

Efeito da Classificação de IF Compostos sobre Julgamento de Analistas**Jorge Vieira**

**Doutor em Ciências Contábeis pela Universidade de São Paulo
Prof. Adjunto 4 do Programa de Mestrado em Ciências Contábeis/UERJ
Departamento de Contabilidade – FAF
Universidade do Estado do Rio de Janeiro
Email: jorgevcosta@terra.com.br**

Andrea Bispo da Silva

**Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro
Email: andreabs.ccon@gmail.com**

Alfredo Sarlo Neto

**Doutor em Ciências Contábeis pela Universidade de São Paulo
Prof. Adjunto 3 do Programa de Mestrado em Ciências Contábeis/UFES
Departamento de Contabilidade – CCJE
Universidade Federal do Espírito Santo
Email: supersarloneto@gmail.com**

Resumo

Este trabalho documenta experimento realizado junto a analistas de valores mobiliários no Brasil (associados APIMEC e ANBIMA), com vistas a avaliar o efeito da classificação contábil de um Instrumento Financeiro Composto sobre o Julgamento por eles exercido, capturado por meio de preços-alvo requeridos para uma companhia utilizada no experimento. Foram pesquisados 14 analistas (12 *sell-side* e 2 *buy-side*), que agrupados em 3 subamostras foram municiados com um conjunto limitado de informações acerca da companhia usada no experimento e estímulos distintos em matéria de informação contábil (modelos IAS 32, SOA e NEA), após o seguinte evento: uma colocação de uma debênture mandatoriamente conversível no mercado, para financiar aquisição de outra companhia no exterior. Os resultados do experimento indicam que independentemente do tratamento contábil que venha a ser dispensado ao IF Composto, os analistas estão propensos a encará-lo conservadoramente como um passivo. Ademais, se a classificação contábil do IF Composto for 100% passivo, e a companhia estiver altamente alavancada, eles tendem a penalizar mais a companhia em matéria de preço de suas ações.

Palavras chave: analistas de mercado de valores mobiliários, instrumento financeiro composto, gerenciamento de estrutura de capital, PT CPC n. 39.

Método de Pesquisa: MET4 – Experimental/Quase-Experimental

Área de Conhecimento: AT3 – Contabilidade Financeira e Finanças

1. Contextualização do Problema

Um dos maiores desafios que hoje os operadores das IFRSs têm de enfrentar, sejam eles preparadores de demonstrações contábeis, auditores independentes ou Órgãos Reguladores, diz respeito à aplicação da IAS n. 32, que espelha no Brasil o PT CPC n. 39, aos instrumentos financeiros ditos compostosⁱ.

Os conceitos apresentados pela norma não são mutuamente excludentes. Há muitos *overrides* na própria norma. Um item que se enquadre no conceito de passivo pode, por uma excepcionalidade da própria norma, ser tratado como item de PL, como é o caso dos *puttable instruments*. Há por outro lado situações em que a liquidação do IF Composto, ainda que se dê em títulos patrimoniais de própria emissão da companhia que os colocou no mercado (ações ordinárias, por exemplo), implica o seu tratamento contábil como item de passivo, em decorrência de a cláusula de conversibilidade contemplar um número variável de açõesⁱⁱ.

Não bastassem todas as dificuldades de classificação, a mensuração desses instrumentos representa também um desafio. A rigor, um instrumento financeiro composto para fins contábeis deve ser bifurcado e seus itens devem ser contabilizados separadamente, conforme seu enquadramento ou no conceito de passivo ou no conceito de patrimônio líquido. A mensuração separada do instrumento se dá via precificação ao valor justo do componente de passivoⁱⁱⁱ e residualmente, por diferença, chega-se ao componente de patrimônio líquido (se tal componente passar no teste de enquadramento).

E na precificação ao valor justo do item de passivo, nos termos da IFRS n. 13, em seu §42, que espelha no Brasil o PT CPC n. 46, o valor justo deve considerar o risco de crédito da entidade (risco de não performance) e eventuais instrumentos de melhoria de crédito presentes (derivativos *credit default swap*, garantias reais, fidejussórias ou de qualquer natureza) utilizados para mitigar dito risco. Entretanto o risco de crédito é uma variável não observada no mercado. Invariavelmente, recai-se na medição ao valor justo no seu 3º nível hierárquico. E como fazê-lo? Preparadores de demonstrações contábeis e profissionais responsáveis pela auditoria das mesmas têm perfil para lidar com isto? Resta recorrer à figura do *comfort letter* do especialista externo?

Enfim, decisivamente é uma tarefa de fogo interpretar e operar a norma. Não por acaso, há uma disparidade em sua aplicação, nas jurisdições que adotam as IFRSs. Sabedor disso, o IASB, no *Discussion Paper* – DP para rever o Arcabouço Conceitual para Reporte Financeiro, na sua seção 5 endereça a questão, sendo propostos dois modelos para debate: o *Narrow Equity Approach* – NEA e o *Strict Obligation Approach* – SOA. Em resumo, mais complexidade a ser incorporada às IFRSs, relegando a um segundo plano a limitação custo de produzir a informação x benefício gerado pela mesma, presente na própria Estrutura Conceitual.

Com esse cenário em mente, foi estruturado um experimento com vistas a averiguar os efeitos da informação contábil produzida pela IAS n. 32 e pelos modelos propostos pelo IASB sobre o julgamento de analistas *sell-side* e *buy-side*^{iv} no Brasil. Objetivamente, buscou-se obter empiricamente uma evidência acerca dos efeitos que o tratamento contábil do IF Composto (classificação, mensuração e reconhecimento) teria sobre os preços-alvo definidos pelos analistas de mercado. O experimento é explicado com maior detalhe na seção 4 - “Aspectos Metodológicos”.

