet analyst's forecast. *Contemporary Accounting Research*. 2004, v. 21 [S.1], pp. 431-459.

DANG, V. A.; KIM, M.; SHIN, Y. Asymetric adjustment toward optimal capital structure: evidence from a crisis. *International Review of Financial Analysis*. 2014, v. 33, p. 226-242.

D'ÁURIA, F. *Primeiros princípios de contabilidade pura*. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1959.

DAVIDSON, W.; GLASCOCK, J.; SCHWARZ, T. Signaling with convertible debt. *Journal of Financial and Quantitative*. 1995, n. 30, pp. 425-440.

DECHOW, P.; SLOAN, R.; SWEENEY, A. Detecting earnings management. *The Accounting Review*. 1995, v. 70, n. 2.

DEMERIJAN, P. Accounting standards and debt covenants: Has the "balance sheet approach" led to a decline in the use of balance sheet covenants? *Journal of Accounting and Economics*. 2011, n. 52, pp. 178-202.

DICHEV, I. On the balance sheet-based model of financial reporting. *Accounting Horizons*. 2008, v. 22, n. 4, pp. 453-470.

DIRENG, S; HANLON, M; MAYDEW, E. (2008). Long-run corporate tax avoidance. *The Accounting Review*. 2008, v. 83 (S.1), pp. 61-82.

DROBETZ, W.; GOUNOPOULOS, D.; MERIKAS, A.; SCHRÖDER, H. Capital structure decisions of globally-listed shipping companies. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*. Jun 2013. n. 52, pp. 49-76.

DUDLEY, L.; SCHADLER, F. P. Reporting the relative equity portion of convertible debt issues. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. 1994, pp. 561-577.

DUMONTIER P.; RAFFOURNIER, B. Accounting and Capital Markets: a Survey of the European Evidence. *European Accounting Review*. 2002, n. 11, pp. 119-151.

DURTODOR, M.; GUCHT, L. V. Are there windows of opportunity for convertible debt issuance? Evidence for Western Europe. *Journal of Banking & Finance*. Sep. 2007, n. 31, pp. 2828-2846.

- DIMITROV, V.; JAIN, P. C. The value-relevance of changes in financial leverage beyond growth in assets and GAAP earnings. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. 2008, v. 23, n. 2, pp. 191-222.
- EASTON, P. EDDEY, P. H.; HARRIS, T. S. An investigation of revaluations of long-lived assets. *Journal of Accounting Research*. 1993, v. 31, n. 1, pp. 1-38.
- EASTON, P. Security Returns and the Value Relevance of Accounting Data. *Accounting Horizons*. Dec. 1999, v. 13, n. 4, pp. 399-412.
- EASTON, P. PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital. *The Accounting Review*. 2004, n. 79, pp. 73-95.
- ECKER, F.; FRANCIS, J.; KIM, I.; OLLSON, P. M.; SCHIPPER, K. A returns-based representation of earnings quality. *The Accounting Review*. 2006, n. 9, pp. 495-521.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets: *A Review of Theory and Empirical Work*. 1970, v. 25, n. 2, pp. 383-417.
- FAMA, E.; FRENCH K. The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*. 1992, n. 47: pp. 427-465.
- FÁVERO, L. P. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. *Brazilian Business Review*. 2013, v. 10, n. 1, pp. 131-156.
- FILEDS, T. D.; LYS, T. Z.; VINCENT, L. Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting & Economics*. 2001, n. 31, pp. 1-3.
- FRANCIS, J.; LAFOND, R.; OLSSON, P.; SCHIPPER, K. Cost of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*. 2004, n. 79, pp. 967-1010.
- FRANCIS, J.; SCHIPPER, K. Have Financial Statements Lost Their Relevance? *Journal of Accounting Research*. 1999, n. 37, pp. 319-352.
- GALHARDO, L. R.; LOPES, J. N.; ASSEIS, P. A. Instrumentos financeiros híbridos e o processo de convergências contábil brasileiro. In: MOSQUERA, R. Q.; LOPES, A. B. *Controvérsias Jurídico-Contábeis*. 2014, São Paulo: Dialética, pp. 175-200.
- GEBHARDT, W.; LEE, C. M.; SWAMINATHAN, B. Toward an implied cost of capital. *Journal of Accounting Research*. 2001, n. 39, pp. 135-176.
- GELMAN, A; HILL, J. *Data analysis using regression and multilevel/hierarchical models*. New York: Cambridge University Press, 2007.
- GITMAN, L. J. *Princípios de administração financeira*. São Paulo: Pearson, 2010.
- GORDON, J.; GORDON, M. The finite horizon expected return model. *Financial Analysis Journal*. 1997, pp. 52-61.

GORDON, E.; GREINER, A.; KOHLBECK, M. J.; LIN, S.; SKAIFE, H. Challenges and Opportunities in Cross-Country Accounting Research. *Accounting Horizons*. 2013, n. 27, pp. 141-154.

GREINER, D.; KALAY, A.; KATO, H. K. The market for callable-convertible bonds: evidence from Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2002, n. 10, pp. 1-27.

GUPTA, S.; NEWBERRY, K. Determinants of the variability on corporate effective tax rates: evidence from longitudinal data. *Journal of Accounting and Public Policy*. 1997, v. 16, n. 1, pp. 1-34.

HALL, S.; SWINNEY, L. Accounting policy changes and debt contracts. *Management Research News*. 2004, v. 27, n. 7, pp. 34-48.

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *The Accounting Horizons*. 1999, v. 13, n. 4, pp. 363-383.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2012.

HEPWORTH, S. R. Smoothing Periodic Income. *The Accounting Review*. Jan. 1953, v. 28, n. 1, pp. 3239-3261.

HOLTHAUSEN, R.; WATTS, R. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*. 2001, n. 31, pp. 3-75.

HOPKINS, P. The Effect of Financial Statement Classification of Hybrid Financial Instruments on Financial Analysts' Stock Price Judgments. *Journal of Accounting Research*. 1996, n. 34, pp. 33-50.

HOU, K.; DIJK, M. A.; ZHANG, Y. The implied cost of capital: a new approach. *Journal of Accounting and Economics*. 2012, n. 53, pp. 504-526.

IASB, I. A. *Discussion Paper DP/2013/1*. 2013. Disponível em: <<http://www.ifrs.org/current-projects/iasb-projects/conceptual-framework/discussion-paper-july-2013/documents/discussion-paper-conceptual-framework-july-2013.pdf>>. Acesso em: 01 jun. 2015.

IFRS Foundation, I. *Jurisdiction Profiles*. 2015. Disponível em: <<http://www.ifrs.org/use-around-the-world/pages/jurisdiction-profiles.aspx>>. Acesso em 01 jun. 2015.

IQUIAPAZA, R. A.; AMARAL, H. F.; BRESSAN, A. A. Evolução da Pesquisa em Finanças: epistemologia, paradigma e críticas. *Organizações & Sociedade*. 2009, v. 16, n. 49, pp. 351-370.

IUDÍCIBUS, S. D. *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2009.

JALAN, P.; BARONE-ADESI, G. Equity financing and corporate convertible bond policy. *Journal of Banking & Finance*. May. 1995, v. 19, n. 2, pp. 187-206.

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

JERMAKOWICZ, E. Effects of adoption of international financial reporting standards in Belgium: The evidence from BEL-20 companies. *Accounting in Europe*. 2004, v. 1, pp. 51-70.

JOHANNESSEN, N. Tax avoidance with cross-border hybrid instruments. *Journal of Public Economics*. 2014, n. 112, pp. 40-52.

JOLIET, R.; MULLER, A. Capital structure effects of international expansion. *Journal of Multinational Financial Management*. Dec. 2013, v. 23, n. 5, pp. 375-393.

JONES, J. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*. 1991, v. 29, n. 2, pp. 193-210.

JONG, A.; KABIR, R.; NGUYEN, T. Capital structure around the world: the roles of firm-and Country-Specific Determinants. *Journal of Banking and Finance*. 2008, v. 32, n. 9, pp. 1-42.

JUNG, K.; KIM, Y.; STULZ, R. Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision. *Journal of Financial Economics*. 1996, v. 42, n. 2, pp. 159-186.

KAHNEMAN, D. *Rápido e devagar: duas formas de pensar*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012.

KAHRAMAN, C.; BESKESE, A.; RUAN, D. Measuring flexibility of computer integrated manufacturing systems using fuzzy cash flow analysis. *Information Sciences*. 2004, v. 168, n. 1, pp. 77-94.

KALU, T. C. Capital budgeting under uncertainty: An extended goal programming approach. *International Journal of Production Economics*. 1999, v. 46, n. 1, pp. 235-251.

KAPLAN, S. N.; STROMBERG, P. Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*. 2009, v. 23, n. 1, pp. 121-146.

KATAGIRI, M. A macroeconomic approach to corporate capital structure. *Journal of Monetary Economics*. Apr. 2014

KING, R. The effect of convertible bond equity values on dilution and leverage. *The Accounting Review*. 1984, pp. 419-431.

KLOSTERMAN, M. The consequences of hybrid Finance in thin capitalization situations. an analysis of the substantive scope of National Thin Capitalization Rules

with special Emphasis on Hybrid Financial Instruments. *International Tax Coordinator*, 2007.

KOTHARI, S. Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*. 2001, n. 31, pp. 105–231.

KOTHARI, S. *Information in prices about future earnings: Implications for earnings response coefficients*. *Journal of Accounting and Economics*. 1992, v. 15, n. 2-3, pp. 143–171.

KOTHARI, S.; RAMANNA, K.; & SKINNER, D. (2010). Implications for GAAP from an analysis of positive research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*. 2010, n. 50, pp. 246–286.

KRAAKMAN, R. *et. al.* The Anatomy of Corporate Law. New York. Oxford University Press Inc, 2009.

KRAUS, A.; LITZENBERGER, R. H. A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*. Sep. 1973, v. 28, n. 4, pp. 911-922.

LA PORTA, R; FLORENCIO, SILANES, F; SHLEIFER, A; VISHNY. Law and Finance. *Journal of Political Economy*. 1998. v. 106, n. 6, pp. 1113-1155.

LARSON, R.; FARBER, B. *Estatística aplicada*. São Paulo: Prentice Hall, 2010.

LARSON, R.; STREET, D. Convergence with IFRS in an expanding Europe: progress and obstacles identified by large accounting firms' survey. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*. 2004, v. 13, n. 2, pp. 89-119.

LAURENT, S. *Capital structure decision: The use of preference shares and convertible debt in the UK*. Atenas: EFMA, 2000.

