

Interessado: Energisa S.A.

Assunto: Classificação contábil de títulos híbridos.

Diretor Relator: Luciana Dias

Relatório

I. Objeto.

1. Trata-se de recurso interposto por Energisa S.A. ("Energisa" ou "Companhia") contra decisão da Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") que determinou o refazimento e a reapresentação dos ITRs referentes aos trimestres encerrados em 31.03.2011 e 30.06.2011.

II. Síntese dos fatos.

2. Em 20.01.2011, a Companhia divulgou Fato Relevante informando ao mercado que havia concluído a precificação de determinadas *Senior Perpetual Notes with Interest Deferral Option Notes*, no valor total de USD200 milhões, emitidas nos termos do *Offering Memorandum* ("Notas Perpétuas").
3. Em 23.03.2011, a SEP, já no âmbito deste processo administrativo, enviou ofício ao Diretor de Relações com Investidores da Companhia, solicitando esclarecimentos relativos à fundamentação contábil adotada pela Energisa para o reconhecimento das Notas Perpétuas como instrumentos patrimoniais.
4. No que diz respeito aos demais detalhes do caso, adoto o relatório constante dos itens 2 a 33 do RA/CVM/SEP/GEA-5/Nº 69/2011 (fls. 220/242).

III. Análise da SEP.

5. Após as manifestações da Companhia, a SEP apresentou o RA/CVM/SEP/GEA-5/Nº 69/2011 (fls. 220/242).
6. Nos termos da Deliberação CVM nº 604, de 2010, que aprovou o CPC 39, a SEP indica as definições de "passivo financeiro" e "instrumento patrimonial". Passivo financeiro é qualquer obrigação de entregar caixa ou outro ativo financeiro. De outro lado, instrumento patrimonial é todo contrato que evidencie uma participação nos ativos de uma entidade após a dedução de todos os seus passivos.
7. Diante dessas definições, a SEP faz os seguintes comentários iniciais, que afastariam as Notas Perpétuas do conceito de instrumento patrimonial:
 - i. ainda que a Companhia pudesse diferir os juros, eles não poderiam ser evitados e deveriam ser pagos em algum momento, mesmo que no futuro;
 - ii. o pagamento dos juros das Notas Perpétuas seria dedutível para efeitos fiscais, ou seja, seria tratado pela Companhia como despesa para esses fins;
 - iii. não caberia falar em *Covenant*, ainda que não financeiro, relacionado a itens que compõem o patrimônio líquido;
 - iv. a taxa de juros é majorada em caso de *Change of Control Event* ou *Concession Triggering Event*; o não pagamento de dividendos não teria a mesma consequência;
 - v. os juros das Notas Perpétuas seriam reconhecidos independentemente do lucro, de modo que os títulos seriam remunerados mesmo em caso de apuração de prejuízo;
 - vi. não existe variação cambial dos itens do patrimônio líquido; as Notas Perpétuas estariam sujeitas a variação cambial; e
 - vii. como não são subordinadas, as Notas Perpétuas teriam prioridade em relação aos acionistas no recebimento dos respectivos valores em caso de liquidação.
8. A SEP entendeu que a Companhia não tem o direito incondicional de evitar a entrega de caixa ou outro ativo financeiro, com fundamento nos seguintes pontos:
 - i. não seria cabível falar em hipóteses de vencimento antecipado ou condições que levassem ao vencimento antecipado de títulos que compõem o patrimônio líquido;
 - ii. a exigência de a Companhia não distribuir dividendos complementares já caracterizaria uma condição incompatível com itens do patrimônio líquido; e
 - iii. quando ocorrer a distribuição dos dividendos complementares, a Companhia será obrigada a pagar os juros diferidos até então.
9. A SEP também concluiu que não haveria similaridade com o caso Tec Toy, pois, diferentemente das Notas Perpétuas, as debêntures especiais de emissão daquela companhia teriam as seguintes características:
 - i. subordinação em relação aos demais passivos da Companhia;
 - ii. exigível apenas em caso de dissolução ou liquidação;
 - iii. valor de resgate em caso de liquidação calculado com base no patrimônio líquido;

- iv. resgate antecipado apenas a critério da Companhia;
 - v. remuneração anual calculada sobre o lucro; e
 - vi. redução da remuneração em caso de emissão de novas ações.
10. Com fundamento nesses elementos, a SEP concluiu que as Notas Perpétuas deveriam ser contabilizadas à conta do passivo da Companhia.