O trabalho está estruturado nos seguintes moldes: a seção 2, que trata de revisão de literatura sobre o tema; a seção 3, que faz uma breve explanação acerca do tratamento contábil previsto na IAS 32, no NEA e no SOA; a seção 4, que trata de procedimentos operacionais adotados

no experimento e demais aspectos metodológicos; a seção 5, que trata da análise dos resultados obtidos com o experimento, e a seção 6, na qual são apresentadas as conclusões do trabalho.

2. Revisão de Literatura

No campo das finanças corporativas, algumas pesquisas têm sido desenvolvidas com foco na investigação das motivações por trás das decisões de financiamento e investimento dos gestores; o porquê de serem utilizados, em algumas situações, capitais de terceiros e em outras capitais próprios; o porquê de se investir em determinados projetos e outros não.

Em trabalho analítico, e utilizando modelagem com base na teoria dos jogos, Myers e Majluf (1984) exploram as possibilidades decisórias com que se deparam os gestores da firma. Sob determinadas circunstâncias, os gestores podem deixar de angariar recursos via emissão de ações e desse modo abandonar oportunidades de investimento que aumentem o valor da firma, caso não disponham de recursos financeiros ociosos (“*financial slack*”).

O modelo está amparado na teoria da firma e na hipótese de mercado eficiente na sua forma semi-forte. Para sua construção são formuladas três proposições: (1) os gestores agem no interesse de todos os acionistas, ignorando qualquer conflito de interesses entre antigos e novos acionistas; (2) os gestores agem no interesse dos antigos acionistas e assumem que eles possuem uma atitude passiva; (3) os gestores agem no interesse dos antigos acionistas, porém assumem que estes promoverão alterações racionais na composição de seus portfólios (“*rationally rebalance*”) à medida que tomem conhecimento das ações que são tomadas pelos gestores.

Em linhas gerais, os autores trabalham com a ideia do sinal que pode ser emitido para o mercado com a distribuição de novas ações. Gestores, de um modo geral, não gostam de ser forçados a angariar recursos via novas emissões de ações, quando a firma está subavaliada pelo mercado. Por outro lado, advogam Myers e Majluf (1984, p. 195), os gestores da firma podem tirar vantagem do mercado quando a firma está superavaliada. Assim, recursos financeiros ociosos (“*financial slack*”) possuem valor, pois evitam que gestores emitam sinais negativos para o mercado (angariação de recursos via emissão de ações) sem que tenham necessariamente que abrir mão de uma boa oportunidade de investimento.

Tendo essa motivação teórica – hipótese da sinalização – estudos de evento documentados na literatura investigaram os efeitos do anúncio da emissão de instrumentos financeiros, em particular os instrumentos financeiros compostos, no preço das ações.

Dan e Mikkelson (1984) ao estudarem o tema, constataram que emissões de títulos de dívida conversíveis no mercado norte-americano, no período de 1970 a 1979, foram associados a retornos anormais negativos estatisticamente significativos após o anúncio.

Eckbo (1986), analisando emissões no mercado norte-americano de títulos de dívida conversíveis e não conversíveis, no período de 1964 a 1981, conclui que títulos de dívida não conversíveis na média produzem retornos anormais nulos, ao passo que títulos de dívida conversíveis estão associados a retornos anormais negativos estatisticamente significativos.

Mikkelson e Partch (1986) conduziram estudo que buscou investigar emissões no mercado norte-americano de ações ordinárias, títulos de dívida, conversíveis e não conversíveis, e ações preferenciais, no período de 1972 a 1982. Detectaram retornos anormais negativos e estatisticamente significativos associados ao anúncio de ações ordinárias e títulos de dívida

convertíveis. E resultados não estatisticamente significativos associados ao anúncio de títulos de dívida não convertíveis e ações preferenciais.

Davidson, Glascock e Schwarz (1995) asseveram que, empiricamente, eventos que incrementam a alavancagem (emissão de títulos de dívida ou recompra de títulos patrimoniais) estão associados a retornos anormais positivos ou neutros, ao passo que eventos que reduzam alavancagem, como a emissão de títulos patrimoniais, estão associados a retornos anormais negativos. Já a emissão de um IF composto é uma anomalia, pois muito embora esteja associado a um evento que incrementa alavancagem, empiricamente está associado a retornos anormais negativos. A emissão de um IF Composto, segundo os autores, emite para o mercado um sinal equivalente ao da emissão de um título patrimonial (*equity-like signal*).

Roon e Veld (1998), utilizando dados de emissão no mercado holandês, observaram que os anúncios de emissão de títulos de dívida convertíveis estão associados a retornos anormais positivos, porém não estatisticamente significativos.

Abhyankar e Dunning (1999), trabalhando com emissões de diferentes valores mobiliários convertíveis de firmas no Reino Unido, no período de 1986 a 1996, constataram que os anúncios estão associados a retornos anormais negativos estatisticamente significativos.

Amman, Fehr e Seiz (2004) ao investigarem os efeitos nos preços, do anúncio de emissões de títulos de dívida convertíveis e títulos de dívida permutáveis nos mercados suíço e alemão, no período de janeiro de 1996 a maio de 2003, concluíram que os mesmos estão associados a retornos anormais negativos estatisticamente significativos.

Stein (1982), ao buscar explicações para a utilização de obrigações convertíveis, advoga que quando a emissão de ações convencionais for pouco atrativa, a colocação de obrigações convertíveis pode oferecer um meio termo entre as consequências negativas associadas com anúncios de emissão de instrumentos patrimoniais e o potencial de dificuldades financeiras associado a uma emissão de dívida.