LEV, B.; SOUGIANNIS, T. The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D. *Journal of Accounting and Economics*. 1996, n. 21, pp. 107-138.

LEE, H. W.; FIGLEWICZ, R. E. Characteristics of firms that issue convertible debt versus convertible preferred stock. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 1999, v. 39, n. 4, pp. 547-563.

LEE, H. W.; GENTRY, J. A. An empirical study of the corporate choice among common stock, convertible bonds and straight debt: A cash flow interpretation. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 1995, v. 35, n. 4, pp. 397-419.

LEE, W.S.; TU, W.S. Combined MCDM Techniques for Exploring Company Value Based on Modigliani-Miller Theorem. *Expert Systems with Applications*. Jul. 2011, v. 38, n. 7, pp. 8037–8044.

LEVINE, D. M.; STEPHAN, D. F.; KREHBIEL, T. C.; BERENSON, M. L. *Estatística: teoria e aplicações*. 5. ed., Rio de Janeiro: LTC, 2011. 752 p

LEWIS, C.; ROGALSKI, R.; SEWARD, J. Industry conditions, growth opportunities and market reactions to convertible debt financing decisions. *Journal of Banking and Finance*. 2003, n. 27, pp. 153-181.

LIMA, J. B. N. A relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

LIPSCHULTZ, S. Teoria e Problemas de Probabilidade. São Paulo: McGraw-Hill, 1972.

LIU, Y.C. The slicing approach to valuing tax shields. *Journal of Banking & Finance*. 2009, n. 33, pp. 1069-1078.

LOPES, A. B. A Relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

LOPES, A. B.; WALKER, M. Asset revaluations, future firm performance and firm-level corporate governance arrangements: New evidences from Brazil. *The British Accounting Review*. 2012, n. 44, pp. 53-67.

LOPES, P. T.; RODRIGUES, L. L. Accounting for financial instruments: a comparison of european companies' practices with 32 and IAS 39. *Research in Accounting Regulation*. 2008, n. 20, pp. 273-275.

LOPES, T. Instrumentos financeiros híbridos, compostos e derivativos embutidos: impactos fiscais da não regulamentação do tema pela MP 627/2013. In: MOSQUERA, R. Q. ; LOPES, A. B. *Controvérsias Jurídico-Contábeis*. São Paulo: Dialética, 2014, pp. 393-414.

MAGENNIS, D.; WATTS, E.; WRIGHT, S. Convertible notes: The debt versus equity classification problem. *Journal of Multinational Financial Management*. 2008, v. 8 (2-3), pp. 303-315.

MARKOWITZ, H. Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 1952, n. 1, pp. 77-91.

MARTINS, G. A. *Manual para elaboração de monografias e dissertações*. São Paulo: Atlas, 1994.

MARTINS, G. D.; THEÓPHILO, C. R. *Metodologia da investigação científica para Ciências Sociais Aplicadas*. São Paulo: Atlas, 2009.

MARTON, J. Accounting and Stock Markets – A study of Swedish accounting for international investors and analysts, Ph.D. thesis, Gothenburg School of Economics and Commercial Law, 1998.

MERTON, R. Social Theory and Social Structure. New York: Free Press, 1968.

MILLER, M. H. Debt and Taxes. *Journal of Finance*. 1977, n. 32, pp. 261-275.

MITANI, H. Capital structure and competitive position in product market. *International Review of Economics & Finance*. Jan. 2014, n. 29, pp. 358-371.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The cost of capital, corporation finance and the. *American Economic Review*. Jun. 1958, v. 48, n. 3, pp. 261-297.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of equity: A correction. *American Economic Review*. 1963, n. 53, pp. 433-443.

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

MORAES, C. F.; FERREIRA, J. R.; BALESTRASSI, P. P. Análise crítica da aplicação de métodos estatísticos em processos definidos por dados que não apresentam distribuição normal. In: SIMPÓSIO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 12, *Anais...* Bauru: Unesp, 2005.

MURCIA, F.; CARVALHO, L. N. Conjecturas acerca do gerenciamento de lucros, republicação das demonstrações contábeis e fraude contábil. *Contabilidade Vista e Revista*. dez. 2007, v. 18, n. 4, pp. 61-82.

MYERS, S. The capital structure puzzle. *Journal of Finance*. Jul. 1984, v. 39, n. 3, pp. 575-592.

MYERS, S.; MAJLUF, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that do not have. *Journal of Financial Economics*. 1984, n. 13, pp. 187-221.

NILSSON, H. Essays on the value relevance of financial statement information. Department of Business Administration, Umeå University. Disponível em < <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:142541/fulltext01> >. Acesso em: 25 abr. 2016.

NOBES, C. The continued survival of international differences under IFRS. *Accounting and Business Research*. 2013, v. 43, n. 2, pp. 83-111.

OCDE, O. *The internal market: factual examples of double non-taxation cases*. 2012. Disponível em: <http://ec.europa.eu/taxation_customs/common/consultations/tax/2012_double_non_taxation_en.htm>. Acesso em: 01 jun. 2015.

OCDE, O. *Infrastructure Financing Instruments and Incentives*. 2015. Disponível em: <<http://www.oecd.org/finance/private-pensions/Infrastructure-Financing-Instruments-and-Incentives.pdf>>. Acesso em: 27 abr. 2016.

O'HALON, J. F. The relationship in time between annual accounting returns and annual stock market returns in UK. *Journal of Business, Finance and Accounting*. 1991, v. 18, n. 3, pp. 305-314.

OHLSON, J. A. Earnings, book value, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*. 1995, n. 11, pp. 661-687.

OHLSON, J.; JUETTNER-NAUROTH, B. Expected EPS and EPS growth as determinants of value. *Review of Accounting Studies*. 2005, n. 10, pp. 349-365.

OU, J.; PENMAN, P. Financial statement analysis and the prediction of returns. *Journal of accounting and economics*. 1989, n. 11, pp. 295-329.

PACTER, P. IFRS as global standards: a pocket guide. International Financial Reporting Standards Foundation: London, 2015.

PALIGOROVA, T.; XU, Z. Complex ownership and capital structure. *Journal of Corporate Finance*. Sep. 2012, v. 18, n. 4, pp. 701-716.

PEIKES, D. N; MORENO, L; ORZOL, S. M; Propensity score matching: a note of caution for evaluators of social programs. *The American Statistician*. 2012, v. 62, n. 3, pp. 222-231.

PENMAN, S. *Análise das demonstrações financeiras e security valuation*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

PIERRU, A.; BABUSIAUX, D. WACC and free cash flows: A simple adjustment for capitalized interest costs. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 2010, n. 50, pp. 240-243.

PRESS, E. ; WEINTROP, J. Debt covenant disclosures and the impact of SEC Rule 144A. *Journal of Accounting and Economics*. 1992, v. 11, n. 1, pp. 67-81.

PWC. *Manual of financial instruments*. Londres: PwC, 2012.

RAJAN, R. R.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure: some evidence from international data. *Journal of Finance*. 1995, v. 50, n. 5, pp. 1421-1460.

RAMPINI, A.; VISWANATHAN, S. Collateral and capital structure. *Journal of Financial Economics*. Aug. 2013, v. 109, n. 2, pp. 466-492.

RICHARDSON, G.; HANLON, G.; NETHERCOTT, L. Thin capitalization: an anglo-american comparison. *The International Tax Journal*. 1998, v. 24, n. 2, pp. 36-66.

RODRIGUES, A. *Gerenciamento da informação contábil e regulação: evidências no mercado brasileiro de seguros*. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

ROON, F.; VELD, C. Announcement effects of convertible bond loans and warrant-bond loans: An empirical analysis for the Dutch market. *Journal of Banking & Finance*. Dec. 1998, n. 22, pp. 1481-1506.

ROSS, S. A. The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of Economic Theory*. Dec. 1976, v. 13, n. 3, pp. 343-362.

ROSENBAUM, P. R.; RUBIN, D. B. The central role of the propensity score in observational studies for causal effects. *Biometrika*. 1983, n. 70, pp. 41-55.

RYAN, S. 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.

SALOTTI, B. M.; CARVALHO, N.; MURCIA, F. Convergência da Contabilidade Brasileira às Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS): Retrospectiva Histórica e Desafios para o Futuro. In: SALOTTI, B. M. et al. *IFRS no Brasil: Temas Avançados Abordados por Meio de Casos Reais*. São Paulo: Atlas, 2015, pp. 1-20.

SCHIMDT, A. The persistence, forecast and valuation implications of the tax change componente os earnings. *The Accounting Review*. 2006, v. 81, (s. 1), pp. 589-616.

SCHIPPER, K. Earnings management. *The Accounting Horizons*. 1989, v. 3, n. 4, pp. 91-102.

SCHNEIDER, D. K.; MCCARTHY, M. G.; HAGLER, J. L. Earnings impact of applying international accounting standard 32 to convertible debt: some evidence for U.S. firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. 1997, v. 6, n. 1, pp. 97-109.

SCHOLE, M; WOLFSON, M. Taxes and business strategy: a planning approach. Engewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall, 1992.

SCOTT, W. R. Financial Accounting Theory. Toronto, Prentice Hall, 2011.

SHARPE, W. F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*. 1964, v. 19, n. 3, pp. 425-442.

SILVA, A. H. *Escolha de práticas contábeis no Brasil: uma análise sob a ótica da Hipótese dos Covenants Contratuais*. Tese de Doutorado - Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008.

SILVA, M.; GALDI, F.; TEIXEIRA, A. M. Estudo sobre o efeito das eleições presidenciais no gerenciamento de resultados de empresas atuantes em setores regulados. *Contabilidade Vista e Revista*. 2010, v. 2, n. 21, pp. 45-68.

SKINNER, D.; DICHEV, I. Large-sample evidence on the debt covenant hyphotesis. *Journal of Accounting Research*. 2002, v. 40, n. 4, pp. 1091-1123.

SLOAN, R. G. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *Accounting Review*. 1996, n. 71, pp. 289-315.

SMITH, A. M. New Zealand's thin capitalization rules. *Canadian Tax Journal*. 1996, v. 44, n. 6, pp. 1525-1551.

SMITH, M. Investors in Hybrid Securities Taking a Trip into the Financial Twilight Zone. *The Australian*. Sep. 2003, n. 26, pp. 22-35.

SPIEGEL, M. R; SCHILLER, J. ; SRINIVASAN, A. *Probabilidade e estatística*. São Paulo: Bookman, 2013.

STEIN, J. C. Convertible Bonds as "Back Door" Equity Financing. *Journal of Financial Economics*. Aug. 1992, v. 32, n. 2, pp. 3-21.

