

U. PORTO



Loações

Impactos da alteração da norma internacional

Por

Luís Paulo Moreira Cunha

Dissertação

Mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão

Orientador

Professor Doutor Rui Couto Viana



Setembro 2015

Nota Bibliográfica

Luís Cunha, nascido em 28 de maio de 1989, é natural de Ermesinde, concelho de Valongo. Ingressou na Faculdade de Economia do Porto no ano de 2007, instituição na qual obteve o grau de licenciado em Economia em 2010.

Logo após se tornar economista, iniciou a sua vida profissional na área de auditoria financeira, na Crowe Horwath, empresa na qual permanecia quando iniciou o mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão, na faculdade na qual se havia licenciado, já no ano de 2012.

Após a sua passagem no ramo da auditoria, adquiriu experiência como *controller* de gestão, nos setores da cordoaria e da construção de parques fotovoltaicos, atualmente encontra-se a trabalhar como analista de investimentos na Sonae Sierra.

Agradecimentos

Ao Professor Doutor Rui Couto Viana, pela disponibilidade, orientação, incentivo e otimismo.

À Faculdade de Economia da Universidade do Porto, pela excelência e rigor.

Aos meus colegas de mestrado, pelas longas noites e amizade.

Aos meus colegas de licenciatura, Fernando e Hugo, pelo companheirismo, irmandade e entreaajuda.

Aos meus amigos, pelo apoio e motivação.

Aos meus Pais, Luís e Esmeralda, por todo o apoio incondicional e exemplo de vida.

À Carolina, pelo incentivo, motivação e carinho.

Resumo

A ambiguidade e manipulação associadas às normas das locações atualmente em vigor têm sido um dos principais temas de discussão, a nível internacional, entre os preparadores, utilizadores e normalizadores da informação financeira.

O IASB e o FASB uniram esforços com o propósito de desenvolver uma norma conjunta que colmate a lacuna atual, emitindo assim, a *Exposure Draft* 2013, sendo esta o objeto de análise do presente estudo.

A presente dissertação procurou estudar qual o impacto, ao nível dos principais indicadores de performance e *covenants* financeiras, decorrente da proposta de alteração da norma internacional das locações para as empresas inseridas na Zona Euro. A análise do estudo empírico recaiu sobre as empresas não financeiras do índice bolsista EURO STOXX 50, analisando um total de 37 empresas. Os impactos foram medidos ao nível de 4 *covenants* financeiras e 4 indicadores de performance, num cenário em que o Modelo do direito de utilização se encontraria em vigor para os anos de 2012 e 2013.

Os resultados obtidos permitiram concluir que a norma proposta irá influenciar o valor mediano das 8 variáveis em estudo. No que respeita às *covenants*, os resultados indicam que 3 das 4 variáveis irão ser negativamente afetadas, o que se poderá traduzir numa transferência de valor do acionista para o obrigacionista. Por outro lado, em 3 dos 4 indicadores de performance a implementação do Modelo do direito de utilização penalizará a perceção de eficiência das empresas, permitindo a distinção entre empresas que recorrem a diferentes fontes de financiamento sem a necessidade de efetuar ajustamentos às demonstrações financeiras, o que não é possível com as normas atualmente em vigor.

Palavras-chave: Locações; Contabilidade; Modelo do direito de utilização; Normas em desenvolvimento; IFRS.

Abstract

The ambiguity and manipulation associated to the current leases' standards have been one of the main topics of discussion at the international level, among preparers, users and standardisers of financial information.

IASB and FASB joined efforts in order to develop a new standard that minimizes the identified problems of the current standards. One of the most recent results of this joint project was the Exposure Draft Leases 2013, a proposal for a future standard for lease contracts, being this document the main object of analysis of the present work.

This study aims to analyse the effect that the Exposure Draft 2013 would have on some performance indicators and financial covenants regularly associated with loan agreements on the European entities. The sample of the study is composed by the non-financial entities of the EURO STOXX 50 Index, with a total of 37 entities under analysis. Impacts were estimated on 4 performance indicators and 4 financial covenants, under the assumption that Exposure Draft 2013 would be already implemented during 2012 and 2013.

The main results allowed to conclude that Exposure Draft 2013 will influence the median value of all variables under analysis. Concerning the effects on financial covenants, results indicate that the proposed standard will negatively influence 3 of the 4 variables, which may lead to a value transfer from the shareholder to the lender. On the other hand, for 3 of the 4 performance indicators, the right-for-use model will penalize the efficiency perception of the companies, allowing the distinction between entities using different sources of funding, without the need of amendments to the financial statements, which is not possible under the current standards.