No estudo descritivo de Swiriega e Morse (1985), foram investigados títulos de dívida convertíveis e como esses instrumentos têm sido contabilizados. Os autores destacam a importância de contadores considerarem as características das debêntures convertíveis para lidar com os conflitos do tratamento contábil desses instrumentos^v.

Hopkins (1996) investigou o efeito da classificação contábil de instrumentos financeiros compostos no julgamento de analistas norte-americanos *buy-side*, por meio de um experimento, obtendo evidências de que os títulos classificados como instrumentos patrimoniais apresentaram um preço alvo mais baixo do que aqueles classificados como passivo. Essa evidência empírica tem uma particular relevância, porque os analistas são considerados “*gatekeepers*”^{vi} da informação (Martinez, 2011) e a reação deles têm influência sobre outros participantes do mercado.

Sob outra plataforma teórica, poderia ser investigada a classificação contábil dos instrumentos financeiros compostos tendo como alicerce a hipótese do nível de endividamento: “*the debt covenant hypothesis*” (Watts and Zimmerman, 1986). Firmas no limite de seus *covenants* contratuais, ou indicadores de liquidez/endividamento utilizados para fins de regulação prudencial, têm incentivos para praticarem um gerenciamento de estrutura de capital.

Quando o gerenciamento ocorre na classificação das contas patrimoniais, então, verifica-se o que é chamado de *balance-sheet management*. Este tipo de gerenciamento de informação contábil tem como objetivo principal “afetar os indicadores de liquidez e endividamento, de

forma a adequá-los a parâmetros pré-estabelecidos, como em contratos de financiamento (*debt covenant*)” (CARDOSO, 2005, p. 20), prejudicando a análise da situação da empresa (PAULO, 2007, p. 64).

Um *balance-sheet management* que envolva apenas as contas de patrimônio líquido e passivo afeta diretamente a estrutura de capital, por isso, pode ser denominado gerenciamento de estrutura de capital, como bem definiu a CVM no Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP/n.º 01/2013, de 08 de fevereiro de 2013.

No caso concreto dos instrumentos financeiros compostos, firmas que estejam altamente alavancadas (alto grau de endividamento), com dívida subordinada sob a avaliação de agências de *rating*, e sem condições de angariar recursos próprios no mercado (emissão de novas ações), quer seja pela conjuntura restritiva do mercado (alto custo), quer seja pelo receio de seus controladores serem diluídos e perderem poder, têm com esses instrumentos a salvaguarda contratual de que necessitam.

3. Tratamento Contábil – IFs Compostos: IAS 32, NEA e SOA

A disciplina normativa dos Instrumentos Financeiros Compostos está contida na IAS n. 32 – *Financial Instruments: Presentation*, que espelha no Brasil o PT CPC n. 39. É bem verdade que interpretar e aplicar apropriadamente a IAS n. 32, aos instrumentos financeiros compostos, é um desafio para os profissionais de contabilidade (preparadores e auditores das demonstrações contábeis). Um exemplo disso diz respeito às situações em que o instrumento financeiro emitido pode vir a ser liquidado com instrumentos patrimoniais de própria emissão da companhia, quando entra em cena a regra de conversibilidade (número variável x *fixed-for-fixed*). Tal situação, na regra atual vigente (IAS n. 32), pode ensejar a classificação do instrumento ou como item de passivo ou de PL, a depender do enquadramento do instrumento financeiro composto como “moeda de pagamento”. A esse respeito ver Apêndices 1 e 2.

O IASB, sabedor desse desafio que representa a IAS n. 32 para os operadores das IFRSs, colocou, no ano de 2013, em audiência pública, um *Discussion Paper* – DP para rever o Arcabouço Conceitual para Reporte Financeiro. Na seção 5 do DP é tratada a questão da distinção entre um item de passivo e um item de patrimônio líquido, sendo propostos dois modelos para debate: o *Narrow Equity Approach* – NEA e o *Strict Obligation Approach* – SOA.

Pelo NEA, deve-se fazer a distinção entre um item de passivo e de PL pela caracterização do item de PL. Tudo o mais que não se enquadrar como um item de PL, por complemento (é um pouco de teoria dos conjuntos), será item de passivo. E pelo NEA só é considerado item de PL a classe mais residual de instrumentos patrimoniais^{vii}. Ou seja, se a companhia tiver valores mobiliários de sua emissão distribuídos em ações ordinárias, preferenciais, opções de ações de própria emissão, entre outros, pelo NEA, só constarão como item do PL as ações ordinárias.

Por outro lado, caso a entidade tenha emitido somente instrumentos que sejam uma obrigação presente para entrega de recursos econômicos no futuro, o que se enquadraria no conceito de passivo (um Contrato de Investimento Coletivo - CIC, por exemplo) e esse valor mobiliário for considerado o instrumento mais residual, assim constará como item de PL.

Já pelo SOA, deve-se fazer a distinção pela caracterização do item do passivo. Tudo o mais que não se enquadrar como um item de passivo, por complemento, será item de PL. E só é considerado item de passivo as obrigações para entrega futura de recursos econômicos^{viii}. Se

há instrumentos financeiros, cuja liquidação preveja a entrega de reivindicações primárias ou secundárias de instrumentos patrimoniais de própria emissão da entidade (o que não é considerado recurso econômico, conforme previsão do DP, § 3.38 “b”), e houver uma probabilidade mais do que provável de isto acontecer (probabilidade remota de a liquidação ocorrer em caixa ou em outro recurso econômico), esses instrumentos, pela SOA, serão tratados como item de PL, independentemente de a cláusula de conversão prever um volume variável ou fixo de títulos patrimoniais de própria emissão. O IASB elegeu como modelo *benchmark*, no seu *Discussion Paper*, o SOA.