STREET, L. *GAAP convergence 2002: A survey of national efforts to promote and achieve convergence with international financial reporting standards*. Dayton: Universtiy of Dayton, 2003.

SUCHER, P.; JINDRICHOVSKA, I. Implementing IFRS: A case study of the Czech Republic. *Accounting in Europe*. 2004, n. 1, pp. 109-141.

SUNDERS, S. *Teoria da contabilidade e do controle*. São Paulo: Atlas, 2014.

SWIERINGA, R. J.; MORSE, D. Accounting for hybrid convertible debentures. *The Accounting Review*. Jan. 1985, pp. 127-133.

TAYLOR, G.; RICHARDSON, G. The determinants of thinly capitalized tax avoidance structures: Evidence from Australian firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. 2013, n. 22, pp. 12-25.

YALE, C; FORSYTHE, A. B. (1976). Winsorized regression. *Technometrics*. Washington, v. 18, p. 291-300.

WATTS, R. Conservatism in accounting, Part I: explanations and implications. *Accounting Horizons*. 2003, n. 17, pp. 207-221.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Towards a positive theory of determination of accounting standards. *The Accounting Review*. 1978, n. 53, pp. 112-134.

WATTS, R. L., ; ZIMMERMAN, J. L. *Positive accounting theory*. New Jersey: Prentice Hall, 1986.

WEBER, M. *A história geral da economia*. São Paulo: Centauro, 2006.

WEFFORT, Elionor J. "Impacto do sistema educacional, sistema legal e mercado na harmonização das normas contábeis brasileiras em relação às normas internacionais". Tese de Doutorado, EAC FEA USP, 2003.

WOOLDRIDGE, J. M. *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. 4. ed., São Paulo: CENGAGE Learning, 2010.

ANEXO – Excertos das Notas Explicativas do Grupo de Interesse

Alemanha

Deutsche Annington

Equity of hybrid investors

In December 2014, DAIG issued a hybrid bond with a nominal volume of € 1.0 billion via a subsidiary, Deutsche Annington Finance B.V., Amsterdam/Netherlands (issuer). In order to finance the takeover of GAGFAH, the proceeds from the issue were passed on from Deutsche Annington Finance B.V. to DAIG SE as part of a loan agreement. This subordinated hybrid bond is of unlimited duration and can only be terminated by DAIG on certain contractually fixed dates or occasions. Up until the first termination date in December 2021, the hybrid bond shall bear interest at a rate of 4.0 % p.a. If DAIG does not exercise its termination right at this point, the interest rate that will apply until the next termination date in December 2026 will correspond to the five-year swap rate plus a margin of 339 basis points. The mark-up will increase by 25 basis points as of December 2021 and by another 75 basis points as of December 2041. The agreements reached allow interest payments to be suspended. Suspended interest payments shall not bear interest.

Pursuant to IAS 32, the hybrid bond is to be classified as equity in full. The capital raised was added to equity following a deduction for the costs of raising the capital. The interest payments to be made to the bondholders are recognised directly in equity after a deduction of deferred taxes.

RWE – 2012

In March 2012, RWE AG issued a £750 million hybrid bond. This subordinated bond is a perpetual and may only be called by RWE AG on specific contractually agreed call dates or occasions. It bears an interest rate of 7.0% p.a. until the first call date, which is in 2019. From 2019, RWE AG has the right to call every five years. The interest rate until the subsequent call date is calculated using the prevailing five-year sterling swap rate plus a premium of 510 basis points. From 2024, the interest rate increases by 25 basis points and from 2039 by another 75 basis points. Interest payments may be deferred. They must, however, be made up again, for example if the Executive and Supervisory Boards propose to the Annual General Meeting that a dividend be paid.

In September 2010, RWE AG issued a hybrid bond with a nominal volume of €1.75 billion. The bond, which is subordinated to all other creditor securities, is a perpetual and may only be called by RWE AG on specific, contractually agreed call dates or occasions. It bears an interest rate of 4.625% p.a. until the first call date, which is in 2015. If the bond is not called as of this date, its interest rate until the next call date, which is in 2020, will be the sum of the then applicable five-year interbank rate and a credit spread of 265 basis points. If it is not called as of that date either, the bond will be converted into a variable-interest bond with an annual call right and an interest rate equalling the 12-month EURIBOR plus 365 basis points. Interest payments may be deferred under certain conditions, especially if the Executive and Supervisory Boards propose to the Annual General Meeting that a dividend not be paid. Deferred interest payments must be made up for when payment of a dividend is proposed again.

Pursuant to IAS 32, the issued hybrid bonds must be classified as equity. Proceeds from the bond issue were reduced by the capital procurement costs and added to equity, taking account of taxes. Interest paid to bondholders will be booked directly against equity, after deduction of taxes.

Tui*(34) Hybrid capital*

In accordance with IAS 32, the subordinated hybrid bond issued by TUI AG in December of 2005 with a notional volume of € 300.0 million represented Group equity. The capital procurement costs of € 8.5 million were deducted from the hybrid equity with no effect on results, taking account of deferred income taxes.

Áustria**Constantia -2013****Hybrid capital**

On May 15, 2013, Constantia Flexibles Group issued a publicly traded hybrid bond with a nominal value of EUR 500 per bond and a total volume of € 150,000 thousand. The hybrid bond was listed on the Regulated Market of the Vienna Stock Exchange on May 28, 2013. Due to the conditions of the hybrid bond, specifically the fact that the bond has no maturity and the Group may reject the payment of interest at the discretion of the Group, this was allocated to equity. Directly attributable transaction costs in the amount of € 2,449 thousand less deferred tax (€ 612 thousand) were also recognized directly in equity. Accrued interest on the hybrid bond in the amount of € 6,245 thousand was reported in other liabilities. The Group decided to pay this out to the bondholders.

In addition, an unlimited profit participation Bond of Constantia Flexibles Group GmbH issued in 2008 and subordinate to all other creditors, was recognized as hybrid capital. The nominal volume was originally € 250,000 thousand and was reduced to € 150,000 thousand on April 29, 2011 at the behest of the company. Due to the conditions of the hybrid bond, specifically that the bond has no maturity and the group may reject the payment of interest at the discretion of the group, this was allocated to equity. The cost of funds related to the bond issue, were deducted directly from the hybrid capital under consideration of deferred taxes. In the financial year 2013, compensation was paid to the bondholders in the amount of € 14,752 thousand (previous year: € 14,793 thousand).

Porr - 2014**Hybrid capital**

As part of a PORR AG bond emission programme, a bond exchange was carried out in October 2014, in which holders of bonds issued by PORR AG in the years 2009 and 2010 were publicly invited to exchange these bonds in bonds about to be newly issued. Included here was the issue of a subordinated **hybrid** bond with a total nominal value of EUR 17,054,500.00. The partial debentures of this **hybrid** bond were issued with a denomination of EUR 500.00 and are fixed at 6.75% p.a. until October 27th 2021 during an

unlimited term, after which they are subject to variable interest as of October 28th 2021 (3-month EURIBOR plus a premium of 8.5% p.a.). As payments of interest and capital redemption are only compulsory when the conditions are activated, where their activation can be authorised or prevented by PORR AG, and the Group therefore has the option of avoiding payment on the mezzanine and **hybrid** capital permanently, this mezzanine and **hybrid** capital is categorised as equity instruments. Interest which is paid, less any tax effect such as profit payouts, is to be recorded directly in equity as a deduction.

Telekom - 2013

Hybrid capital

On 24 January 2013, Telekom Austria Group issued a **hybrid** bond with a volume of TEUR 600,000. The **hybrid** bond is a subordinated bond with indefinite maturity which is, based on its conditions, classified as stockholders' equity according to IFRS. Accordingly, related discount and issue cost in the amount of TEUR 11,752 were recorded net of a tax benefit of TEUR 2,938 in stockholders' equity. Therefore stockholders' equity was increased by TEUR 591,186. The bond can be redeemed at the earliest after a period of five years. Additionally, Telekom Austria AG has an early termination right subject to certain conditions. The annual coupon amounts to 5.625% until the first reset date, 1 February 2018. Subsequently there will be a reset date every five years. The coupon is established two days prior to the respective reset dates. Coupon payments will be recognised as dividend payments in stockholders' equity.

In the local financial statements, coupon payments are recognised as interest expense in profit or loss according to Austrian GAAP. While the tax benefit resulting from the accrued interest is recognised in profit or loss according to local GAAP, it is recognised in stockholders' equity as "distribution of dividend" in the consolidated financial statements according to IAS 12. The net result attributable to **hybrid** capital holders is presented in the consolidated statements of profit or loss and equals accrued interest according to local GAAP amounting to TEUR 30,971, net of the relating tax benefit of TEUR 7,698, which is recognised in stockholders' equity.

Wienerberger - 2007

23. Capital and Reserves

The development of capital and reserves in 2007 and 2006 is shown on page 93.

Efficient capital structure management is a key goal of Wienerberger, whereby the composition of the capital structure is closely linked with the capital-intensive nature of the brick and roof tile business. Activities in this financial area are designed above all to guarantee a sufficient equity base to safeguard the continued existence of the Group, finance expansion and permit the payment of dividends, while maintaining the current Standard & Poor's and Moody's ratings. In this respect, the key indicators for Wienerberger are net debt / EBITDA and net interest (interest cover). The goal of Wienerberger is to hold the net debt / EBITDA ratio below 3.25 years; as of December 31, 2007 this indicator equalled 1.0 (2006: 2.5). Interest cover was 12.8 (2006: 9.8) at year-end 2007 and significantly exceeded our target of 5.8, which represents the minimum value according to our financial guidelines.

Equity totaled TEUR 2,672,709 as of December 31, 2007, compared to TEUR 1,591,443 in the prior year. This growth was supported by an increase in retained earnings, which resulted from net profit recorded for the year, as well as the issue of a hybrid bond in February and a capital increase in October.

On February 9, 2007 Wienerberger AG issued a perpetual bond with a volume of TEUR 500,000, which is subordinated to all other creditors. The instrument carries a coupon of 6.5%, which can also be suspended if the dividend is postponed. After ten years, Wienerberger AG may call the bond or extend the term at a higher variable interest rate (EURIBOR + 325 bps). Since this instrument meets the IFRS criteria for classification as equity, the hybrid bond is shown as a component of equity. As a consequence of this treatment, the coupons payable are not shown under financial results on the income statement but as part of the use of earnings on the changes in equity statement. The issue costs and discount equaled TEUR 7,104, and resulted in a net addition of TEUR 492,896 to equity. The proportional share of accrued coupon interest for 2007 equaled TEUR 29,069; this amount was reflected in the calculation of earnings per share, and led to a reduction of EUR 0.39 in earnings per share.