Keywords: Leases; Accounting; Right-of-use model; Standards development; IFRS.

Índice

1.	Introdução.....	1
2.	História da contabilização das locações	4
3.	Modelo do direito de utilização.....	12
4.	Revisão da literatura.....	21
4.1.	Estudos relacionados com o financiamento dos ativos com dívida não contabilizada no balanço das empresas	21
4.2.	Estudos relacionados com a recorrência ao financiamento através de locações operacionais	23
4.3.	Estudos com base na alteração de normas contabilísticas.....	25
4.4.	Indicadores de performance e <i>covenants</i> financeiras	29
5.	Desenho da investigação	35
5.1.	Amostra e recolha de informação.....	35
5.2.	Modelo de investigação	38
5.2.1.	Definição das variáveis	38
5.2.2.	Análise dos dados	41
5.3.	Estatística descritiva	42
5.4.	Análise e discussão dos resultados	44
5.4.1.	<i>Wilcoxon signed-rank test</i>	45
5.4.2.	Resultados	47
6.	Conclusões, limitações e sugestões	60
6.1.	Objetivos e resultados obtidos.....	60
6.2.	Limitações do estudo	62
6.3.	Contributos e sugestões de pesquisa futura	63
	Bibliografia	64
	Anexos	68

Índice de tabelas

Tabela 1 - Exemplo mensuração inicial e subsequente	18
Tabela 2 - Resumo do modelo do direito de utilização	20
Tabela 3 - Principais <i>Covenants</i>	32
Tabela 4 - Rácios presentes no trabalho de Moreira (1997)	34
Tabela 5 - Composição do EURO STOXX 50 por setor a abril de 2014	36
Tabela 6 - Amostra final	37
Tabela 7 - Rácios económico-financeiros em estudo	39
Tabela 8 - <i>Covenants</i> em estudo	40
Tabela 9 - Dados estatísticos da amostra em estudo para o ano 2012	42
Tabela 10 - Dados estatísticos da amostra em estudo para o ano 2013	43
Tabela 11 - <i>Wilcoxon signed-rank test</i> - 2012	45
Tabela 12 - <i>Wilcoxon signed-rank-test</i> - 2013	46
Tabela 13 - Impacto estimado no ativo das empresas por setor - 2012	47
Tabela 14 - Impacto estimado no ativo das empresas por setor - 2013	49
Tabela 15 - Impacto estimado na mediana das variáveis em estudo - 2012 e 2013 ..	51
Tabela 16 - <i>Interest coverage ratio</i> principais impactos individuais.....	54
Tabela 17 - <i>Leverage ratio</i> principais impactos individuais.....	55
Tabela 18 - <i>Debt-to-EBITDA</i> principais impactos individuais.....	56
Tabela 19 - <i>Current ratio</i> principais impactos individuais.....	57
Tabela 20 - Autonomia financeira principais impactos individuais	57
Tabela 21 - Rendabilidade operacional das vendas principais impactos individuais	58
Tabela 22 - Rotação do ativo principais impactos individuais	59
Tabela 23 - Correlação de Pearson - ano 2012	69
Tabela 24 - Correlação de Pearson - ano 2013	70

Índice de ilustrações

Ilustração 1 – Mensuração inicial	14
Ilustração 2 - Exemplo de uma locação de 5 anos	16
Ilustração 3 - Frequência da inclusão de <i>Covenants</i>	31

Lista de abreviaturas utilizadas

AF – Autonomia financeira

AICPA – *Accounting Procedure of the American Institute of Accountants*

APB – *Accounting Principles Board*

ARB – *Accounting Research Bulletins*

ARS – *Accounting Research Study*

ASR – *Accounting Series Release 132*

CICA – *Canadian Institute of Chartered Accountants*

EBIT – *Earnings before interest and taxes*

EBITDA – *Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*

ED – *Exposure draft*

FAS – *Financial Accounting Standard*

FASB – *Financial Accounting Standards Board*

IAS – *International Accounting Standard*

IASB – *International Accounting Standards Board*

ICR – *Interest coverage ratio*

IFRS – *International Financial Reporting Standards*

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

QREN – Quadro de Referência Estratégica Nacional

R&C – Relatório e contas

REF – Regra do equilíbrio financeiro mínimo

ROA – *Return-on-assets*

ROE – *Return-on-equity*

ROV – Rentabilidade operacional das vendas

SFAS – *Statements of Financial Accounting Standards*

1. Introdução

Com o decorrer dos tempos as formas de financiar os ativos das empresas têm vindo a sofrer significativas alterações, as crises financeiras e as evoluções do mercado de capitais e mercado financeiro são os principais determinantes destas alterações.