4. Aspectos Metodológicos

O desenvolvimento do experimento com Analistas de Mercado no Brasil teve sua motivação no trabalho de Hopkins (1995). A ideia foi replicá-lo, com algumas adaptações metodológicas, para investigar os efeitos da classificação contábil de uma debênture mandatoriamente conversível, um IF composto observado com certa frequência no ambiente brasileiro, sobre o julgamento de analistas em matéria de preços-alvo, considerando os modelos IAS 32, SOA e NOA.

Para dar início ao trabalho, foram realizadas duas reuniões com entidades representativas da categoria, a saber: no dia 14.08.2013, no CCA da APIMEC Nacional, em SP, para cooptar os Analistas *sell-side*, e no dia 12.09.2013, no Comitê de Fundos de Ações da ANBIMA, no RJ com teleconferência com SP, para cooptar os Analistas *buy-side*. Obtido o apoio institucional, o experimento teve início.

Objetivamente, trata-se de um experimento que visa a obter do pesquisado (analista *buy-side* e analista *sell-side*) um preço-alvo de uma empresa fictícia^{ix}, após um evento específico, qual seja, a colocação de uma debênture mandatoriamente conversível em ações com o propósito de financiar a aquisição de uma concorrente no exterior. Para tanto, o pesquisado recebeu um conjunto limitado de informações (Demonstrações Contábeis da companhia, série histórica dos últimos 30 pregões com ações da companhia, prospecto com informações da colocação, dentre outros).

Considerando o que está documentado na literatura, as seguintes questões de pesquisa foram formuladas: Q1. A classificação contábil do IF Composto impacta os preços-alvo? Objetivamente, há diferenças de preços-alvo entre os grupos? Q2. A classificação menos conservadora do IF Composto (PL) implica uma “bad news” e a mais conservadora (passivo) uma “good news”? Q3. Como os IF Compostos são vistos pelos analistas? Passivo ou PL?

Os pesquisados foram reunidos em três grupos distintos, a saber: analistas que foram municiados com informações, conforme modelo da IAS 32; analistas que foram municiados com informações, conforme modelo NEA e analistas que foram municiados com informações, conforme modelo SOA. Teve-se a preocupação de manter em um mesmo grupo os analistas que estivessem ligados ou trabalhassem em uma mesma entidade, para evitar comprometer a qualidade do experimento (cruzamento de informações e ruídos). Os cadastros de Associados da APIMEC e da ANBIMA foram fonte de seleção dos pesquisados.

Para parte das informações distribuídas, que compreendeu as Demonstrações Contábeis, foi realizado um exercício de precificação. A debênture mandatoriamente conversível da empresa utilizada no experimento, no valor total de R\$2,5 bilhões, teve sua mensuração e reconhecimento levados a efeito, conforme modelos da IAS 32, SOA e NOA.

A rigor, um IF composto, para fins contábeis, deve ser bifurcado e seus itens devem ser contabilizados separadamente, conforme seu enquadramento ou no conceito de passivo ou no conceito de patrimônio líquido. A mensuração separada do instrumento se dá via precificação ao valor justo do componente de passivo (desconto a valor presente dos fluxos de caixa projetados, considerando o risco de crédito da entidade^x) e residualmente (o PL, conceitualmente, representa interesse residual sobre os ativos líquidos), por diferença, chega-se ao componente de patrimônio líquido, se tal componente se enquadrar no conceito de PL.

Aplicando a IAS 32, o principal a ser liquidado com a emissão de ações próprias da companhia, em um número variável ou em caixa, seria classificado como passivo. A liquidação em ações nesse caso é considerada uma moeda de pagamento nos termos da IAS 32, pois não se enquadra no critério *fixed-for-fixed*^{xi}. Os juros seriam classificados, também, como passivo. E as opções embutidas, por terem como item subjacente ações de própria emissão seriam classificadas como item de PL.

Adotando a *Strict Obligation Approach* (SOA), e tendo como premissa que seja mais do que provável a liquidação do principal em ações, quer o preço de exercício seja fixo ou variável, consideram-se como passivo os juros e como PL o principal e as opções embutidas.

Já no caso da *Narrow Equity Approach* (NEA), apenas os instrumentos patrimoniais, emitidos pela companhia, da classe mais residual existente seriam classificados como patrimônio líquido. Leia-se: “ações ordinárias”. Os demais instrumentos financeiros seriam classificados como passivo. Portanto, o valor de 2.500.000.000,00 seria lançado, integralmente, no passivo.

Desse modo, as demonstrações contábeis distribuídas aos analistas no experimento tiveram uma coluna de ajuste para contemplar o evento “colocação no mercado de debênture mandatoriamente conversível”, conforme cada grupo pesquisado, e segundo cada modelo de contabilização. O quadro 1 abaixo ilustra os números.

Quadro 1 – Abordagens para classificação contábil do IF composto (em R\$ bilhões)

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

Com todo o conjunto de informações disponibilizado aos 3 grupos pesquisados, Demonstrações Contábeis, série histórica de preços das ações da companhia utilizada no experimento (30 pregões anteriores ao evento), prospecto de colocação, considerando o mercado em que está inserida a companhia, o propósito para o qual a angariação de recursos está sendo feita (aquisição de concorrente no mercado, visando à sua expansão), foram solicitadas informações quantitativas e qualitativas dos pesquisados, por meio de questionário estruturado na plataforma *surveymonkey*® (<https://pt.surveymonkey.com/>).