IV. Manifestação SNC.

11. A Superintendência de Normas Contábeis ("SNC") foi ouvida nos termos da Instrução CVM nº 388, de 2001, e manifestou concordância com o entendimento da SEP com fundamento nos argumentos indicados a seguir (fls. 244/256).
12. De acordo com a SNC, a questão deve ser analisada à luz do CPC 39. O parágrafo 11 de tal pronunciamento esclarece a natureza residual do instrumento patrimonial ao defini-lo como "qualquer contrato que evidencie uma participação nos ativos de uma entidade após a dedução de todos os seus passivos".
13. As Notas Perpétuas não possuiriam essa natureza residual, em razão dos seguintes pontos, destacados a partir da leitura do *Offering Memorandum*:
- i. prazo indeterminado para amortização do principal das Notas Perpétuas;
 - ii. remuneração de 9,5%, cuja liquidação poderá ser diferida por opção da Companhia;
 - iii. se houver pagamento de dividendos acima do mínimo obrigatório, a Companhia estará obrigada a liquidar financeiramente a remuneração já diferida; e
 - iv. a Companhia não poderá alienar ativo com valor superior a 15% do ativo líquido consolidado, o que funcionaria como uma forma de garantia.
14. A SNC destacou ainda que nos termos do *Offering Memorandum*, as Notas Perpétuas asseguram aos seus titulares uma remuneração fixa, independentemente do desempenho. O único risco a que se sujeitariam os investidores seria o risco de crédito.
15. Em qualquer hipótese de diferimento do pagamento dos juros prevista no *Offering Memorandum*, a Companhia seria devedora de principal mais juros, razão pela qual não se poderia falar em um título com interesse residual, nos termos do parágrafo 16A(a) do CPC 39. As Notas Perpétuas seriam, assim, títulos de dívida com taxa predeterminada.
16. Além disso, a SNC salienta que não há previsão de liquidação das Notas Perpétuas por meio de instrumentos patrimoniais da Companhia, o que também impediria a classificação dos títulos como instrumentos patrimoniais, nos termos do parágrafo 16(b) do CPC 39. Essa inobservância já seria suficiente para desqualificar as Notas Perpétuas como instrumentos patrimoniais.
17. Em caso de diferimento dos juros, incidiria uma taxa adicional de 1% sobre o total dos juros não pagos. Mas o diferimento não implicaria evitar o pagamento. Havendo violação de qualquer *covenant* ou a ocorrência de outros gatilhos previstos no *Offering Memorandum*, os juros diferidos tornar-se-iam imediatamente exigíveis e a Companhia deveria pagar a integralidade dos valores diferidos, com a penalidade prevista.^[1]
18. Caso a assembleia delibere, a Companhia não teria qualquer discricionariedade para evitar o pagamento de dividendos acima do mínimo obrigatório, seria um evento futuro não plenamente controlável pela entidade. Assim, a opção de postergar o pagamento dos juros apenas poderia ser usufruída enquanto atendida a condição de não pagamento dos dividendos acima do mínimo obrigatório. A Companhia não teria, portanto, o direito incondicional de evitar a entrega de caixa para liquidar sua obrigação contratual, o que satisfaria a definição de passivo financeiro, nos termos do parágrafo 19 do CPC 39.
19. A SNC destaca ainda a respeito das Notas Perpétuas:
- i. não seriam o mais subordinado dos instrumentos eventualmente pertencentes ao patrimônio líquido;
 - ii. a exposição à variação cambial seria totalmente incompatível com a definição de instrumento patrimonial; e
 - iii. as agências de *rating* classificaram as Notas Perpétuas como títulos de dívida.
20. Diante desses elementos, a SNC manifestou concordância com a SEP no sentido de que as Notas Perpétuas se qualificam como passivo financeiro.

V. Decisão da SEP.

21. Em 07.11.2011, a Energisa foi comunicada sobre a decisão da SEP no sentido de que as Notas Perpétuas deveriam ser contabilizadas no passivo financeiro da Companhia, razão pela qual a SEP determinou o refazimento e a reapresentação dos Formulários ITRs referentes aos trimestres encerrados em 31.03.2011 e 31.06.2011 (fls. 270/275).

VI. Recurso.

22. Em 02.12.2011, a Energisa protocolou recurso contra a decisão da SEP (fls. 298/365). Segundo a Companhia, as Notas Perpétuas seriam instrumentos patrimoniais por possuírem as seguintes características:
- i. prazo indeterminado para amortização do principal;
 - ii. direito incondicional da Companhia de diferir por qualquer tempo o pagamento da remuneração devida aos titulares das Notas Perpétuas;
 - iii. não existem *covenants* que não estejam sob total controle da Companhia; e
 - iv. a Companhia pode contrair dívidas adicionais que poderão preferir às Notas Perpétuas.
23. Os demais argumentos que, no entender da Companhia, justificariam a classificação das Notas Perpétuas como instrumentos

patrimoniais encontram-se sintetizados a seguir.

a. Primazia da essência sobre a forma.

24. A Companhia menciona as definições de passivo e patrimônio e compulsão econômica adotadas pelo IFRIC e IASB e pelo CPC 39, e argumenta que, nos termos do Parecer de Orientação CVM nº 37, de 2011, a essência do instrumento deveria prevalecer sobre a sua forma para fins de contabilização.

b. Remuneração das Notas Perpétuas.

25. A diferença da remuneração paga às Notas Perpétuas (9,5% a.a.), em relação à remuneração paga a um *perpetual bond* não híbrido (200 a 300 *basic points*) seria decorrente do fato de que nas Notas Perpétuas a remuneração poderia ser diferida indefinidamente, a exclusivo critério do emissor. Como os titulares das Notas Perpétuas estariam sujeitos ao risco de diferimento, isso justificaria uma remuneração mais alta para as referidas notas.

c. Diferimento do pagamento de juros remuneratórios.

26. A remuneração devida aos titulares das Notas Perpétuas poderia ser diferida indefinidamente, a qualquer tempo, a exclusivo critério da Companhia. A Companhia estaria obrigada a pagar os juros diferidos se houvesse distribuição de dividendos acima do mínimo obrigatório. Mas, segundo a Companhia, o pagamento de dividendo superior ao obrigatório seria circunstância que estaria totalmente sob seu controle.
27. Prossegue a Companhia que a ocorrência de qualquer um dos seguintes fatores seria limitadora do diferimento e ensejaria o pagamento imediato dos juros remuneratórios: (i) pagamento de remuneração a quaisquer valores mobiliários juniores; (ii) recompra, resgate ou aquisição de valores mobiliários juniores; (iii) pagamento de juros sobre capital próprio superiores ao dividendo mínimo obrigatório; (iv) pagamento de dividendos superiores ao mínimo obrigatório; (v) resgate de qualquer valor mobiliário; (vi) liquidação, dissolução, extinção ou falência. Mas, no entender da Energisa, todos esses eventos também estariam sob seu controle.
28. Assim, "em caso de diferimento do pagamento dos juros remuneratórios (...) a Administração da Companhia deverá, na medida do que for permitido pela lei e pelo estatuto social, e em observância às obrigações fiduciárias de sua Administração, recomendar aos acionistas da Companhia e à sua Assembleia Geral, a não realização de 'Pagamentos Restritos' (dentre os quais figura a distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio superiores aos dividendos mínimos obrigatórios) até que sejam também pagos os juros remuneratórios então diferidos."
29. E, segundo a Companhia, mesmo que fosse atingido o limite máximo da reserva de investimento, ainda assim a assembleia poderia deliberar pela capitalização dessa reserva ao invés de distribuir o lucro líquido a título de dividendos. O diferimento, portanto, poderia ocorrer nas seguintes hipóteses: (i) se a Companhia não tiver dividendos para distribuir; (ii) se a Companhia deliberar pelo não pagamento de dividendos (art. 202, §§3º, 4º e 5º); (iii) se a Companhia reter lucros nos termos do art. 196; e (iv) se a Companhia tiver uma reserva estatutária que preveja a destinação do excedente do dividendo mínimo obrigatório.
30. A Companhia destaca ainda os seguintes pontos:
- teria sempre a faculdade de pagar o dividendo mínimo obrigatório sem, contudo, estar obrigada a pagar a remuneração das Notas Perpétuas;
 - a remuneração das Notas Perpétuas seria devida apenas se houvesse distribuição de dividendo acima do obrigatório;
 - se a Companhia realizasse pagamentos a títulos patrimoniais também estaria obrigada a pagar a remuneração das Notas Perpétuas – que também seriam títulos patrimoniais –, mas essa obrigação não existiria em caso de pagamento de dívidas, por exemplo;
 - se a destinação do lucro fosse mantida conforme disposta no Estatuto Social, a Companhia poderia diferir o pagamento da remuneração das Notas Perpétuas indefinidamente, desde que respeitadas as disposições do *Offering Memorandum*;
 - a Companhia teria um acionista controlador definido, sujeito aos deveres e obrigações definidos na Lei nº 6.404, de 1976.