As entidades normalizadoras têm vindo a acompanhar as alterações verificadas nos mercados e atualizando as normas contabilísticas, com o objetivo de aproximar as demonstrações financeiras às atuais necessidades dos utilizadores da informação. Simultaneamente a este fenómeno tem-se assistido a um esforço de aproximar as normas emitidas pelos diferentes organismos, com o IASB (*International Accounting Standards Board*) e o FASB (*Financial Accounting Standards Board*) a serem os protagonistas destas alterações. O principal objetivo destas entidades é aumentar a comparabilidade entre empresas que aplicam diferentes normativos, esta convergência é conhecida como o processo de harmonização contabilística.

Este trabalho tem como objetivo principal estudar qual o impacto ao nível dos principais indicadores de performance e *covenants*¹ financeiras, de uma das mais recentes propostas de alteração às normas internacionais de contabilidade, desenvolvida em conjunto pelo IASB e pelo FASB – a alteração da norma internacional das locações.

Desde 2006 que estes dois organismos têm vindo a cooperar para desenvolverem uma nova forma de contabilização das locações. O principal objetivo do novo modelo apresentado, segundo o *Snapshop: Leases* (2013) emitido pelo IFRS (*International Financial Reporting Standards*), é melhorar a qualidade e a transparência das demonstrações financeiras, melhorando a transparência ao nível do endividamento, dos ativos utilizados na atividade operacional das empresas e dos riscos inerentes aos contratos de locação.

A proposta apresentada pelos normalizadores prevê o reconhecimento de ativos e passivos pelos direitos e obrigações decorrentes dos contratos de locação, surgindo

¹ Tradução própria: “restrições contratuais”

assim, na *Exposure Draft Leases* 2013 (ED 2013), o Modelo do direito de utilização. Este modelo vem substituir o atual modelo em vigor que apenas requer o reconhecimento no balanço das locações em que a compra é economicamente similar à locação, as designadas locações financeiras. Por outro lado, as locações que não são classificadas como financeiras, as locações operacionais, são contabilizadas na demonstração de resultados no momento da sua utilização, e divulgadas em anexo. Deste modo, as locações operacionais não são incorporadas no ativo e passivo das empresas, permitindo que estas financiem os seus ativos com dívida não considerada na sua estrutura patrimonial.

Por sua vez, o Modelo do direito de utilização introduz diferenças significativas ao nível da mensuração subsequente, dividindo as locações em dois tipos, um primeiro direcionado para equipamentos, Tipo A, e o segundo para propriedades, Tipo B. A classificação como Tipo A ou B irá afetar a forma como os gastos são imputados nos resultados do ano, ao nível das rubricas em que serão classificadas e os períodos em que serão reconhecidos.

Deste modo, é de esperar que, o reconhecimento e mensuração das locações operacionais no balanço das empresas altere significativamente rubricas como, o ativo não-corrente, passivo, EBITDA (*Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*), entre outros. Sendo também esperado que a mensuração subsequente influencie rácios como a autonomia financeira, rotação do ativo e rendibilidade operacional das vendas.

Para os credores, as demonstrações financeiras representam uma fonte de informação fulcral na sua relação com as empresas. Este grupo de *stakeholders* incorpora, frequentemente, restrições contratuais nos contratos de financiamento, que se encontram diretamente relacionadas com as informações apresentadas nas demonstrações financeiras.

Estas restrições, também denominadas de *covenants*, impõe, por vezes, limites ao endividamento, impondo níveis mínimos de performance, ou limitações à distribuição de dividendos. Por sua vez, a violação de uma *covenant* poderá levar à resolução do contrato de financiamento, ou à penalização dos custos de financiamento. No caso

particular da *Exposure Draft* 2013, esta violação poderá ser causada pela incorporação no balanço das empresas de transações que tipicamente não se encontravam classificadas como tal.