Wienerberger – 2014

On February 10, 2014 Wienerberger AG paid the TEUR 32,500 annual coupon for the hybrid bond that was issued on February 9, 2007 and is reported as hybrid capital in the balance sheet. This hybrid bond is subordinated to all other creditors and is a perpetual bond with a volume of TEUR 500,000 and a coupon of 6.5%, which can also be suspended if no dividend is paid. After ten years Wienerberger AG may call the hybrid bond or extend the term at a variable interest rate (3-month EURIBOR + 325 bps). In September 2014, Wienerberger announced an offer to investors to exchange up to TEUR 300,000 of the existing hybrid bond for a new hybrid bond, which was accepted with a volume of TEUR 272,188 at the beginning of October. The new hybrid bond has a fixed interest rate of 6.5% up to 2017 which then changes to a fixed rate of 5% up to 2021, when the issuer is entitled to call the bond for the first time. The accrued interest of TEUR 11,585 on the exchanged hybrid bonds was paid when the transaction was concluded. The exchange of the hybrid bond resulted in fees of TEUR 2,336, which were recorded under equity.

Both hybrid bonds meet the criteria defined by IAS 32 for classification as equity, and the coupons are therefore shown as part of the use of earnings on the changes in equity statement. In accordance with IAS 32, this data is presented after tax. Wienerberger AG has an effective tax rate of 0% due to loss carryforwards from prior periods, and the distribution after tax therefore equals TEUR 32,500. In 2014 the coupon interest reduced earnings per share by EUR 0.28.

Espanha

Iberdola

Subordinated perpetual obligations

On 27 February 2013, the IBERDROLA Group's perpetual subordinated bonds issuance was completed and disbursed, in the amount of EUR 525 million. The issue price was set at 99.472% of the face value, with a fixed annual coupon of 5.75% as from the date of issue to 27 February 2018. From the first repricing date on, the coupon will be equal to the applicable five-year swap rate plus a 4.81% annual spread during the following five years, a 5.06% annual spread during each of the five-year repricing periods beginning on 27 February 2023, 2028 and 2033, and a 5.81% annual spread during the following five-year repricing periods.

Telefonica

Undated deeply subordinated securities

Issued in 2014

- On March 25, 2014, Telefónica Europe, B.V. issued undated deeply subordinated reset rate guaranteed securities in an aggregate principal amount of 1,750 million euros. This issue entails two tranches: one of them subject to a call option exercisable by Telefónica Europe, B.V. starting on the sixth anniversary of the issuance date in an aggregate principal amount of 750 million euros (the "Sixth-Year Non-Call Securities"), and the other subject to a call option exercisable by Telefónica Europe, B.V. starting on the tenth anniversary of the issuance date in an aggregate principal amount of 1,000 million euros (the "Tenth-Year Non-Call Securities"). In both tranches there is an early redemption option for the issuer.

The Sixth-Year Non-Call Securities will accrue a fixed coupon at a rate of 5% annually as from the issuance date up to March 31, 2020 (not inclusive). From March 31, 2020 (inclusive) onwards, the Sixth-Year Non-Call Securities will accrue a fixed coupon equal to the applicable 6 year euro swap rate plus a margin of: (i) 3.804% per year as from March 31, 2020 up to March 31, 2024 (not inclusive); (ii) 4.054% per year as from March 31, 2024 up to March 31, 2040 (not inclusive); and (iii) 4.804% per year as from March 31, 2040.

The Tenth-Year Non-Call Securities will accrue a fixed coupon at a rate of 5.875% annually as from the issuance date up to March 31, 2024 (not inclusive). From March 31, 2024 (inclusive) onwards, the Tenth-Year Non-Call Securities will accrue a fixed coupon equal to the applicable 10 year euro swap rate plus a margin of: (i) 4.301% per year as from March 31, 2024 up to March 31, 2044 (not inclusive); (ii) 5.051% per year as from March 31, 2044.

On December 4, 2014, Telefónica Europe, B.V. issued undated deeply subordinated reset rate guaranteed securities in an aggregate principal amount of 850 million euros and subject to a call option exercisable by Telefónica Europe, B.V. starting on the fifth anniversary of the issuance date. The Securities will accrue a fixed coupon at a rate of 4.20% annually as from the issuance date up to December 4, 2019 (not inclusive). From December 4, 2019 (inclusive) onwards, the Securities will accrue a fixed coupon equal to the applicable 5 year swap rate plus a margin of: (i) 3.806% per year as from December 4, 2019 up to December 4, 2024 (not inclusive); (ii) 4.056% per year as from December 4, 2024 up to December 4, 2039 (not inclusive); and (iii) 4.806% per year as from December 4, 2039

Issued in 2013

- On September 18, 2013, Telefónica Europe, B.V. issued undated deeply subordinated reset rate guaranteed securities in an aggregate principal amount of 1,750 million euros. This issue entails two tranches: one of them subject to a call option exercisable by Telefónica Europe, B.V. starting on the fifth anniversary of the issuance date in an aggregate principal amount of 1,125 million euros (the "Five-Year Non-Call Securities"), and the other subject to a call option exercisable by Telefónica Europe, B.V. starting on the eighth anniversary of the issuance date in an aggregate principal amount of 625 million euros (the "Eight-Year Non-Call Securities"). In both tranches there is an early redemption option for the issuer.

The Five-Year Non-Call Securities will accrue a fixed coupon at a rate of 6.5% annually as from the issuance date (inclusive) up to September 18, 2018. From September 18, 2018 (inclusive) onwards, the Five-Year Non-Call Securities will accrue a fixed coupon equal to the applicable 5 year swap rate plus a margin of: (i) 5.038% per year as from September 18, 2018 up to September 18, 2023 (not inclusive); (ii) 5.288% per year as from September 18, 2023 up to September 18, 2038 (not inclusive); and (iii) 6.038% per year as from September 18, 2038 (inclusive).

The Eight-Year Non-Call Securities will accrue a fixed coupon at a rate of 7.625% annually as from the issuance date (inclusive) up to September 18, 2021. From September 18, 2021 (inclusive) onwards, the Eight-Year Non-Call Securities will accrue a fixed coupon equal to the applicable 8 year swap rate plus a margin of: (i) 5.586% per year as from September 18, 2021 up to September 18, 2023 (not inclusive); (ii) 5.836% per year as from September 18, 2023 up to September 18, 2041 (not inclusive); and (iii) 6.586% per year as from September 18, 2041 (inclusive).

- On November 26, 2013, Telefónica Europe, B.V. issued undated deeply subordinated reset rate guaranteed securities, with the subordinated guarantee of Telefónica, S.A., for an aggregate principal amount of 600 million pounds sterling (equivalent to 716 million euros at the closing date) and subject to a call option exercisable by Telefónica Europe, B.V. starting on the seventh anniversary of the issuance date. The securities will accrue a coupon at a rate of 6.75% annually as from the issuance date (inclusive) up to November 26, 2020. From November 26, 2020 (inclusive), the securities will accrue a fixed coupon equal to the applicable five years swap rate resettable every five years plus a margin of: (i) 4.458% per year as from November 26, 2020 up to November 26, 2025 (not inclusive); (ii) 4.708% per year as from November 26, 2025 up to November 26, 2040 (not inclusive); and (iii) 5.458% per year as from November 26, 2040 (inclusive).

In addition, these reserves include revaluation reserves and reserve for cancelled share capital. These reserves are regulated by some restrictions for their distribution.

In all issuances of subordinated perpetual instruments in 2014 and 2013, the issuer has an option to defer the payment of coupons; holders of these securities cannot call for payment.

As the repayment of principal and the payment of coupons depend solely on Telefónica's decision, these subordinated perpetual instruments are equity instruments and are presented under "Other equity instruments" in the accompanying consolidated statement of changes in equity.

- The payment of the coupons related to the undated deeply subordinated securities issued in 2013 in an aggregate amount, net of tax effects, of 129 million euros, with negative impact on "Retained earnings" in the consolidated statements of changes in equity, was recorded in September 2014.

Notes mandatorily convertible into shares of Telefonica, S.A.

On September 24, 2014, Telefónica Participaciones, S.A.U., issued 1,500 million euros of notes mandatorily convertible into new and/or existing shares of Telefónica, S.A. at a nominal fixed interest rate of 4.9%, due on September 25, 2017, guaranteed by Telefónica, S.A. The notes could be converted at the option of the noteholders or the issuer at any time from the 41st day after the issue date up to the 25th trading day prior to the maturity date. The minimum conversion price of the notes will be equal to 11.9 euros per share and the maximum conversion price will be equal to 14.5775 euros per share, resulting in a premium equal to 22.5% over the minimum conversion price.

These notes mandatorily convertible are compound instruments that have been split into its two components: a debt component amounting 215 million euros, corresponding to the present value of the coupons; and an equity component, for the remaining amount, due to the issuer option to convert the treasury shares to a fix ratio, included in the heading "other equity instruments".

França

Accor - 2014

F. Perpetual subordinated notes issue

On June 30, 2014, Accor issued €900 million worth of subordinated notes. The interest rate on the notes is set at 4.125% up until June 30, 2020 and will be re-set every five years thereafter.

The notes have no fixed maturity. The first repayment option is on June 30, 2020.

Due to their characteristics and in accordance with IAS 32 (see Note 1.M.3), the notes were recorded in equity upon receipt of the issue proceeds for €887 million (net of transaction costs).

Arkema - 2014

2. HYBRID BONDS

As part of the refinancing of its proposed acquisition of BOSTIK, the Group issued a perpetual hybrid bond in October 2014 in the total amount of €689 million net of an issuance premium of €7 million and €4 million arrangement costs. These bonds include a first call option on October 29, 2020 and will carry an annual coupon of 4.75 % until that date. The coupon will then be reset every 5 years. At each coupon date, the interest can be paid or carried over at the issuer's convenience. Coupons carried over generate late payment interest and become due in the event of certain contractually defined circumstances under the control of the issuer.

In compliance with IAS 32, when there is an unconditional right to avoid delivering cash or another financial asset in the form of repayment of principal or interest, an instrument is recognized in shareholders' equity. In application of this principle, the hybrid bonds are recorded in shareholders' equity in the Group's consolidated financial statements.

3. TREASURY SHARES

In May 2014, Arkema definitively granted 204,603 free shares to Group employees in application of plans 2010-2, 2011-2 and 2012-1. The Company bought back 32,643 treasury shares at 31 December 2014.