d. Fatores de risco.

31. O *Offering Memorandum* seria bastante claro ao expor os riscos dos titulares das Notas Perpétuas: (i) a ausência de vencimento determinado e o fato de não serem resgatáveis por seus titulares; (ii) a Companhia poderá contrair dívidas adicionais; (iii) o pagamento dos juros poderá ser diferido; (iv) restrições ao diferimento não podem impedir que a Companhia pague o dividendo mínimo obrigatório; (v) a Companhia pode remunerar títulos juniores que não sejam contabilizados no patrimônio líquido enquanto perdurar o diferimento da remuneração das Notas Perpétuas; (vi) não há hipóteses de inadimplemento cruzado; (vii) o não cumprimento de certas obrigações previstas no *Offering Memorandum* não acarretaria evento de inadimplemento; (viii) as leis falimentares brasileiras podem não ser favoráveis aos titulares de Notas Perpétuas; (ix) as obrigações relativas às Notas Perpétuas serão devidas em reais; (x) subordinação das Notas Perpétuas; (xi) dificuldades de realizar gravames judiciais; (xii) exequibilidade de decisões judiciais estrangeiras; (xiii) alterações na legislação tributária; (xiv) possível ausência de mercado secundário das Notas Perpétuas; (xv) restrições à revenda das Notas Perpétuas; (xvi) Companhia pode resgatar as Notas Perpétuas a seu exclusivo critério; (xvii) necessidade de autorizações governamentais para realização de pagamento as Notas Perpétuas.

e. Direito incondicional da Companhia: vencimento, resgate e recompra.

32. Nesse tópico, a Companhia salienta que:
- teria o direito incondicional de evitar a entrega de caixa ou outro ativo financeiro para realizar o pagamento dos juros remuneratórios das Notas Perpétuas;
 - em nenhum dos documentos da oferta haveria obrigação de saída de caixa ou outro ativo financeiro;
 - não haveria obrigações contratuais de liquidar a operação; e
 - a Companhia teria discricionariedade para optar pelo resgate ou pela recompra em hipóteses específicas. [\[2\]](#)
33. A Companhia sustenta ainda que as hipóteses de vencimento antecipado se restringiriam aos casos de liquidação, reorganização, recuperação judicial ou extrajudicial, e falência, ou ainda caso a Companhia deixasse de cumprir uma obrigação decorrente do exercício

de uma prerrogativa sua, o que estaria sob seu total controle. Adicionalmente, o *Offering Memorandum* preveria um período de cura de 60 dias para que a Companhia sanasse o inadimplemento.

34. De toda forma, a contabilização dos títulos deveria respeitar o primado da continuidade da empresa.

f. Classificação das agências de rating.

35. Os principais fatores que teriam levado as agências de *rating* a classificar as Notas Perpétuas como dívida seriam a elevada alavancagem da Companhia e a inexistência de garantias reais sobre o valor das Notas Perpétuas. No entanto, as agências de *rating* não teriam qualquer obrigação de observar as normas do IFRS relativas à classificação contábil de valores mobiliários, as quais estariam sendo respeitados pela Companhia.

g. Subordinação das Notas Perpétuas aos demais títulos de dívida emitidos pela Companhia.

36. A Companhia argumenta que:

- i) as Notas Perpétuas não teriam qualquer tipo de garantia; mas a existência de garantias seria irrelevante para a classificação das Notas Perpétuas como instrumentos patrimoniais ou de dívida;
- ii) apesar de não subordinadas, as Notas Perpétuas estariam no mesmo patamar dos créditos quirográficos da Companhia;
- iii) em caso de liquidação, os titulares de Notas Perpétuas prefeririam apenas aos acionistas ou titulares de outros valores mobiliários de emissão da Companhia; e essa preferência seria semelhante à preferência de uma ação preferencial em relação à ação ordinária; e
- iv) deve-se, no entanto, atentar para o primado da continuidade.

h. Título patrimonial de crédito eventual.

37. Assim como as ações preferenciais, as Notas Perpétuas não teriam vencimento e confeririam a seus titulares uma remuneração dos valores aplicados. No entanto, diferentemente dos dividendos, os juros remuneratórios das Notas Perpétuas poderiam ser diferidos indefinidamente.

i. Remuneração de instrumento patrimonial e dividendo de ação preferencial.

38. As Notas Perpétuas muito se assemelhariam às ações preferenciais com prioridade no recebimento de dividendos, nos termos do art. 17, §§ 5º e 6º da Lei nº 6.404, de 1976. Assim como as Notas Perpétuas e os juros, essas ações também poderiam acumular dividendos não pagos em determinado exercício, tal como ocorreria com o dividendo fixo cumulativo.

j. Compulsão econômica.