Foram formuladas 15 perguntas, com o objetivo de coligir, dentre outras informações, (i) o preço-alvo da companhia após o evento; (ii) as bases de julgamento utilizadas para definição

do preço-alvo; (iii) o tipo de recomendação que o analista emitiria (compra, venda ou manutenção); (iv) o efeito esperado após o anúncio do evento no preço das ações (aumento, diminuição ou manutenção); (v) se o analista teria alguma certificação; (vi) o tempo de certificação e experiência profissional; (vii) cômputo de índice de endividamento, dando liberdade para o analista indicar cada rubrica do BP ou no numerador ou no denominador do índice, ainda que implicasse reclassificação de contas, ou mesmo eliminação da rubrica para fins de cálculo; (viii) atribuição de uma nota de 1 a 10 para a debênture mandatoriamente conversível, sendo 1 um título de dívida simples e 10 uma ação ordinária; (ix) efeitos esperados nos preços das ações (aumento, diminuição ou manutenção), à luz do que a literatura documenta, quando se colocam no mercado novas ações ou títulos de dívida.

5. Análise do Experimento

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

A partir do conjunto de informações disponibilizadas aos analistas, foi solicitado que cada pesquisado fornece um preço-alvo para companhia, no quesito 2 do experimento. Salientando que nos 6 últimos pregões a cotação da ação foi \$16,72 (d-1); \$16,67 (d-2); \$16,87 (d-3), \$16,57 (d-4), \$16,97 (d-5) e \$17,07 (d-6). Foram coletados 14 preços-alvo, considerando os três grupos. A tabela 1, abaixo, sintetiza os números.

Tabela 1 – Preços-Alvo para cada grupo

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

Aqui há um aspecto interessante. Todos os grupos de analistas receberam o mesmo conjunto de informações, exceto no que tange ao Balanço Patrimonial, que recebeu diferentes tratamentos, conforme cada grupo (vide quadro 1). E a forma pela qual o IF Composto foi contabilizado impactou o preço-alvo da companhia. Assim:

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

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

Procedendo a testes estatísticos, para investigar a significância dos resultados, chega-se à tabela 2. Foi rodado um teste não paramétrico de Kruskal-Wallis em decorrência do pequeno

nº de observações e pelo fato de os dados não apresentarem distribuição normal. Ele equivale a um teste ANOVA para várias amostras.

Tabela 2 – Resultado Teste Kruskal-Wallis

Grupos	N	Rank (Média)
(IAS 32)	3	10,00
(NEA)	6	5,08
(SOA)	5	8,90
Total	14	
	Chi-Square:	3,674
	Df:	2
	Asymp. Sig:	0,159

Pelo Teste de Kruskal-Wallis, o p-value de 0,159 é superior ao limite de 5% e 10%. Este resultado indica que os grupos possuem distribuições similares, portanto, a diferença observada nas médias coletadas dos grupos não é estatisticamente significativa.

Passando a testes pareados, aplica-se o teste não paramétrico de Mann-Whitney, cujos resultados são apresentados nas tabelas 3, 4 e 5 a seguir.

Tabela 3 – Diferença entre Médias (Preços-Alvo): IAS 32 x NEA

Grupos	N	Rank (Média)	Rank (Soma)
(IAS 32)	3	7,33	22,00
(NEA)	6	3,83	23,00
Total	9		
	Mann-Whitney U:		2,000
	Wilcoxon W:		23,000
	Z:		-1,838
	Asymp. Sig (2-tailed):		0,066
	Exact Sig.[2*(1-tailed Sig.)]:		0,095

Pelos resultados, conforme p-value apresentado de 0,09 há evidência de que a diferença de média entre IAS 32 e NEA é estatisticamente significativa ao nível de 10%.

Tabela 4 – Diferença entre Médias (Preços-Alvo): Grupo IAS 32 x SOA

Grupos	N	Rank (Média)	Rank (Soma)
(IAS 32)	3	4,67	14,00
(SOA)	5	4,40	22,00
Total	8		
	Mann-Whitney U:		7,000
	Wilcoxon W:		22,000
	Z:		-0,149
	Asymp. Sig (2-tailed):		0,881
	Exact Sig.[2*(1-tailed Sig.)]:		1,000

Pelos resultados, conforme p-value apresentado de 1,00 há evidência de que a diferença de média entre IAS 32 e SOA não é estatisticamente significativa.

Tabela 5 – Diferença entre Médias (Preços-Alvo): Grupo NEA x SOA

Grupos	N	Rank (Média)	Rank (Soma)
(NEA)	6	4,75	28,50
(SOA)	5	7,50	37,50
Total	11		
		Mann-Whitney U:	7,500
		Wilcoxon W:	28,500
		Z:	-1,385
		Asymp. Sig (2-tailed):	0,166
		Exact Sig.[2*(1-tailed Sig.)]:	0,177

Pelos resultados, conforme p-value apresentado de 0,177 há evidência de que a diferença de média entre NEA e SOA não é estatisticamente significativa.

Cotejando esses resultados com o quadro 1, conclui-se que analistas penalizaram mais o tratamento contábil mais conservador do IF Composto. Contabilmente, o modelo mais conservador foi o NEA (100% do IF composto no passivo), seguido da IAS 32 (91,75% IF composto no passivo) e seguido do SOA (43,27% do IF composto no passivo).

Esse achado vai contra o que a literatura documenta. O esperado seria $SOA < IAS32 < NEA$. Hopkins (1995) em seu experimento detectou preços-alvo menores para os IF compostos classificados no PL, comparativamente àqueles classificados no Passivo. E os estudos de evento mencionados neste trabalho corroboram a ideia de que títulos patrimoniais, em regra, estão associados a retornos anormais negativos e estatisticamente significativos, ao passo que títulos de dívida estão associados a retornos positivos ou neutros.

Buscando explicações para compreender tal resultado, recorre-se ao quesito 4 do experimento. Nele é requerido do analista que justifique brevemente o que motivou seu julgamento na definição do preço-alvo.