Bourbon - 2014

3.9 SHAREHOLDERS' EQUITY

Capital stock

As of December 31, 2014, the share capital stood at €47,360,582 and was made up of 74,559,688 fully paid-up shares with a par value of €0.64.

Other equity capital: issue of perpetual Deeply Subordinated Bonds

During the first half of 2014, BOURBON performed its first bond issue of €100 million in the form of perpetual Deeply Subordinated Notes. These perpetual securities give BOURBON the right to repay them at par starting in October 2017. They provide the right to a semiannual fixed rate coupon at 4.70% for the first three years, a coupon that will be mandatory if dividends are paid.

Pursuant to IAS 32, this financial instrument was classified as a shareholders' equity instrument.

As of December 31, 2014, €0.9 million has been recognized as accrued interest not due (see note 3.19.3) corresponding to the portion of the interest that will be paid during the first half of 2015.

EDF -2013

1.3.20.4 Perpetual subordinated bonds

Perpetual subordinated bonds in Euros and other currencies are recorded in compliance with IAS 32 as appropriate to their specific characteristics. They are recorded in equity at historical cost when there is an unconditional right to avoid paying cash or another financial asset in the form of a capital reimbursement or interest or similar payment.

3.1.1 Issuance of perpetual subordinated bonds

On 22 January 2013 EDF launched several tranches of a perpetual subordinated bond in Euros and sterling (a "hybrid" bond):

- €1.25 billion at 4.25% coupon for the tranche with a 7-year first call date;
- €1.25 billion at 5.375% coupon for the tranche with a 12-year first call date;
- £1.25 billion at 6% coupon for the tranche with a 13-year first call date.

On 24 January 2013 EDF also launched a US\$ 3 billion perpetual subordinated bond at 5.25% coupon and a 10-year first call date.

Given their characteristics, in compliance with IAS 32 (see note 1.3.20.4), these issues are recorded in equity from reception of funds (29 January 2013) at the amount of €6,125 million (net of transaction costs).

An amount of €103 million was paid out on these bonds in 2013; this amount is charged to equity.

EDF -2014

1.13 Additional equity

Perpetual subordinated bonds issued by EDF in Euros and other currencies are recorded in compliance with the French Chartered accountants' body *Ordre des experts comptables* opinion 28 of July 1994, taking their specific characteristics into consideration.

As a result, they are classified as "Additional equity", since redemption is exclusively controlled by EDF.

Issuance expenses and premiums are amortised through the income statement.

Interest paid on these bonds is recorded in financial result.

2.3 Issuance of perpetual subordinated bonds

On 15 January 2014 EDF launched several tranches of a perpetual subordinated bond in Euros, US dollars and sterling (a "hybrid" bond):

- US\$1,500 million at 5.625% coupon with a 10-year first call date;
- €1,000 million at 4.125% coupon with an 8-year first call date;
- €1,000 million at 5% coupon with a 12-year first call date;
- £750 million at 5.875% coupon with a 15-year first call date.

Given its characteristics (see note 1.13), this issue is recorded in "Additional equity" from reception of funds at the amount of €3,973 million (net of redemption premium).

This bond is the second issue in the financing programme launched in January 2013 with the aim of building up an amount of subordinated instruments coherent with the portfolio of industrial assets in development.

Eurofins Scientific

3.11 Interest due on borrowings and earnings due on hybrid capital

EUR Thousands	2014	2013
Interest due on borrowings	4,615	4,515
Earnings due on 2013 hybrid capital	9,608	9,608
Earnings due on 2014 hybrid capital received at issuance time (Feb - Jun 2014)	4,832	-
Earnings due on 2014 hybrid capital (Jul - Dec 2014)	4,777	-
Interest due on hybrid capital	19,217	9,608
Total	23,832	14,123

3.12 Hybrid capital

EUR Thousands	2014	2013
At beginning of year	150,000	150,000
Proceeds from Hybrid capital	150,000	150,000
Repayment of Hybrid capital	-	-150,000
At end of year	300,000	150,000

The impact of the hybrid capital in the Cash Flow Statement is as follows:

EUR Thousands	2014	2013
Issuance costs	-830	-1,934
Redemption costs	-	-7,180
Proceeds from Hybrid capital	150,000	150,000
Repayment of Hybrid capital	-	-150,000
Hybrid premium issue in July 2014	14,146	-
Change in hybrid capital	163,316	-9,114

EUR Thousands	2014	2013
2007 hybrid dividends	-	9,664
Hybrid commission	-	2
2013 hybrid dividends	10,500	-
2014 hybrid dividends (Feb-Jun 2014)	-4,833	-
Earnings paid to hybrid capital investors	5,667	9,666

A EUR 10.5m distribution on hybrid capital has been paid in January 2014.

The structure of the new hybrid instrument issued in 2013 and 2014 is similar to the previous hybrid instrument, with a perpetual maturity, but callable at par by Eurofins in January 2020. It bears a fixed annual coupon of 7.00% for the first seven years, payable annually in January if not deferred.

The impact of the distribution dividends on the equity is as follows:

EUR Thousands	2014	2013
2007 hybrid dividends	-	9,664
Hybrid commission	-	2
2013 hybrid dividends	10,500	9,608
2014 hybrid dividends (Jul-Dec 2014)	4,775	-
Total distribution on hybrid capital	15,275	19,274

The impact of the net profit attributable to hybrid capital investors used for the calculation of the earnings per share is as follows:

EUR Thousands	2014	2013
2007 hybrid dividends	-	2,259
2013 hybrid dividends	10,500	9,608
2014 hybrid dividends	4,775	-
Redemption costs	-	7,180
Hybrid premium issue in July 2014	-14,146	-
Total net profit hybrid capital investors	1,129	19,047

3.13 Trade accounts payable and other current liabilities

EUR Thousands	2014	2013
Trade accounts payable	90,707	74,497
Trade accruals payable	36,434	26,454
Total Trade accounts payable	127,141	100,951
Tax and social security	22,344	16,447

In May 2007, the Company issued subordinated hybrid capital for a par value of EUR 100m. The instrument used to bear a fixed coupon of 8.081% for the first seven years corresponding to a spread of 370 basis points over the 7 year mid-swap rate. The instrument used to have a perpetual maturity but was callable at par by Eurofins in May 2014. The instrument was listed on the Stuttgart Freiverkehr (unregulated) market (initially Frankfurt).

In February 2011, the Company has extended its subordinated hybrid capital originally issued in May 2007 to EUR 150m to optimize its balance sheet and allow it to respond swiftly to any potential compelling acquisition opportunities. The instrument used to bear a fixed coupon of 8.081% and was callable at par by Eurofins in May 2014.

In January 2013, Eurofins issued a new EUR 150m hybrid capital to refinance its existing EUR 150m hybrid capital. Eurofins has also re-purchased the existing hybrid instrument (ISIN FR0010474627) for a nominal amount of EUR 150m.

In July 2014, Eurofins extended the size of its existing hybrid instrument originally issued in January 2013, bringing the overall size of Eurofins' Hybrid capital up to EUR 300m. In cash terms, the transaction raised EUR 169m (EUR 164.2m in gross proceeds plus EUR 4.8m on accrued coupon).

Tax and social security accruals	108,181	73,243
Other payables	13,176	13,911
Other operating current liabilities	152,101	133,571

3.14 Amounts due for business acquisitions

Amounts due for business acquisitions comprise conditional clauses in the price payable to former shareholders of purchased companies at the estimated amount due.

EUR Thousands	2014	2013
At beginning of year	26,820	23,821
Currency translation differences	168	-387
Change of scope	16,459	5,758
Reversal of amounts due for business acquisitions not paid	-132	-2,967
Interest on amounts due for business acquisitions (Note 2.5)	993	594
At end of year	44,308	26,820
Current	19,073	9,892
Non-current	25,235	16,928
Total	44,308	26,820

Groupe Casino

26.5 Deeply subordinated perpetual bonds

At the beginning of 2005, the Group issued €600 million worth of deeply subordinated perpetual bonds (TSSDI). The bonds are redeemable solely at the Group's discretion and interest payments are due only if the Group pays a dividend on its ordinary shares in the preceding twelve months. For these reasons, the bonds are carried in equity, for an amount of €600 million.

The bonds pay interest at the 10-year constant maturity swap rate plus 100 basis points, capped at 9%. Interest payments are deducted from equity.

On 18 January 2013, the Group issued €750 million worth of perpetual hybrid bonds on the market. The bonds are redeemable solely at the Group's discretion, possibly from 31 January 2019 at the earliest. These bonds pay interest with a coupon of 4.87% until that date (interest payments are deducted from equity). This rate is revised every five years. With regards the accounting treatment, considering their specific characteristics of duration and remuneration, the bonds are carried in equity for an amount of €750 million. Issue fees net of tax are charged on equity.

Orange

13.4 Issue of subordinated notes

On February 7, 2014, Orange issued the equivalent of 2.8 billion euros of deeply subordinated undated notes denominated in euros and pounds sterling in three tranches: 1 billion euros with a fixed-rate coupon of 4.25% until the first reset date, 1 billion euros with a fixed-rate coupon of 5.25% until the first reset date and 650 million pounds with a fixed-rate coupon of 5.875% until the first reset date. A reset of interest rate at market conditions is provided contractually on each call option exercise date.

Orange has a call option on each of these tranches respectively after February 7, 2020, February 7, 2024, February 7, 2022 in occurrence of contractually defined events.

Step-up clauses involve adjustments of 25 bps in 2025 and additional 75 bps in 2040 for the first tranche, of 25 bps in 2024 and additional 75 bps in 2044 for the second tranche and of 25 bps in 2027 and additional 75 bps in 2042 for the third tranche.

On October 1, 2014, Orange issued the equivalent of 3 billion euros of deeply subordinated undated notes denominated in euros and pounds sterling in three tranches: 1 billion euros with a fixed-rate coupon of 4% until the first reset date, 1.25 billion euros with a fixed-rate coupon of 5% until the first reset date and 600 million pounds with a fixed-rate coupon of 5.75% until the first reset date. A reset of interest rate at market conditions is provided contractually on each call option exercise date.

Orange has a call option on each of these tranches respectively after October 1, 2021, October 1, 2026, April 1, 2023 in occurrence of contractually defined events.

Step-up clauses involve adjustments of 25 bps in 2026 and additional 75 bps in 2041 for the first tranche, of 25 bps in 2026 and additional 75 bps in 2046 for the second tranche and of 25 bps in 2028 and additional 75 bps in 2043 for the third tranche.

These notes, listed on Euronext Paris, are lowest ranking subordinated notes (senior compared to shareholders): the holders will be remunerated (whether on nominal, interests or any other amount) after all other creditors, including holders of participating loans and securities simply subordinated or not, representing a claim on Orange.