39. A Companhia sustenta que:

- i. uma "compulsão econômica" não seria suficiente para a classificação de determinado instrumento financeiro como passivo;
- ii. apenas uma obrigação contratual – e não a mera intenção – seria apta a determinar o tratamento contábil de determinado título;
- iii. os eventuais aumentos das taxas de juros (1% ou 5% nos termos do *Offering Memorandum*) caracterizariam apenas compulsão econômica e não seriam aptos a determinar a classificação contábil das Notas Perpétuas como títulos de dívida; e
- iv. esse entendimento seria convergente entre as maiores firmas de auditoria independente (*Big four*).

k. Definição e classificação de instrumentos financeiros.

40. Segundo a Companhia, nos termos do CPC 39, a diferença entre passivo financeiro e instrumento patrimonial seria a existência de obrigação contratual do emissor do título de entregar caixa ou outro ativo financeiro ao seu titular. Por essa razão, as Notas Perpétuas seriam instrumentos patrimoniais, uma vez que a Companhia não teria a obrigação contratual de entregar caixa ou outro ativo financeiro ao titular das Notas Perpétuas ou trocar ativos financeiros ou passivos financeiros. Além disso, a Companhia teria a possibilidade de realizar pagamento de dividendo mínimo obrigatório, sem, contudo, estar obrigada a realizar o pagamento de remuneração aos titulares das Notas Perpétuas.

l. Caso Tec Toy.

- 41. De acordo com o recurso da Companhia, assim como as debêntures emitidas pela Tec Toy, as Notas Perpétuas não teriam prazo de vencimento. As Notas Perpétuas obedeceriam assim à primeira premissa estabelecida no caso Tec Toy para sua classificação como instrumento patrimonial.
- 42. Quanto à segunda e à terceira premissas, a Companhia destaca que segundo entendimento do IFRIC, as obrigações do emissor e a subordinação do título existentes em caso de liquidação não deveriam afetar a classificação contábil desse título.
- 43. No que diz respeito à quarta premissa, a Companhia destaca que apesar de a remuneração das debêntures de emissão da Tec Toy depender da existência de lucros, a Tec Toy não teria, como tem a Companhia, o direito incondicional de evitar a entrega de caixa aos debenturistas.

m. Classificação das Notas Perpétuas pelo investidor.

44. O IFRS não exigiria homogeneidade na classificação de instrumentos financeiros entre o emissor e o investidor. Das categorias de ativos financeiros presentes no CPC 38, apenas duas se amoldariam às características das Notas Perpétuas para os investidores, a saber "Ativo financeiro mensurado pelo valor justo por meio do resultado" e "Ativos financeiros disponíveis para venda". E, assim como nas ações de emissão da Companhia, o valor justo das Notas Perpétuas também seria afetado por fatores como a taxa de juros de mercado e expectativas de resultados futuros, o que as aproximaria da classificação de título patrimonial.

n. Entendimento da Companhia sobre a classificação das Notas Perpétuas.

45. Um dos motivos que teriam levado a Companhia a se capitalizar via emissão das Notas Perpétuas seria a possibilidade de contabilizá-

las à conta do patrimônio líquido. No entender da Companhia, e após longas discussões sobre as discussões do IFRS, a classificação das Notas Perpétuas como instrumentos patrimoniais seria o entendimento mais adequado, nos termos do Parecer de Orientação CVM nº 37, de 2011, do CPC 39 e do IFRIC.

o. Variação cambial.

46. Segundo a Companhia, a emissão das Notas Perpétuas teria observado (i) a taxa de câmbio da data do fechamento da operação com a liquidação financeira e a internação dos recursos e (ii) prazo indeterminado de pagamento do principal. Como as Notas Perpétuas teriam sido contabilizadas pelo dólar da data da internação, não caberia falar em variação cambial.
47. Além disso, a Companhia teria a prerrogativa de realizar operações de *hedge* dos juros remuneratórios para se proteger de eventual variação desfavorável da moeda estrangeira. Um instrumento patrimonial não poderia ser incluído em uma relação de *hedge accounting*, mas isso não impediria a Companhia de fazer *hedge* desse instrumento.

VII. Nova Manifestação da SEP.

48. Diante do recurso da Companhia, a SEP apresentou nova manifestação mantendo seu entendimento original e destacando que os seguintes pontos não teriam sido esclarecidos pela Companhia:
 - i. mesmo que a Companhia possa diferir os juros, eles seriam reconhecidos e deveriam ser pagos em determinado momento futuro;
 - ii. em caso de diferimento do pagamento dos juros a respectiva taxa sofreria majoração, o que implicaria um ônus adicional à Companhia; diferentemente, a postergação do pagamento de dividendo não teria a mesma consequência; há casos que resultariam em um aumento significativo da taxa de juros (5% a.a.); e
 - iii. o último evento de *default* previsto no *Offering Memorandum*, por exemplo, seria, na verdade, um conjunto de eventos futuros e incertos; esse exemplo diferiria claramente da exceção prevista no item "b" do § 25 do CPC 39, por não se tratar de hipótese de liquidação da Companhia; esse evento seria, assim, uma condição cuja consequência é o vencimento do título.

VIII. Nova Manifestação da SNC.

49. Novamente instada a se manifestar, a SNC também manteve seu entendimento original no sentido de que as Notas Perpétuas deveriam ser classificadas como passivo financeiro.
50. Em síntese, a SNC concluiu que não caberia discutir conceitos como compulsão econômica, direito incondicional de evitar a entrega de caixa, requisitos para diferimento de pagamento dos juros, obrigação não explícita, diante da existência de disposição contratual no sentido de que a remuneração das Notas Perpétuas baseia-se em uma taxa de juros fixa independentemente do resultado da Companhia.
51. O interesse dos titulares das Notas Perpétuas não seria residual, pois não dependeria do resultado da Companhia, mas seria remunerado com base em uma taxa fixa contratualmente estabelecida, de modo que os títulos não atenderiam a todos os critérios do CPC 39 cumulativamente necessários para classificação como instrumento patrimonial.
52. Os autos subiram para apreciação pelo Colegiado e, em 10.01.2011, fui designada relatora.

É o relatório.