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

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

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

Pelo que se pôde coligir de informação, alavancagem e diluição futura foram *drivers* presentes no julgamento de grande parte dos analistas. E possivelmente, pelo fato de o tratamento contábil do NEA incrementar a alavancagem da companhia (esta já se encontrando no limite de seus *covenants*), foi o mais penalizado em matéria de preço-alvo.

Outra informação interessante, extraída do quesito 12 do experimento, em que o analista tem a liberdade de fazer reclassificações contábeis das rubricas do BP da empresa e elaborar seu índice de endividamento (Passivo/PL), é apresentada na tabela 6 abaixo.

Tabela 6 – Reclassificação de Partes do IF Composto

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

Enfim, independentemente do modelo adotado (NEA, IAS 32 ou SOA) os analistas, em sua grande maioria, tratam as partes da debênture mandatoriamente conversível, quer seja o derivativo embutido, o principal ou os juros, como passivo, classificando-as no numerador do índice de endividamento. No grupo IAS 32, o derivativo que foi classificado originalmente no PL foi reclassificado para o Passivo pelos 2 analistas que compuseram o grupo. No grupo NEA (100% passivo), ocorreu a reclassificação do principal para o PL por 2 analistas. No SOA 04 analistas reclassificaram o derivativo embutido e o principal, originalmente classificados no PL, para o passivo. Houve para esse quesito um *missing value*, o que justifica as 13 observações, de um total de 14 analistas pesquisados.

Mais uma informação relevante é obtida com o quesito 13 do experimento, por meio do qual é requerido do analista, sabedor que o instrumento financeiro composto possui características tanto de passivo quanto de patrimônio líquido, que atribua uma nota para a debênture mandatoriamente conversível, dentro de uma escala de 1 (títulos de dívida não conversíveis) a 10 (ações ordinárias). Houve para esse quesito um *missing value* também. A tabela 7 reúne os resultados.

Tabela 7 – Classificação do IF Composto

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

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

Os demais quesitos do experimento serviram como um instrumento de controle para testar o conhecimento do analista (base conceitual) e sua experiência profissional. Seus resultados foram julgados satisfatórios para validação do experimento.

6. Conclusão

Para a literatura de finanças e contabilidade, os instrumentos financeiros compostos ainda carecem de um estudo mais aprofundado para compreensão dos porquês de sua existência. Como advogam alguns pesquisadores, os instrumentos financeiros compostos representam hoje um quebra-cabeça a ser solucionado em matéria de teoria e hipóteses de teste.

Este artigo procurou preencher parte dessa lacuna do conhecimento, ao investigar o efeito da classificação contábil de um instrumento financeiro composto observado no mercado brasileiro com certa frequência, qual seja uma debênture mandatoriamente conversível, sobre o julgamento exercido por analistas *sell-side* e *buy-side* em matéria de preço-alvo.

Foram pesquisados 14 analistas (12 *sell-side* e 2 *buy-side*), que agrupados em 3 subamostras foram municiados com um conjunto limitado de informações acerca da companhia usada no experimento e estímulos distintos em matéria de informação contábil (modelos IAS 32, SOA e NEA), após o seguinte evento: uma colocação de uma debênture mandatoriamente conversível no mercado para financiar aquisição de outra companhia no exterior.

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

Este trabalho contribui com novas evidências acerca do tema. Considerando os resultados obtidos, as questões de pesquisa originalmente formuladas puderam ser respondidas. Q1. A classificação contábil do IF Composto impacta os preços-alvo? Objetivamente, há diferenças de preços-alvo entre os grupos? Sim, impacta. E há diferenças entre as médias de preços-alvo, porém só houve significância estatística na comparação entre os grupos IAS 32 e NEA. Q2. A classificação menos conservadora do IF Composto (PL) implica uma “bad news” e a mais conservadora (passivo) uma “good news”? A rigor, a classificação contábil do IF Composto 100% como passivo indicou um resultado que se contrapõe ao que a literatura documenta. Pelos *drivers* indicados pelos analistas para exercerem seu julgamento em matéria de preços-alvo, a alta alavancagem da companhia pode ter contribuído para penalizar mais os preços-alvo do grupo NEA, cuja classificação contábil do IF Composto foi 100% passivo. Q3. Como os IF Compostos são vistos pelos analistas? Passivo ou PL? Os resultados do experimento indicam que independentemente do tratamento contábil que venha a ser dispensado ao IF Composto, os analistas, majoritariamente, estão propensos a encará-lo conservadoramente como um passivo.

7. Referencial Bibliográfico

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

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

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

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

AOYAMA, Hiroki. Hybrid Securities: A Comparative Study between the US and Japan. Harvard Law School, April 2007. Disponível em: <<http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/education/llm/2006---2007/sp6.pdf>>. Acesso em: 15 out 2013.

CARDOSO, Ricardo Lopes. **Regulação econômica e escolhas de práticas contábeis: Evidências no mercado de saúde suplementar brasileiro**. 2005. 154 f. Tese (Doutorado) - Curso de Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP/n.º 01/2013, de 08 de fevereiro de 2013**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFCIO_CIRCULAR_CVM_SNC_SEP_N_01_2013.pdf> Acesso em 15 set 2013.