At each interest payment date, settlement may be either paid or deferred, at the option of the issuer. Deferred coupons constitute arrears of interest and bear interest which shall become due and payable in full under circumstances defined contractually and under the control of the issuer.

According to the Group comprehension, some rating agencies assign to these instrument an equity component of 50%.

Under IFRS, these instruments are recognized at their historical value. The tranches denominated in pounds sterling were recognized at BCE fixing on issue date (0.8314 for the issue of February 2014 and 0.7782 for the issue of October 2014) and will not be reevaluated through the life of the note. Coupons (no occurrence in 2014) will impact equity 5 working days before the annual date of payment (February 7 for the three tranches of the first issue, October 1 for the euros tranches of the second issue and April 1 for the pound sterling tranche of the second issue), unless Orange exercises its right to defer their payment.

In 2015, Orange did not exercise its right to defer the coupon related to the issue of February 2014 and therefore paid to holders on February 9, 2015, a remuneration of 146 million euros.

The operation's prospectus has been certified by AMF: visa no. 14-036.

Technicolor – 2005

(c) Subordinated perpetual notes

On September 26, 2005, Thomson issued deeply subordinated notes in a nominal amount of €500 million. Because of their perpetual and subordinated nature and the optional nature of the coupon, the notes are recorded under IFRS in shareholder's equity for the net value received of €492 million (issue price less offering discount and fees). The notes can be called at par on September 25, 2015 and at each interest payment date thereafter. The notes have an annual fixed coupon of 5.75% and a yield to the call date of 5.85%. If not called the interest payable starting September 25, 2015 is the 3 month EURIBOR deposit rate plus 3.625%. On any interest payment date, payment of interest is optional only if Thomson did not declare and pay a dividend at the most recent general meeting of its shareholders or before the due date of interest and it has not bought back shares in the previous six months.

The notes have a provision under which if there is a change of control and Thomson's senior rating is reduced by one full notch by either Moody's or S&P such that the reduction results in a rating below BAA3 by Moody's or BBB- by S&P. If such event occurs, Thomson can redeem the bond at no penalty; however should Thomson decide not to redeem, an additional margin of 5% is added to the interest rate of the coupon.

Veolia - 2013

16.4 Deeply subordinated securities

As disclosed in Note 3, in January 2013 Veolia Environnement issued deeply subordinated perpetual securities in euros and pound sterling redeemable from April 2018. The issue comprised a euro tranche of €1 billion at 4.5% yield and a pound sterling tranche of £400 million at 4.875% yield.

This issue is recognized in equity in accordance with IAS 32 and given its intrinsic terms and conditions.

Hong Kong

Agile Properties

22 Perpetual Capital Securities

On 18 January 2013, the Company issued subordinated Perpetual Capital Securities ("The Perpetual Capital Securities") with the aggregate principal amount of US\$700,000,000. Net proceeds after deducting the issuance cost amounted to US\$687,432,500 (equivalent to approximately RMB4,321,938,000). The Perpetual Capital Securities do not have maturity date and the distribution payments can be deferred at the discretion of the Company. Therefore, the Perpetual Capital Securities are classified as equity instruments and recorded in equity in the consolidated balance sheet. The amount as at 31 December 2013 included the accrued distribution payments of RMB164,087,000.

Cheung Kong Holdings

22. Perpetual Securities

	Group	
	31/12/2013 \$ Million	31/12/2012 \$ Million
SGD730 million issued in 2011 (note (a))	4,650	4,652
HK\$1,000 million issued in 2012 (note (b))	1,025	1,000
US\$425.3 million issued in 2013 (note (c))	3,373	—
	9,048	5,652

Perpetual securities were issued by wholly owned subsidiaries and guaranteed by the Company. The perpetual securities have no fixed maturity and distributions are paid semi-annually in arrears. Distribution may be deferred at the Group's discretion and in which event, the Company and the issuer will not declare/pay any dividends or distributions, redeem, reduce, cancel or buy-back any of the Company's and/or the issuer's share capital.

Notes:

- (a) Listed in Singapore, the perpetual securities carry an annual distribution rate of 5.125% and are redeemable at the Group's option on or after 9th September, 2016.
- (b) Listed in Hong Kong, the perpetual securities carry an annual distribution rate of 5.25% for the first five years and 6.25% thereafter, and are redeemable at the Group's option on or after 9th July, 2017.
- (c) Listed in Hong Kong and after purchase back and cancellation of US\$74.7 million, the perpetual securities in the remaining amount of US\$425.3 million carry an annual distribution rate of 5.375% and are redeemable at the Group's option on or after 24th January, 2018.

Cheung Kong Infra

29. PERPETUAL CAPITAL SECURITIES

On 29th September, 2010, the Group issued US\$1,000 million 6.625 per cent guaranteed perpetual capital securities at an issue price of 100 per cent. The perpetual capital securities were issued for general corporate funding purposes. Interest payments on the perpetual capital securities are paid semi-annually in arrears from 29th March, 2011 and may be deferred at the discretion of the Group. The perpetual capital securities have no fixed maturity and are redeemable at the Group's option on or after 29th September, 2015 at their principal amounts together with any accrued, unpaid or deferred interest payments. While any interest payments are unpaid or deferred, the Company will not declare, pay dividends or make distributions or similar periodic payments in respect of, or repurchase, redeem or otherwise acquire any securities of lower or equal rank.

On 27th February, 2012, The Bank of New York Mellon (Luxembourg) S.A. (the "Fiduciary") issued US\$300 million perpetual capital securities which are listed on the Luxembourg Stock Exchange at an issue price of 100 per cent. Interest is payable semi-annually in arrear based on a fixed rate, which is 7.0 per cent per annum. Payments of interest by the Fiduciary are conditional and may be deferred at the discretion of the Company. The perpetual capital securities have no fixed maturity and are redeemable in whole, but not in part, at the Company's option on 27th February, 2014 or any interest payment date falling thereafter at their principal amounts together with any accrued, unpaid or deferred interest payments. While any interest payments are unpaid or deferred, the Company will not declare, pay dividends or make distributions or similar periodic payments in respect of, or repurchase, redeem or otherwise acquire any securities of lower or equal rank.

On 28th February, 2012, the Company issued 56,234,455 new ordinary shares to the Fiduciary for a consideration of approximately US\$295.4 million (equivalent to approximately HK\$2,291 million). The shares were issued in connection with the issue of the above perpetual capital securities issued in February 2012. The Company considered these shares as treasury shares.

China Resources Power Holdings

In May 2011, we completed the issuance of a US\$750 million **perpetual** subordinated guaranteed capital securities; and in November 2011, we issued a RMB4.0 billion medium term notes in China. We have been trying to identify and broaden our financing channels with an aim to secure long-term low cost capital to support our business development. It is also critical for us to continue to monitor our capital structure and balance sheet on an on-going basis to ensure a stable capital structure to support the Group's operations and various development plans. In this regard, we will increase our efforts and effectiveness in resource allocation, including both financial and human resources, to ensure that they are strictly reflected on our business strategies and focus on value creation for shareholders.

43. PERPETUAL CAPITAL SECURITIES

On 11 May 2011, a subsidiary issued US\$750,000,000 (equivalent to HK\$5,835,750,000) 7.25% Guaranteed Perpetual Capital Securities ("Perpetual Capital Securities") at an issue price of 100 per cent. The Company has irrevocably guaranteed on a subordinated basis the obligations of the subsidiary under the Perpetual Capital Securities. The Perpetual Capital Securities were issued for general corporate funding purposes. Coupon payments of 7.25% per annum on the Perpetual Capital Securities are paid semi-annually in arrears from 9 November 2011 and may be deferred at the discretion of the Group. The Perpetual Capital Securities have no fixed maturity and are redeemable at the Group's option on or after 9 May 2016 at their principal amounts together with any accrued, unpaid or deferred coupon interest payments. While any coupon interest payments are unpaid or deferred, the Group cannot declare or pay dividends or make distributions or similar periodic payments in respect of, or repurchase, redeem or otherwise acquire any securities of lower or equal rank.

Hutchison Whampoa

2010

32 Share capital and capital management (continued)

(b) Perpetual capital securities

In October 2010, the Group issued subordinated guaranteed perpetual capital securities with a nominal amount of US\$2,000 million (approximately HK\$15,600 million) for cash. These securities are perpetual, subordinated and the coupon payment is optional in nature. Therefore, perpetual capital securities are classified as equity instruments and recorded in equity in the consolidated statement of financial position.

2012

Capital, Net Debt and Interest Coverage Ratios

The Group's total ordinary shareholders' funds and perpetual capital securities increased 9% to HK\$391,559 million at 31 December 2012, compared to HK\$359,612 million, at 31 December 2011, reflecting the profits for 2012 as well as the issuance of US\$1,000 million perpetual capital securities in May 2012, net exchange gains on translation of the Group's overseas operations' net assets to the Group's Hong Kong dollar reporting currency including the Group's share of the translation gains and losses of associated companies and jointly controlled entities, partly offset by dividends and distributions paid and other items recognised directly in reserves. At 31 December 2012, the consolidated net debt of the Group, excluding interest bearing loans from non-controlling shareholders which are viewed as quasi-equity, unamortised loan facilities fees and premiums or discounts on issue and fair value changes of interest rate swap contracts, was HK\$124,705 million (2011: HK\$127,076 million), a reduction of 2% compared to the net debt at the beginning of the year. The Group's net debt to net total capital ratio at 31 December 2012 reduced to 21.9% (2011: 23.8%).

The following table shows the net debt to net total capital ratio calculated on the basis of including interest bearing loans from non-controlling shareholders and also with the Group's investments in its listed subsidiaries and associated companies marked to market value at 31 December 2012. The net debt to net total capital ratio can be significantly affected by foreign currency translation effects on total ordinary shareholders' funds and perpetual capital securities and on debt balances. The ratios as at 31 December 2012 before and after the effect of foreign currency transaction and other non-cash movements for the year are shown below:

32 Share capital and capital management (continued)

(b) Perpetual capital securities

In October 2010 and May 2012, wholly owned subsidiary companies of the Group issued subordinated guaranteed perpetual capital securities with nominal amount of US\$2,000 million and US\$1,000 million (approximately HK\$15,600 million and HK\$7,800 million) respectively for cash. These securities are perpetual, subordinated and the coupon payment is optional in nature. Therefore, perpetual capital securities are classified as equity instruments and recorded in equity in the consolidated statement of financial position.