Voto

1. A decisão sobre o recurso apresentado pela Energisa contra posição da SEP relativa à classificação contábil das Notas Perpétuas é bastante difícil.
2. A posição da SEP foi corroborada por manifestações da SNC. A SNC defende que as Notas Perpétuas sejam classificadas no passivo exigível da Energisa pelas razões expostas no MEMO/CVM/SNC/GNC/Nº025/11 e confirmadas pelo MEMO/CVM/SNC/GNC/Nº034/11 ("Memorando da SNC").
3. Tal entendimento foi adotado pela SEP no Ofício/CVM/SEP/GEA-5/Nº247/2011 que determinou a reapresentação dos ITRs de 2011 com as devidas correções em virtude da reclassificação das Notas Perpétuas ("Ofício SEP").
4. As normas contábeis internacionais que lidam com a classificação dos instrumentos financeiros semelhantes às Notas Perpétuas e, em especial, o princípio da primazia da essência econômica sobre a forma jurídica, consagrado pelo item 18 do CPC 39 e explorado em maior detalhe no Parecer de Orientação CVM nº 37, de 2011, certamente têm diversas leituras possíveis e, portanto, diversas respostas defensáveis.
5. Para interpretar os comandos do CPC 39, que trata da contabilização de instrumentos financeiros, é necessário levar em conta: (i) a lógica de retenção de lucros e distribuição de dividendos da Lei nº 6.404, de 1976; e (ii) os precedentes desta casa, uma vez que não é a primeira vez que a CVM tem que se manifestar sobre a classificação contábil de uma nota perpétua.
6. Uma análise como essa é fundamental para que se possa aplicar um conjunto de normas internacionais que, muitas vezes, foram elaboradas com premissas não tão aderentes à realidade brasileira. No Processo Administrativo nº 2010/1058, julgado em 30 de novembro de 2010, o Diretor Marcos Pinto fez uma análise semelhante para responder à consulta formulada pela Tec Toy S.A. sobre a correta classificação das debêntures especiais de sua emissão. Naquele caso, decidiu-se que as debêntures especiais poderiam ser classificadas como instrumentos patrimoniais.
7. Entender a lógica do regime de retenção de lucros e distribuição de dividendos da Lei nº 6.404, de 1976, é importante porque um dos argumentos mais contundentes da Energisa para a defesa de sua tese de que as Notas Perpétuas deveriam ser classificadas como parte do patrimônio líquido é a sua capacidade de diferir o pagamento da remuneração das Notas Perpétuas pelo período que desejar. Segundo a Companhia, essa mesma possibilidade não seria vislumbrada em instrumentos classificados como patrimoniais tais como as ações preferenciais.
8. De acordo com o item 11 do CPC 39, "[i]nstrumento patrimonial é qualquer contrato que evidencie uma participação nos ativos de uma entidade após a dedução de todos os seus passivos."
9. Adicionalmente, o item 16 do CPC 39, dispõe que: "[q]uando um emitente aplicar as definições do item 11 para determinar se um instrumento

financeiro é um instrumento patrimonial em vez de um passivo financeiro, o instrumento será um instrumento patrimonial se, e somente se, estiver de acordo com ambas as condições (a) e (b)^[3] a seguir: "(a) o instrumento não possuir obrigação contratual de: (i) entregar caixa ou outro ativo financeiro à outra entidade; ou (ii) trocar ativos financeiros ou passivos financeiros com outra entidade sob condições potencialmente desfavoráveis ao emissor."