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

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

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

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

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

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

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

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

PAULO, Edilson. **Manipulação das informações contábeis: Uma análise teórica empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. 2007. 260 f. Tese (Doutorado) - Curso de Ciências Contábeis, Departamento de Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

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

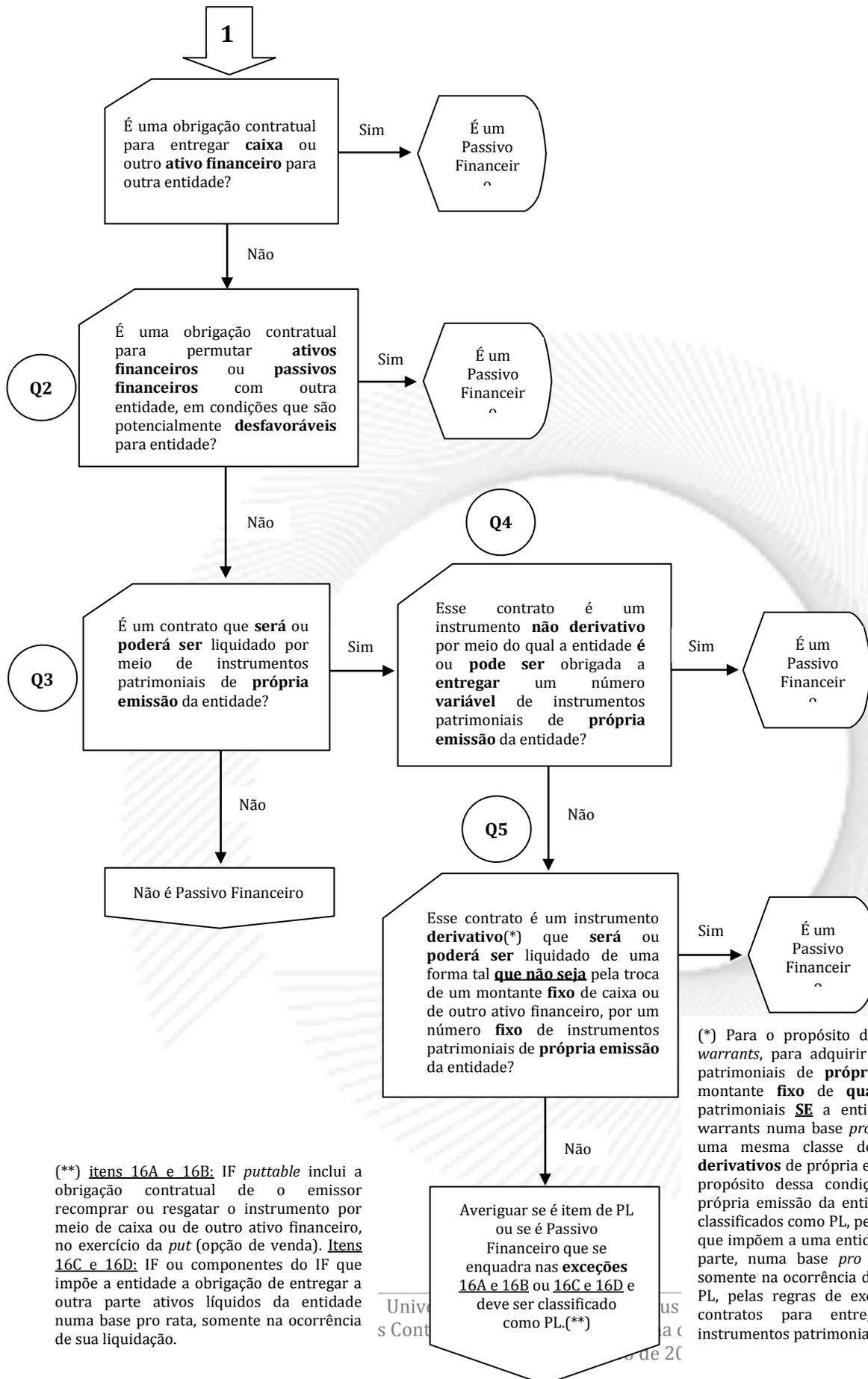
STEIN, Jeremy C. Convertible bonds as "back door" equity financing. NBER Working papers series. Working Paper No. 4028. **National Bureau of Economic Research** (NBER), March 1992.

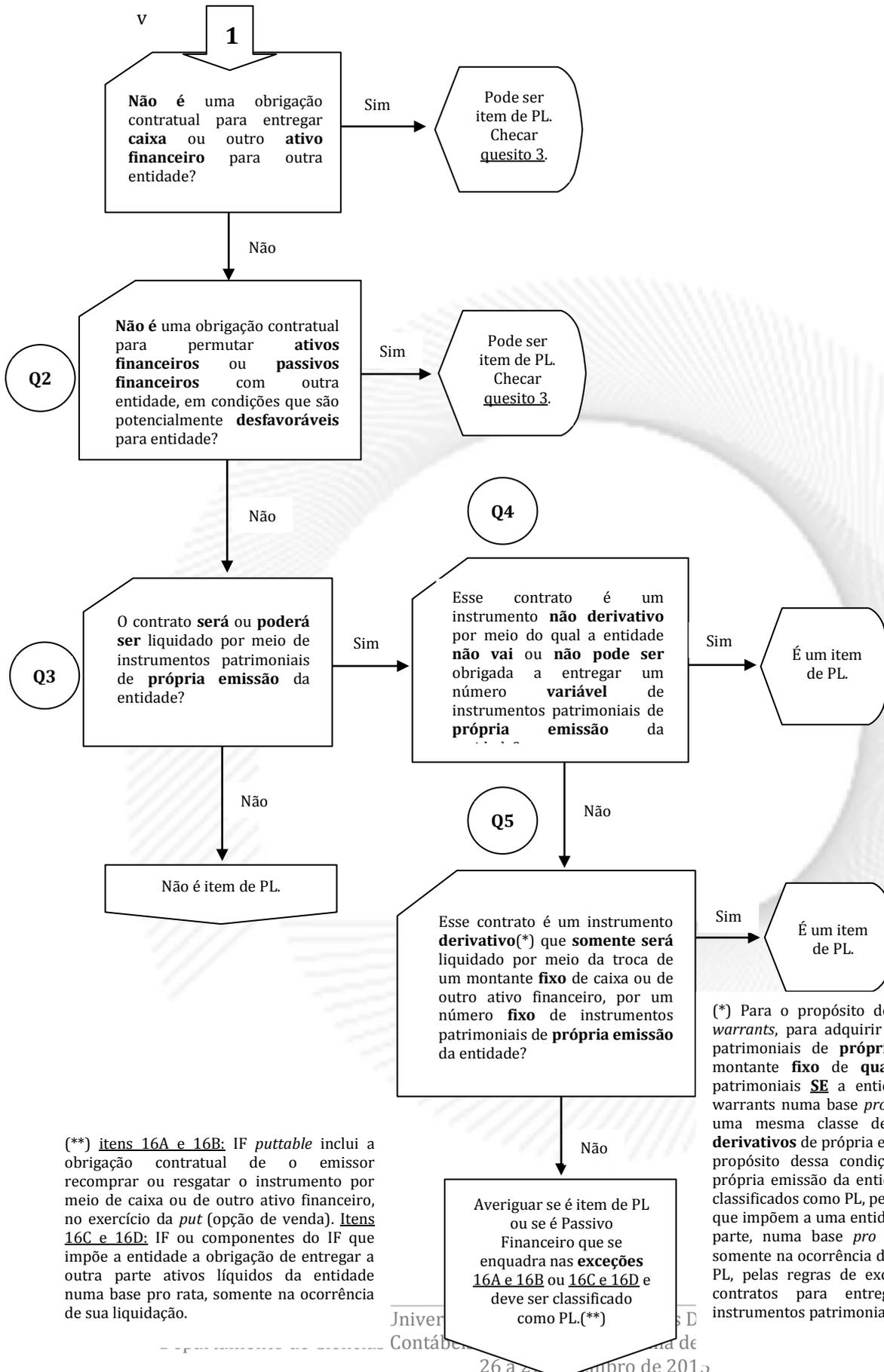
SWIERINGA, Robert J.; MORSE, Dale. Accounting for hybrid convertible debentures. **The Accounting Review**. v. 60, n. 1, p. 127-133, January 1985.