2013

(b) Perpetual capital securities

In October 2010, May 2012 and May 2013, wholly owned subsidiary companies of the Group issued perpetual capital securities with nominal amount of US\$2,000 million (approximately HK\$15,600 million), US\$1,000 million (approximately HK\$7,800 million) and €1,750 million (approximately HK\$17,879 million) respectively for cash. These securities are perpetual, subordinated and the coupon payment is optional in nature. Therefore, perpetual capital securities are classified as equity instruments and recorded in equity in the consolidated statement of financial position.

During the year ended 31 December 2013, the Group had repurchased US\$217 million (approximately HK\$1,692 million) nominal amount of perpetual capital securities that were originally issued in October 2010.

Li and Fung

27 PERPETUAL CAPITAL SECURITIES

On 8 November 2012, the Company issued subordinated perpetual capital securities (the "Perpetual Capital Securities") with the aggregate principal amount of US\$500 million. The Perpetual Capital Securities do not have maturity date and the distribution payments can be deferred at the discretion of the Company. Therefore, the Perpetual Capital Securities are classified as equity instruments and recorded in equity in the consolidated balance sheet. The amount as at 31 December 2012 included the accrued distribution payments.

Noble 2010

32. CAPITAL SECURITIES

US\$350,000,000 Perpetual

During the year, the Company issued capital securities with a par value of US\$350 million. The capital securities are perpetual and do not mature. The distribution on the capital securities is 8.5% per annum, payable in arrears every six months from the date of issue of 1 November 2010, the first distribution therefore being on 1 May 2011. The capital securities may be redeemed at the Group's option in whole, but not in part, on the distribution payment date in November 2015 or any distribution payment date thereafter on giving not less than 30 nor more than 60 days' notice to the holders.

The amount of the Company's net profit may affect the coupon payments on the capital securities. In the event of a winding-up, the rights and claims of the holders in respect of the capital securities shall rank ahead of claims in respect of any of the Group's junior securities, but shall be subordinated in right of payment to the claims of all other of present and future senior and subordinated creditors, other than the claims of holders of the Group's securities ranking pari passu with the Capital Securities.

Noble 2014

31. CAPITAL SECURITIES

8.5% US\$350,000,000 Perpetual Capital Securities

The Company issued perpetual capital securities with a par value of US\$350,000,000 on 1 November 2010 which were fully redeemed on 21 July 2014.

6.0% US\$400,000,000 Perpetual Capital Securities

The Company issued perpetual capital securities with a par value of US\$350,000,000 on 24 June 2014. On 10 July 2014, the Company issued an additional US\$50,000,000 of the perpetual capital securities at an issue price of 101%. The US\$50,000,000 perpetual capital securities were consolidated with the US\$350,000,000 capital securities issued on 24 June 2014 to form a single series of US\$400,000,000 in perpetual capital securities.

The capital securities are perpetual and do not have a fixed redemption date. The distribution of the securities is 6.0% per annum, payable in arrears on a semi-annual basis. The first distribution date was on 24 December 2014. The Company may, on giving not more than 60 nor less than 30 days' irrevocable notice to the holders in writing, redeem all but not some only of the securities in accordance with the terms and conditions of the securities.

Sino-Ocean Land

31 Capital Securities

On 13 May 2011, Sino-Ocean Land (Perpetual Finance) Limited, a wholly owned subsidiary, issued a perpetual subordinated capital securities (the "capital securities") callable in 2016, with an initial aggregate principal amount of USD400,000,000.

Such capital securities are guaranteed by the Company, at the same time bear distribution at a rate of 10.25% per annum, payable semi-annually. The issuer of the capital securities may elect to defer distribution, and is not subject to any limits as to the number of times distribution can be deferred.

As the Group have no contracted obligation to repay its principal nor to pay any distributions, the capital securities do not meet the definition as financial liabilities under HKAS 32 under the term of the capital securities. As a result, the whole instrument is classified as equity, and respective distributions if and when declared are treated as equity dividends.

Luxemburgo

Arcelor

Subordinated perpetual capital securities

On September 28, 2012, the Company issued subordinated perpetual capital securities for a nominal amount of 650 and a coupon of 8.75%, which will reset periodically over the life of the securities, with the first reset after five years and subsequently every five years thereafter. A step up in interest of 0.25% will occur on the second reset date and a subsequent step up of 0.75% (cumulative with the initial 0.25%) fifteen years later. The Company is entitled to call the securities in five years, ten years and on subsequent coupon payment dates. As the Company has no obligation to redeem the securities and the coupon payment may be deferred by the Company under certain circumstances, it classified the net proceeds from the issuance of subordinated perpetual capital securities (642 net of transaction costs) as equity.

Holanda

KPN

Hybrid bonds

On March 14, 2013 KPN issued a EUR 1.1 billion hybrid bond with a 6.125% coupon and a GBP 400 million hybrid bond with a 6.875% coupon (swapped to EUR 460 million and a 6.78% coupon for a period of 7 years).
On March 28, 2013 KPN issued a USD 600 million hybrid bond with a 7% coupon (swapped to EUR 465 million and a 6.34% coupon for a period of 10 years).

The EUR 1.1 billion hybrid bond is a subordinated bond with a **perpetual** maturity, while the GBP 400 million and USD 600 million hybrid bonds are subordinated bonds with 60-year maturities. The EUR, GBP and USD hybrid bonds can, at KPN's discretion, first be redeemed in September 2018, March 2020 and March 2023 respectively. KPN may, at its discretion and subject to certain conditions, elect to defer payments of interest on these hybrid bonds. The ratings for the hybrid bonds are BB by S&P, Ba1 by Moody's and BB by Fitch Ratings. The rating agencies recognize 50% of the hybrid bonds as equity. The hybrid bonds are for 50% treated as equity and 50% as debt in KPN's gross and net debt definitions. The EUR hybrid bond is classified as equity in the consolidated statement of financial position (classified as Perpetual hybrid bonds), while the GBP and USD hybrid bonds are classified as liabilities in the consolidated statement of financial position (classified as Borrowings).

The hybrid bonds issued in 2013 and all bonds issued in 2012 (issued under KPN's Global Medium Term Note program) have been listed on Euronext Amsterdam.

Singapura

Ezion Holdings

12. PERPETUAL SECURITIES (CONT'D)

- (ii) Perpetual securities with a nominal principal amount of S\$150,000,000 (equivalent to US\$117,380,000) issued in 2014. The securities are perpetual, subordinated and the distribution interest of 7.0% per annum may be deferred at the sole discretion of the Company.

These perpetual securities are classified as equity instruments and recorded in equity in the consolidated statement of financial position. Transaction costs incurred in connection with the issuance of perpetual securities amounted to US\$2,916,000 (2013: US\$2,035,000).

As at 31 December 2014, the Group has accrued perpetual securities distribution of approximately US\$8,627,000 (2013: US\$7,771,000).

Genting Singapore

24. PERPETUAL CAPITAL SECURITIES

On 12 March 2012, the Company issued S\$1,800 million 5.125% perpetual capital securities ("Institutional Securities") at an issue price of 100 per cent.

On 18 April 2012, the Company issued S\$500 million 5.125% perpetual capital securities ("Retail Securities") at an issue price of 100 per cent.

Holders of these Institutional and Retail Securities are conferred a right to receive distribution on a semi-annual basis from their issue date at the rate of 5.125% per annum, subject to a step-up rate from 12 September 2022 and 18 October 2022 respectively. The Company has a right to defer this distribution under certain conditions.

The Institutional and Retail Securities have no fixed maturity and are redeemable in whole, but not in part, at the Company's option on or after 12 September 2017 for the Institutional Securities and 18 October 2017 for the Retail Securities at their principal amounts together with any accrued, unpaid or deferred distributions. While any distributions are unpaid or deferred, the Company will not declare, pay dividends or make similar periodic payments in respect of, or repurchase, redeem or otherwise acquire any securities of lower or equal rank.

These perpetual capital securities were issued for the Company's general corporate purposes as well as to finance capital expenditure and the expansion of its business.

The first payment of distribution in respect of the Institutional and Retail Securities amounting to S\$46,504,000 and S\$12,848,000 was made on 12 September 2012 and 18 October 2012 respectively.

Hotel Properties

26. PERPETUAL CAPITAL SECURITIES

The Company issued \$150 million in aggregate principal amount of 6.125% perpetual capital securities on May 4, 2012. The securities are recorded at the proceeds received, net of direct issue costs.

The securities are perpetual and confer a right to receive distribution payments. Such distribution is payable semi-annually in arrear unless the Company, at its sole discretion, elect to defer any distribution in accordance with the terms and conditions of the securities. The rate of distribution applicable to the securities is as follows:

- (i) from May 4, 2012 to May 4, 2017 (the "Step-Up Date") at 6.125% per annum;
- (ii) from the Step-Up Date and each date falling every five years after the Step-Up Date (each, a "Reset Date"), at a floating rate as defined in the terms and conditions of the securities.

The securities constitute direct, unsecured and subordinated obligations of the Company and rank *pari passu* and without any preference among themselves. The securities may be redeemed at the option of the Company on the Step-Up Date or on any distribution payment date thereafter and otherwise upon the occurrence of certain redemptive events as specified in the terms and conditions of the securities.

Hyflux

Perpetual capital securities

In 2014, the Company issued perpetual capital securities with principal amount of \$300,000,000 bearing distributions at a rate of 5.75% on 23 January 2014 and principal amount of \$175,000,000 bearing distributions at a rate of 4.80% on 29 July 2014, respectively. A total of \$469,096,000, net of issuance costs were recognised in equity.

The perpetual capital securities bear distributions which are payable semi-annually. Subject to the relevant terms and conditions in the offering circular, the Company may elect to defer making distributions on the perpetual capital securities, and is not subject to any limits as to the number of times a distribution can be deferred.

As a result, the Company is considered to have no contractual obligations to repay its principal or to pay any distributions and the perpetual capital securities do not meet the definition for classification as a financial liability under FRS 32 *Financial Instruments: Disclosure and Presentation*. The whole instrument is presented within equity, and distributions are treated as dividends.

Mapletree

24. PERPETUAL SECURITIES

On 25 July 2012, Mapletree Treasury Services Limited ("MTSL"), a wholly owned subsidiary of the Company, issued perpetual securities with an aggregate principal amount of \$600,000,000. Incremental cost incurred amounting to \$8,484,000 was recognised in equity as a deduction from proceeds.

Such perpetual securities are guaranteed by the Company and bear distributions at a rate of 5.125% per annum, payable semi-annually. Subject to the relevant terms and conditions in the offering circular, MTSL may elect to defer making distribution on the perpetual securities, and is not subject to any limits as to the number of times a distribution can be deferred.