10. Diante dessa definição, o Memorando da SNC, entre outros aspectos, acertadamente destacou que um instrumento, para que possa ser considerado patrimonial, deve (i) representar um interesse residual na companhia (item 11 do CPC 39); e (ii) não implicar obrigação de entrega de caixa (item 16, "a", "i" do CPC 39).^[4]
11. Essas premissas são pacíficas e a Energisa alega adotá-las. A divergência entre a Companhia e as áreas técnicas da CVM surge na interpretação delas.
12. Certos aspectos devem ser destacados:
 - i. as Notas Perpétuas são títulos perpétuos, subordinados aos credores e com prioridade em relação aos acionistas;
 - ii. a remuneração é uma taxa fixa sobre o valor de face;
 - iii. a Companhia tem a discricionariedade de diferir o pagamento dessa remuneração, desde que certos eventos não ocorram; e
 - iv. entre os eventos que podem impedir o diferimento do pagamento dos juros devidos aos detentores das Notas Perpétuas está o pagamento de dividendos acima do mínimo obrigatório.
13. A Energisa defende que esta possibilidade de diferir o pagamento dos juros, por período indeterminado que seria supostamente controlado pela Companhia, faz com que as Notas Perpétuas não impliquem "obrigação contratual de entregar caixa" e, por isso, não sejam um passivo.
14. Eu vejo dois problemas na posição defendida pela Companhia. O primeiro é que ter sob seu controle a possibilidade de diferir o pagamento de uma obrigação contratual não significa que não exista uma obrigação. Ao contrário, o diferimento é só uma alternativa entre pagar agora e pagar mais tarde, via de regra, arcando com algum custo por ter exercido a opção de pagar mais tarde.^[5]
15. Assim, a possibilidade de diferir não altera a existência e nem mesmo a natureza da obrigação, altera somente o momento do pagamento. A obrigação contratual de entregar caixa persiste ainda que o pagamento possa ser adiado.
16. Como tipicamente acontece em contratos de cunho econômico, a consequência de se adiar o adimplemento do pagamento da obrigação é uma pena pecuniária. Quando a Companhia realizar o pagamento de dividendos acima do mínimo obrigatório ou resolver pagar os juros acumulados por quaisquer outros motivos, todos os juros contratuais decorrentes do período de diferimento da remuneração continuam sendo devidos, e tal cumulação ocorre com a presença de uma penalidade de 1%. Parece tratar-se, nitidamente, de uma obrigação contratual, cujo atraso gera uma penalidade.
17. O segundo problema que vejo com a tese defendida pela Companhia é esta crença de que é sua total discricionariedade pagar dividendos acima do obrigatório. Esta não é a lógica do regime de retenção de lucros e pagamento de dividendos da Lei nº 6.404, de 1976.
18. Os arts. 189 a 202 da Lei nº 6.404, de 1976, disciplinam o tratamento dos resultados da companhia, contemplando as destinações, obrigatórias e facultativas, que podem ser dadas aos lucros. Como quanto maior as retenções, menor é a parcela dos lucros distribuída aos acionistas, a Lei foi bastante prescritiva a respeito das deduções (art. 189), participações (art. 190) e retenções possíveis.
19. Evidência desse regime restrito é a exposição de motivos da Lei nº 6.404, de 1976, que de forma muito direta esclarece: "[a] proteção do direito dos acionistas minoritários de participar, através de dividendos, nos lucros da companhia, exige a definição de regime legal sobre formação de reservas, que limite a discricionariedade da maioria nas deliberações sobre a destinação dos lucros."
20. Dessa forma, a criação da maior parte das reservas facultativas não é livre, depende de previsão legal e estatutária.
21. O art. 196 dispõe sobre a possibilidade de retenção de "parcela do lucro líquido" para consecução de um orçamento de capital previamente aprovado pela assembléia. Esta alternativa de retenção independe de previsão estatutária e os recursos são destinados a uma reserva de retenção de lucros específica.
22. Por força do art. 199, da Lei nº 6.404, de 1976, o saldo das reservas de lucros, exceto as para contingências, de incentivos fiscais e de lucros a realizar, não pode ultrapassar o capital social, ainda que tais reservas sejam regularmente criadas. Atingindo esse limite, caberá a assembléia deliberar sobre aplicação do excesso na integralização ou no aumento do capital social ou na distribuição de dividendos.
23. Ou seja, a Lei limita a retenção de lucros para formação de reservas tanto em relação à natureza dessas reservas, como em relação ao seu tamanho. Alcançados esses limites, os lucros terão que ser distribuídos como dividendos.
24. E este regime fica especialmente claro na leitura do art. 202, §6º, da Lei nº 6.404, de 1976^[6]: "[o]s lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos."^[7]
25. Dessa forma, o regime da Lei nº 6.404, de 1976, no curso normal dos negócios de uma companhia, exige que, havendo lucros, tais lucros sejam distribuídos, em algum momento que não está inteiramente sob o controle dos administradores, do acionista controlador, ou mesmo, da assembléia geral.^[8]
26. Assim, ao contrário do que defende a Energisa, o diferimento do pagamento dos juros a que fazem jus os detentores das Notas Perpétuas não está totalmente em seu controle. Há certa flexibilidade em relação a sua destinação, especialmente porque a Energisa tem uma previsão de reserva de investimento limitada a 80% do seu capital social e porque o estatuto social da companhia não é rígido ao estabelecer a porcentagem do resultado que deverá ser destinada para a referida reserva de investimento.^[9]
27. Além disso, discordo da Companhia quando alega que os eventos de inadimplemento (*events of default*) estariam também sob seu controle. Os eventos de inadimplemento geram a possibilidade de detentores de Notas Perpétuas que representem 25% das notas emitidas ou do agente fiduciário (*Trustee*) declararem todo o montante de juros acumulados e o principal devidos imediatamente. ^[10] Os eventos de inadimplemento, portanto, impedem o diferimento do pagamentos da remuneração das Notas Perpétuas.
28. O Prospecto (*Offering Memorandum*) prevê casos de eventos de inadimplemento que estão fora do curso normal dos negócios e podem fugir ao controle da Companhia. Assim, por exemplo, a Companhia poderia ser alvo de um pedido de falência apresentado por terceiros.^[11] Ou ainda, como salientou a SEP, a validade dos termos das Notas Híbridas ou da escritura de emissão (*Indenture*) poderia ser questionada e a eventual

declaração de invalidez configuraria evento de inadimplemento. A Companhia não tem como guiar ou evitar totalmente esses eventos.[\[12\]](#)

29. Esses exemplos são claramente diferentes da exceção prevista no item "b" do item 25 do CPC 39, que permite que uma obrigação de entregar caixa não impeça a classificação de um título como patrimonial, caso tal obrigação só ocorra na hipótese de liquidação da Companhia.[\[13\]](#)
30. Pelo exposto, estou convencida de que as obrigações contratuais de pagamento de juros inerentes às Notas Perpétuas: (i) não deixam de existir, nem mudam de natureza porque podem ser diferidas; e (ii) não podem ser diferidas indefinidamente a exclusivo critério da Companhia.
31. Assim, não acredito que as Notas Perpétuas cumpram com as condições estabelecidas no item 16, "a", "i" do CPC 39.
32. Também não acredito que as Notas Perpétuas representem um interesse residual na Energisa, como passo a explicar.
33. A Companhia argumenta que as Notas Perpétuas representam um interesse residual quando da liquidação da companhia, uma vez que estão subordinadas a todos os passivos. Sua preferência em caso de liquidação é somente em relação aos títulos patrimoniais. Este posicionamento também está em linha com os precedentes da casa.[\[14\]](#)
34. No entanto, este não é o aspecto que me parece mais relevante, uma vez que um dos principais postulados da contabilidade é o da continuidade da empresa.[\[15\]](#) Para análises e registros contábeis, os acontecimentos do curso normal dos negócios da companhia devem prevalecer sobre os fatos que ocorreriam com sua liquidação.
35. As Notas Perpétuas são residuais somente na liquidação da Companhia. No curso normal dos negócios, na sua continuidade, as notas são instrumentos de dívida, que fazem jus a uma remuneração fixa anual de 9,5% sobre seu valor de face, cuja exigibilidade não está condicionada à existência de lucros naquele exercício ou mesmo nos subsequentes.
36. Como mencionado, a remuneração das Notas Perpétuas não guarda semelhança nenhuma com instrumentos residuais. Ela é uma obrigação presente, ao final de cada exercício, independentemente dos resultados da Companhia.
37. A remuneração das Notas Perpétuas também não está subordinada a qualquer outro instrumento que componha o passivo. A única peculiaridade da remuneração das Notas Perpétuas, em relação às cláusulas padrão de instrumentos de dívida, é a possibilidade de se diferir o pagamento por um certo período de tempo, que não está inteiramente sob o controle da Energisa.[\[16\]](#)
38. Assim, adotando o primado básico da continuidade, verifico que no curso normal dos negócios, as Notas Perpétuas não são instrumentos que conferem a seus detentores interesses residuais na Energisa e, portanto, não cumprem com o disposto no item 11 do CPC 39.
39. E esta é diferença fundamental entre o caso da Energisa e o da Tec Toy. Naquele caso, a remuneração dos títulos perpétuos baseava-se exclusivamente em percentual sobre os lucros da companhia. Assim, caso não fosse apurado lucro no exercício, nada era devido aos detentores do título.
40. De outro lado, caso houvesse a apuração de lucros em exercícios futuros, tais lucros serviriam de base para o cálculo da participação dos títulos sem afetar os períodos nos quais não houve pagamento de remuneração. Um passivo era gerado somente quando houvesse lucro e na proporção desse lucro – seguindo a lógica de um instrumento de capital.
41. Por fim, não acredito que é conveniente classificar as Notas Perpétuas como parte do patrimônio das Energisa. A CVM vem fazendo um esforço imenso para melhorar o nível de transparência e a qualidade das informações prestadas pelos emissores de valores mobiliários. Permitir que instrumentos que condicionam a companhia a uma situação de devedor, como são as Notas Perpétuas, integrem o patrimônio de um emissor mascara o seu verdadeiro risco de crédito e dificulta a compreensão dos investidores.[\[17\]](#)
42. Por todo o exposto, voto pelo indeferimento do recurso, mantendo o entendimento da SEP e da SNC sobre a classificação contábil das Notas Perpétuas como instrumentos que integram o passivo exigível do balanço patrimonial da Companhia e ordenando a reapresentação dos ITRs referentes aos trimestres encerrados em 31.03.2011, 30.06.2011 e 30.09.2011 com as devidas correções.