WATTS, Ross L.; Zimmerman, Jerold L. **Positive accounting theory**. New Jersey: Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1986.

Apêndice 1:

FLUXOGRAMA DECISÓRIO PARA CLASSIFICAÇÃO DE UM PASSIVO FINANCEIRO - IAS 32



APÊNDICE 2:**FLUXOGRAMA DECISÓRIO PARA CLASSIFICAÇÃO DE UM ITEM DE PL - IAS 32**

ⁱ Um instrumento financeiro composto é um instrumento financeiro não derivativo que contém elementos de passivo - *liability* - e de patrimônio líquido - *equity*. (IAS 32, §§28-32, AG30-AG35).

ⁱⁱ A IAS n. 32 nesse caso de regra de conversão variável (um *range* de preços de exercícios) enquadra as ações de própria emissão como moeda de pagamento (*currency*), razão pela qual são tratadas como passivo. A esse respeito ver argumento esposado no *Discussion Paper* de 2013/1 do IASB, “a Review of The Conceptual Framework for Financial Reporting” - Julho 2013, Apêndice C, §C10, “IAS 32 Approach”.

ⁱⁱⁱ Nos termos da IAS n. 32, §§28-32, o item de passivo deve ser mensurado ao valor justo no reconhecimento inicial, sendo o item de PL mensurado por diferença – residualmente – do valor justo do IF composto como um todo. Nenhum ganho ou perda surge do reconhecimento inicial em separado dos itens que compõem o IF composto

^{iv} Os analistas *buy-side* fazem avaliações internas para as gestoras, recomendando a compra ou a venda de papéis para as suas carteiras de ações. Já os analistas *sell-side* trabalham em bancos e corretoras e avaliam empresas para recomendar a compra ou a venda de ações para seus clientes. O interesse da instituição, nesse último caso, é gerar negócios, taxas de corretagem e intermediação. Assim, os analistas *sell-side* têm incentivos para serem bastante otimistas em suas previsões.

^v Texto original: “It is time for accountants to consider the characteristics of these hybrid convertible debentures and to deal with the conflicting precedents for their accounting treatment” (SWIRIEGA e MORSE, 1985).

^{vi} Os analistas de mercado são considerados *gatekeepers* da informação disseminada pelas companhias. Eles filtram-nas, exprimem opiniões a seu respeito e, por vezes, emitem recomendações de compra, venda ou manutenção e de preço alvo para a ação da companhia analisada (os *sell-side* em particular). A reação deles pode ser considerada uma *proxy* para reação do mercado.

^{vii} “The narrow equity approach would: (a) classify as equity only existing equity instruments in the most residual existing class of equity instruments issued by the parent.” *Discussion Paper*, § 5.30.

^{viii} “The strict obligation approach would classify as liabilities only obligations to deliver economic resources.” *Discussion Paper*, § 5.34.

^{ix} A rigor, trata-se de uma empresa brasileira que colocou privadamente uma debênture mandatoriamente conversível junto a um investidor qualificado no Brasil, cujo nome optou-se por omitir para não influenciar o experimento.

^x Para se chegar ao risco de crédito da entidade, foi utilizado o modelo de Mellone Jr., Eid Jr. e Rochman (2002), e rodadas algumas regressões por mínimos quadros ordinários – MQOs, tendo como variável dependente o spread e como variáveis explicativas as notas de risco de crédito dadas por agências de rating e os prazos de vencimento de debêntures simples, que compuseram a amostra. Não foram consideradas variáveis *dummies* para controlar as garantias oferecidas (real, quirografária, subordinada) em decorrência de essas variáveis não terem se mostrado estatisticamente significativas nos modelos de Mellone Jr., Eid Jr. e Rochman.

^{xi} O preço de exercício da debênture utilizada no experimento situa-se num intervalo de conversão.