Tendo em conta as alterações propostas, o presente trabalho estudará estes impactos no ativo das empresas, nos principais indicadores de performance utilizados pelos utilizadores e nas principais *covenants* financeiras. Este trabalho terá como amostra em estudo as empresas não-financeiras cotadas no EURO STOXX 50, para os anos de 2012 e 2013.

O presente trabalho apresenta inicialmente uma análise histórica da evolução da normalização das locações desde que a problemática foi introduzida na contabilidade. Posteriormente é apresentada uma descrição do Modelo do direito de utilização de forma a permitir uma perceção mais clara das alterações propostas na ED 2013. De seguida apresenta-se uma análise da literatura atualmente disponível, no que diz respeito à contabilização de dívida fora dos balanços, locações operacionais e estudos associados à alteração de uma norma contabilística. Por último é apresentada a investigação do presente trabalho, na qual é descrita a amostra do estudo, o modelo de investigação adotado e apresentados os resultados obtidos.

2. História da contabilização das locações

No período que antecede a publicação de uma norma contabilística muitas são as discussões, estudos e análises efetuadas em torno do tema. Os normalizadores internacionais tentam, cada vez mais, envolver os utilizadores da informação financeira nas discussões que antecedem a emissão de uma nova norma. No caso específico da norma das locações, para garantir esta envolvência, os normalizadores disponibilizam os artigos que estão na base das suas discussões internas. Assim, é possível compreender a forma de pensar dos normalizadores e acompanhar todo o trabalho que antecede à preparação da norma das locações.

Um dos artigos preparado pelo IASB, que antecedeu a *Exposure Draft – ED/2010/9 - Leases* de 2010 e que esteve na base da *Exposure Draft* analisada na presente dissertação, é o artigo *History of lease accounting (Agenda paper 12C)* de 22 de março de 2007, que resume as principais alterações ocorridas na contabilização dos contratos de locação ao nível das normas internacionais. Com base no artigo publicado, o presente capítulo pretende expor as alterações ocorridas ao nível das bases contabilísticas e dos modelos presentes nas principais normas internacionais.

Ao longo dos tempos o desenvolvimento das normas das locações é essencialmente explicado pelo crescimento da indústria, o aumento da recorrência a contratos de locações como forma de financiamento e a constante procura de melhorar a qualidade da informação financeira.

Nas atualizações às normas efetuadas ao longo dos anos, denota-se uma clara alteração da visão dos normalizadores relativamente à forma de contabilização dos contratos de locação.

Inicialmente, a preocupação passava pelo direito de propriedade dos ativos, sendo que, apesar de alguns contratos de locação se assimilarem à aquisição de um ativo, estes não concediam ao locatário o direito de propriedade do ativo, e como tal, não podiam dar origem à contabilização de um ativo no balanço das empresas. Com o passar do tempo e o aumento do financiamento através de contratos de locação, surgiu a problemática que

ainda hoje alimenta as discussões em torno desta matéria, a ausência do ativo e passivo das empresas do direito ao uso e das obrigações que derivam de uma locação.

Em outubro de 1949, o *Committee on Accounting Procedure of the American Institute of Accountants* (AICPA) emitiu o *Accounting Research Bulletins 38 – Disclosure of Long-Term Leases in Financial Statements of Lessees* (ARB 38), que segundo o IASB (2003), é a primeira norma contábilística para a apresentação dos contratos de locação nas demonstrações financeiras das empresas. Esta norma foi posteriormente atualizada e substituída pelo ARB 43.

No ARB 43 os normalizadores referem que “o crescimento nos últimos anos do uso de locações de longo prazo como método de financiamento tem criado problemas de divulgação ao nível das demonstrações financeiras”². Estes problemas estavam associados à ausência de normalização para as locações, e como estas transações não estavam normalizadas, os preparadores da informação financeira frequentemente omitiam as mesmas nas demonstrações financeiras.

O ARB 43 exigia que para os contratos de locação de longo prazo materialmente relevantes, contratos que poderiam afetar o julgamento das demonstrações financeiras, deviam, ao longo da vida do contrato, ser divulgados (i) o montante a pagar e o momento em que os montantes se tornam elegíveis, (ii) as obrigações e garantias prestadas; e no ano de ocorrência da transação (iii) os principais detalhes relativamente às operações de venda e locação. O *Committee* reconheceu ainda que alguns contratos de locação podiam ser, em substância, muito similares a contratos de compra com pagamento desfasado, para estes, apesar de o locatário não possuir o direito de propriedade do bem, deveria ser efetuado o reconhecimento do ativo e do passivo do ativo locado. Com este boletim surgiu pela primeira vez a possibilidade de contabilizar um ativo (locado), apesar da ausência do direito de propriedade por parte da empresa adquirente.