Rio de Janeiro, 24 de janeiro de 2012.

Luciana Dias

Diretora

[\[1\]](#) A esse respeito, a SNC destaca o seguinte trecho do *Offering Memorandum*: "The Issuer must pay any deferred interest upon the occurrence of:

- a declaration or distribution by the Issuer, on any parity or junior securities to the notes, where such parity or junior securities are accounted for as equity under Brazilian GAAP, other than the declaration or distribution by the Issuer of the Minimum Legally Required Dividend;
- the repurchase, redemption or other acquisition by the Issuer, of any parity or junior securities to the notes, where such parity or junior securities are accounted for as equity under Brazilian GAAP;
- the election of the Issuer to pay interest on any interest payment date;
- the payment of any dividend in excess of the Minimum Legally Required Dividend;
- any redemption date; or
- the winding-up, dissolution, liquidation or bankruptcy of the Issuer."

[\[2\]](#) De acordo com o recurso, são elas: Resgate Opcional em ou após 27 de janeiro de 2016 (*Optional redemption on or after January 27, 2016*); Resgate Opcional em caso de Evento Desencadeador Contábil (*Optional redemption upon Accounting Triggering Event*); Resgate Opcional em caso de Evento Desencadeador de Dedução Fiscal (*Optional redemption upon Tax Deduction Triggering Event*); Resgate Opcional por Questões Tributárias (*Optional redemption for taxation reasons*); Recompra das Notas por Opção da Emissora por ocasião de um Evento Desencadeador de Concessão (*Repurchase of the Notes at the Option of the Issuer upon a Concession Triggering Event*); e Recompra das Notas por Opção da Emissora por ocasião de um Evento de Mudança de Controle (*Repurchase of the Notes at the Option of the Issuer upon a Change of Control Event*).

[3] O item "b" não foi transcrito porque, conforme discutido no voto do Diretor Marcos Pinto no Processo Administrativo nº 2010/1058, tal comando só é aplicável a instrumentos derivativos em que a liquidação se dá por meio da entrega de outros instrumentos patrimoniais ou conversão em ações. As Notas Perpétuas são liquidadas por meio da entrega de caixa.

[4] Nos termos do CPC 39 Há ainda outras 2 hipóteses de um instrumento financeiro ser considerado patrimonial: "Uma obrigação contratual, incluindo aquela advinda de instrumento financeiro derivativo, que resultará ou poderá resultar em entrega ou recebimento futuro dos instrumentos patrimoniais do próprio emitente, mas não satisfazem às condições (a) e (b) acima, não é um instrumento patrimonial. Como exceção, um instrumento que satisfaça a definição de passivo financeiro é classificado como instrumento patrimonial se tiver todas as características e reunir as condições dos itens 16A e 16B ou itens 16C e 16D." No entanto, tais hipóteses não são aplicáveis ao caso sob análise porque tratam de instrumentos financeiros com opção de recomprar ou resgatar aquele instrumento por caixa ou outro ativo financeiro no exercício de uma opção de venda, desde que cumpra certos requisitos, e instrumentos financeiros que incluam uma obrigação contratual para a entidade emissora de entregar à outra entidade uma parte da divisão *pro rata* referente a ativos líquidos somente na liquidação.

[5] Em meio à vasta doutrina a respeito das obrigações de adimplemento futuro (termo ou condição), execução diferida e trato sucessivo, não há controvérsia quanto ao fato de que o diferimento do cumprimento da obrigação não atua sobre a existência ou mesmo sobre a validade da obrigação. Cf., por exemplo, Pereira, Caio Mário da Silva, *Instituições de Direito Civil*, V. II, 22ª Ed., Rio de Janeiro, Forense, 2009, pp. 116 e ss. e 189 e ss. e Gomes, Orlando, *Obrigações*, 16ª Ed., Rio de Janeiro, Forense, 2004, pp. 118 e ss..

[6] Referido comando foi introduzido pela Lei nº 10.303, de 2001, para esclarecer um entendimento antigo da CVM de que não podiam ser criadas reservas de lucro não previstas em lei. Até a reforma de 2001, no entanto, era bastante comum que as companhias criassem uma conta de reserva denominada "lucros acumulados" para o qual destinavam todo o lucro que não fosse distribuído como dividendo obrigatório e não coubesse nas reservas legais e estatutárias. A respeito, cf. Carvalhosa, Modesto, Eizirik, Nelson, *A Nova Lei das S.A.*, São Paulo, Saraiva, 2002, pp. 363/364.