As a result, the Group is considered to have no contractual obligations to repay its principal or to pay any distributions and the perpetual securities do not meet the definition for classification as a financial liability under FRS 32 *Financial Instruments: Disclosure and Presentation*. The whole instrument is presented within equity, and distributions are treated as dividends.

Olam International

(c) Perpetual capital securities

On 1 March 2012, the Company issued perpetual capital securities (the "perpetual securities") with an aggregate principal amount of S\$275,000,000. Incremental cost incurred amounting to \$4,549,000 was recognised in equity as a deduction from proceeds.

Such perpetual securities bear distributions at a rate of 7% per annum, payable semi-annually. Subject to the relevant terms and conditions in the offering circular, the Company may elect to defer making distribution on the perpetual securities, and is not subject to any limits as to the number of times a distribution can be deferred.

As a result, the Company is considered to have no contractual obligations to repay its principal or to pay any distributions, and the perpetual securities do not meet the definition for classification as a financial liability under FRS 32 *Financial Instruments: Disclosure and Presentation*. The whole instrument is presented within equity, and distributions are treated as dividends.

Vibrant Group

14 PERPETUAL SECURITIES

On 11 April 2014, the Company issued a S\$100 million Fixed Rate Perpetual Securities (the Securities) with no fixed final redemption date and will confer a right to receive distribution. The Securities bear an initial fixed distribution rate of 7.35% per annum payable semi-annually in arrear. The rate is subject to reset every three years and a step-up from and including the first call date, being 11 October 2017 (the First Call Date).

The Company has the option to defer payment of distribution indefinitely and also has the option to redeem the Securities, only in whole on the First Call Date and on each distribution payment date occurring thereafter.

Suïça

Alpiq

Hybrid capital

On 24 April 2013, the main Swiss shareholders contributed a hybrid loan in the amount of CHF 367 million. In addition, Alpiq issued a public hybrid bond in the amount of CHF 650 million on the Swiss capital market on 2 May 2013. The total hybrid capital of CHF 1,017 million is of an unlimited duration and qualifies as equity capital under IFRS. However, Alpiq has the right to early repayment of the public hybrid bond, beginning on 15 November 2018, and annually thereafter. The hybrid loan from the main Swiss shareholders can be repaid only after the public hybrid bond has been repaid and is subordinate to it. Under certain circumstances, Alpiq can repay the hybrid loan to the main Swiss shareholders in shares or equivalent hybrid instruments. The hybrid capital pays interest in the form of a 5% coupon until initial repayment on 15 November 2018. On this date and every five years thereafter, the interest rate will be adjusted in line with prevailing market conditions. In 2023 and 2043, the interest rate will be increased by an additional 25 bps and 75 bps respectively.

Interest payments on the hybrid loan from the main Swiss shareholders can, at Alpiq's discretion, be suspended without the need for Alpiq to subsequently pay the suspended interest. The interest on the public hybrid bond can also be suspended. In this case, however, the interest does not lapse for three years.

On 15 May 2013, the hybrid capital was paid up and led to a cash inflow, minus transaction costs, of CHF 1,005 million. The post-tax interest attributable to hybrid capital investors was CHF 32 million as at 31 December 2013, of which CHF 16 million was paid for the public hybrid bond on 15 November 2013. Because of the lack of a legal obligation to pay the accrued interest, no equity capital accrual was booked for the remaining amount. As a result of the equity characteristics of the hybrid capital, the interest payments are booked on the equity side (retained earnings) with no effect on net income.

According to IFRS, interest that is attributable to fiscal 2013 meets the criteria of preference dividends, irrespective of whether the interest was paid or there is a legal obligation for payment, and is deducted from the net result for the calculation of the undiluted earnings per share for Alpiq Holding shareholders.

Aryzta

Other equity reserve

In April 2013, the Group raised CHF 400,000,000 through the issuance of a Perpetual Callable Subordinated Instrument ('Hybrid Instrument'), which has been recognised at a carrying value of €319,442,000 within equity, net of transaction costs of €4,865,000. This Hybrid Instrument offers a coupon of 4% and has no maturity date, with an initial call date by ARYZTA after five years from issuance. In the event that the call option is not exercised after five years, the coupon would be 605 bps plus the 3-month CHF LIBOR.

In October 2010, the Group raised CHF 400,000,000 through the issuance of a separate Hybrid Instrument, which was recognised at a carrying value of €285,004,000 within equity, net of transaction costs of €7,436,000. This Hybrid Instrument offers a coupon of 5% and has no maturity date. Subsequent to year end, the Group announced its intention to repay this Perpetual callable subordinated instrument. This repayment is expected to occur in October 2014, in line with the first call date.

Other equity reserve in EUR '000	2014	2013
At 1 August	604,446	285,004
Issuance of hybrid instrument, net of transaction costs	-	319,442
At 31 July	604,446	604,446

The total coupon recognised for these Hybrid instruments during the year ended 31 July 2014 was €29,548,000 (2013: €19,898,000).

Hero Group

b) Hybrid capital		
in CHF 1000.–	2013	2012
Hybrid Capital Third Party	441 283	490 315
Hybrid Capital Shareholder	120 000	120 000
Tax effect	664	1 000
TOTAL HYBRID CAPITAL AT DECEMBER 31	561 947	611 315

<p>Hybrid Capital Third Party</p> <p>In 2010 Hero issued CHF 100 million Undated Fixed to Floating Rate Subordinated Bonds in addition to the CHF 400 million Undated Fixed to Floating Rate Subordinated Bonds issued in October 2009. Hero repurchased on May 27, 2013 a nominal amount of CHF 34.35 million and on June 12, 2013 a nominal amount of CHF 15.65 million. The bonds bear interest on their principal amount at a fixed rate of 6.5% p.a. from the payment date up to October 28, 2016, and thereafter at a floating interest rate. The terms and conditions of the bonds are such, that in accordance with IAS 32, the bonds qualify for treatment as equity in the financial statements of the Group. Payments of the coupons relating to the bonds are recorded as distribution on hybrid capital third parties.</p>	<p>Hybrid Capital Shareholder</p> <p>In 2012 Hero issued an undated Floating Rate Subordinated Note of CHF 70 million which was purchased by Schwartau International GmbH, Bad Schwartau. The terms and conditions of the note are such, that in accordance with IAS 32, the note qualifies for treatment as equity in the financial statements of the Group. Payments of the interest relating to the note are recorded as distribution on hybrid capital to shareholders. The note bears interest on its principal amount at a floating rate of the one-year CHF Libor plus 5.0% p.a.</p> <p>In 2011 Hero issued an undated Floating Rate Subordinated Note of CHF 50 million which was purchased by Schwartau International GmbH, Bad Schwartau. The terms and conditions of the note are such, that in accordance with IAS 32, the note qualifies for treatment as equity in the financial statements of the Group. Payments of the interest relating to the note are recorded as distribution on hybrid capital to shareholders. The note bears interest on its principal amount at a floating rate of the one-year CHF Libor plus 5.0% p.a.</p>
--	--

Reino Unido

Pennon Group

37. Perpetual capital securities	
	£m
Group and Company	
At 1 April 2011	–
At 31 March 2012	–
Issue of £300m 6.75% perpetual subordinated capital securities	294.8
At 31 March 2013	294.8
<p>On 8 March 2013 the Company issued £300m perpetual capital securities. They have no fixed redemption date but the Company may, at its sole discretion, redeem all, but not part, of these securities at their principal amount on 8 March 2018 or any subsequent periodic return payment date after this.</p> <p>The Company has the option to defer periodic returns on any relevant payment date, as long as a dividend on the Ordinary Shares has not been paid or declared in the previous 12 months. Deferred periodic returns shall be satisfied only on redemption or payment of dividend on Ordinary Shares, all of which only occur at the sole discretion of the Company.</p> <p>Costs directly associated with the issue of £5.2 million are set off against the value of the issuance.</p>	

SSE

28. HYBRID CAPITAL

	2011 £m	2010 £m
GBP 750m 5.453% perpetual subordinated capital securities	744.5	-
EUR 500m 5.025% perpetual subordinated capital securities	416.9	-
	1,161.4	-

On 20 September 2010 the Company issued €500m EUR and £750m Sterling bonds (hybrid capital). They have no fixed redemption date but the Group may, at its sole discretion, redeem all (but not part) of these bonds at their principal amount on 1 October 2015 or 1 October 2020 or any subsequent coupon payment date after this. In addition, under certain circumstances defined in the terms and conditions of the issue, the Group may at its sole discretion redeem all (but not part of) the bonds at their principal amount at any time prior to 1 October 2015.

The Company has the option to defer coupon payments on the bonds on any relevant payment date, as long as a dividend on the Ordinary Shares has not been declared. Deferred coupons shall be satisfied only in the following circumstances, all of which occur at the sole option of the Company:

- redemption; or
- dividend payment on Ordinary Shares.

Interest will accrue on any deferred coupon.

Coupon payments are expected to be made annually in arrears on 1 October in each year from 1 October 2011. Coupon payments are accounted for as dividends and are recognised in equity at the time the payment obligation arises. The purpose of the issue was to strengthen SSE's capital base and to fund the Group's ongoing capital investment and acquisitions.

142 SSE Annual Report 2012

Notes on the financial statements (continued) for the year ended 31 March

28. HYBRID CAPITAL

	2012 £m	2011 £m
GBP 750m 5.453% perpetual subordinated capital securities	744.5	744.5
EUR 500m 5.025% perpetual subordinated capital securities	416.9	416.9
	1,161.4	1,161.4

On 20 September 2010 the Company issued €500m EUR and £750m Sterling bonds (hybrid capital). They have no fixed redemption date but the Group may, at its sole discretion, redeem all, but not part, of these bonds at their principal amount on 1 October 2015 or 1 October 2020 or any subsequent coupon payment date after this. In addition, under certain circumstances defined in the terms and conditions of the issue, the Group may at its sole discretion redeem all (but not part of) the bonds at their principal amount at any time prior to 1 October 2015.

The Company has the option to defer coupon payments on the bonds on any relevant payment date, as long as a dividend on the Ordinary Shares has not been declared. Deferred coupons shall be satisfied only in the following circumstances, all of which occur at the sole option of the Company:

- redemption; or
- dividend payment on Ordinary Shares.

Interest will accrue on any deferred coupon.

Coupon payments of £65.5m were made on 1 October 2011 and are expected to be made annually in arrears on 1 October in subsequent years. The purpose of the issue was to strengthen SSE's capital base and to fund the Group's ongoing capital investment and acquisitions.