[7] O §3º do art. 202 da Lei nº 6.404, de 1976, permite que a assembléia de certas companhias (companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações e companhias fechadas, exceto nas controladas por companhias abertas) deliberem a retenção de todo o lucro líquido, desde que não haja oposição de qualquer dos acionistas presentes. Embora a Energisa não possa gozar da faculdade prevista no §3º do art. 202 da Lei nº 6.404, de 1976, é importante notar o quanto esta possibilidade de retenção total dos lucros é um regime de exceção. A Lei, raríssimas vezes, falou em decisões tomadas por unanimidade. Ao contrário, proibiu que companhias abertas aumentassem o quorum de deliberações em assembléias gerais (art. 129 da Lei nº 6.404, de 1976). O fato de o mesmo documento impedir quorum qualificado para deliberações como regra geral, e impor a unanimidade para autorizar um determinado ato evidencia o quanto esse regime é de exceção.

[8] Para maiores detalhes sobre a lógica de distribuição e de retenção regular dos lucros presente na Lei nº 6.404, de 1976, cf. Robert, Bruno, *Dividendo Mínimo Obrigatório nas S.A., Apuração, Declaração e Pagamento*, São Paulo, Quartier Latin, 2011, pp. 139/151.

[9] Cf. "Art. 34. Após as destinações mencionadas nos artigos anteriores, o saldo do lucro líquido será levado à conta de uma reserva, limitada a 80% (oitenta por cento) do capital, para renovação e ampliação de instalações e para investimentos, com a finalidade de assegurar o desenvolvimento das atividades sociais, ou terá outra destinação que, pela Assembleia Geral, lhe for dada."

[10] Cf. *Offering Memorandum*: "If an Event of Default, other than a bankruptcy default with respect to the Issuer or any of its Significant Subsidiaries, occurs and is continuing under the Indenture, the Trustee or the holders of at least 25% in aggregate principal amount of the notes then outstanding, by written notice to the Issuer (and to the Trustee if the notice is given by the holders), may, and the Trustee at the request of such holders shall, declare the unpaid principal of and accrued interest on the notes to be immediately due and payable. Upon a declaration of acceleration, such principal and interest will become immediately due and payable."

[11] Cf. *Offering Memorandum*: "Each of the following will constitute an event of default ("Event of Default") under the notes: (...) an involuntary case or other proceeding is commenced against the Issuer or any Significant Subsidiary with respect to it or its debts under any bankruptcy, insolvency or other similar law now or hereafter in effect seeking the appointment of a trustee, receiver, judicial administrator (administrador judicial), liquidator, custodian or other similar official of it or any substantial part of its property (...). Embora a implementação desse evento de inadimplemento esteja sujeita a um período de cura de 60 dias, não se pode dizer que, em circunstâncias excepcionais como as crises de insolvência que afetam as empresas, a Companhia teria total controle sobre a sua ocorrência.

[12] Cf. *Offering Memorandum*: "Each of the following will constitute an event of default ("Event of Default") under the notes: (...) any of the notes or Indenture ceases to be, or is claimed by the Issuer not to be, in full force and effect."

[13] 13 - Ver CPC 39, item 25, "(b)": "(...) Portanto, é um passivo financeiro do emitente, salvo se: (...) puder exigir do emitente que liquide a obrigação em caixa ou outro ativo financeiro (ou, de outro modo, liquidar de tal forma que seria um passivo financeiro) somente no caso de evento de liquidação do emitente; ou (...)" (grifos nossos)

[14] Vale citar voto do Diretor Marcos Pinto no caso Tec Toy S.A.: "[c]omo vimos, a definição de instrumento patrimonial exige apenas que esses instrumentos tenham prioridade sobre os passivos. Essa definição não impede, por si só, que alguns instrumentos patrimoniais tenham prioridade em relação a outros, como pode acontecer entre as ações preferenciais e as ordinárias ou mesmo entre diferentes classes de ações preferenciais."

[15] Estrutura Conceitual, aprovada pela Deliberação CVM nº 675, de 2011: "4.1 As demonstrações contábeis normalmente são elaboradas tendo como premissa que a entidade está em atividade (*going concern assumption*) e irá manter-se em operação por um futuro previsível. Desse modo, parte-se do pressuposto de que a entidade não tem a intenção, nem tampouco a necessidade, de entrar em processo de liquidação ou de reduzir materialmente a escala de suas operações. Por outro lado, se essa intenção ou necessidade existir, as demonstrações contábeis podem ter que ser elaboradas em bases diferentes e, nesse caso, a base de elaboração utilizada deve ser divulgada."

[16] A esse respeito, vale destacar que o relatório da Moody's, de 15 de setembro de 2011, era expresso ao indicar que a Energisa historicamente paga aos acionistas dividendos acima do mínimo obrigatório: "*the company historically has paid dividends well above the 25% payout ratio*". No mesmo sentido, pode-se verificar afirmação do diretor financeiro e de relações com investidores da Energisa, Maurício Perez Botelho, de que a Companhia tem como prática distribuir 50% dos lucros, disponível em <http://www.valor.com.br/empresas/1007324/parece-mas-nao-e>.

[17] Foi justamente esse risco que o Parecer de Orientação CVM nº 37, de 2011, procurou afastar dos investidores ao dispor que "Assim, as regras contábeis [leia-se, IFRS] não devem servir de 'escudo' que impeça a representação verdadeira e apropriada das transações econômicas" e que "Constata-se que, nos itens citados, o normatizador contábil reconhece expressamente que as normas contábeis devem ser subordinadas aos princípios da representação verdadeira e apropriada (*true and fair view*) e da primazia da essência sobre a forma. Ou seja, não apenas os efeitos econômicos devem prevalecer sobre a forma, independentemente do tratamento jurídico, como é imperioso, no novo ordenamento contábil, que a representação da realidade econômica seja verdadeira e apropriada. Tão imperioso que, mesmo no caso de conflito com as normas emitidas, a preponderância deve ser da representação adequada. Estes são os pilares centrais desse novo ordenamento."