Em 1962, a AICPA publicou o *Accounting Research Study n° 4 (ARS 4), Reporting of Leases in Financial Statements*, este artigo, desenvolvido pelo Professor John H. Myers, representa um marco importante na história da contabilização das locações.

² Tradução própria, citação original: “*The growth in recent years of the practice of using long-term leases as a method of financing has created problems of disclosure in financial statements*”

Segundo o IASB (2007), no seu estudo Myers sustentou, que os analistas financeiros procuravam mais informação que a exigida pelo ARB 43, para além disso, as divulgações efetuadas não estavam de acordo com os requisitos desse mesmo boletim, e a inclusão dos contratos de locação, em substância similares a compras, eram praticamente inexistentes nas demonstrações financeiras das empresas.

Este autor argumentou que “uma locação transmite os direitos de uso de um bem, ainda que, esses direitos não estejam perfeitamente alinhados, ou mesmo próximos, com os direitos de propriedade”.³

Com base neste argumento, Myers (1962) sugeriu que todas as locações fossem reconhecidas no balanço das empresas pelo valor presente dos pagamentos futuros que decorreriam do usufruto de determinado ativo, sendo este o argumento base do atual modelo (*right-of-use model*) proposto pelo FASB e pelo IASB.

O estudo de Myers (1962) levou à elaboração, por parte do *Accounting Principles Board* (APB) um órgão criado pelo AICPA, da *Opinion 5*, em setembro de 1964, opinião esta que veio sobrepor-se à ARB 43.

A *Opinion 5* pretendia determinar os critérios a considerar no caso de capitalização dos contratos de locação, e, por outro lado, especificar as divulgações obrigatórias a emitir pelas empresas, dada a inexistência, até então, de um modelo padrão de divulgação.

Nesta opinião, o APB concordou com grande parte das conclusões da ARS 4, contudo apresentou uma visão ligeiramente diferente no que diz respeito às locações que devem ser reconhecidas no balanço das empresas. A visão dos normalizadores na *Opinion 5* (1964), segundo o IASB (2007), era que, os contratos de locação que não criassem património não deveriam dar origem ao reconhecimento de ativos e passivos no balanço das empresas. O principal problema desta *Opinion* foi a ausência de uma clara definição do significado de criação de património, contudo o IASB refere que esta definição poderia ser obtida de forma indireta. Temos então que, a criação de património acontecia quando, o locatário paga uma renda superior à renda de mercado no

³ Tradução própria, citação original: “*a lease conveys rights to use property, even if those rights are not perfectly aligned with or even close to ownership rights*”

desenrolar do contrato, para no futuro ter uma opção de compra ou de renovação do contrato por um preço muito inferior ao de mercado.

No seu trabalho Vatter (1966) procurou estudar as principais conclusões retiradas da ARS 4 e da *Opinion 5* direcionando a sua análise para as locações de longo prazo. O autor refere que na elaboração de uma norma para contabilizar as locações não se deve esperar ter perfeito conhecimento do futuro para que essa contabilização de origem à capitalização do bem locado. Desta forma, Vatter (1966) alerta para o facto de os critérios apresentados pelos normalizadores não serem consistentes e permitirem diferentes interpretações que, conseqüentemente, levaram a diferentes contabilizações para as mesmas transações.

Com o aumento da importância das locações e o facto de haver algumas discordâncias ao nível do tratamento contabilístico de alguns contratos de locação a *Securities Exchange Commission*, sentiu a necessidade de intervir e de emitir a *Accounting Series Release 132* (ASR 132) em 1972. Esta ASR definia que, quando o locador não tem um benefício económico substancial que não o de servir de conduta ao financiamento entre o locatário e o vendedor do bem (intermediário), os ativos e passivos decorrentes da locação devem ser capitalizados pelo locatário.

Em 1973, o APB emitiu a *Opinion 31* que, ao contrário da *Opinion* anterior, definia claramente quais os critérios que as empresas deviam preencher ao nível das divulgações obrigatórias. O principal argumento desta *Opinion* era assegurar a comparabilidade entre as empresas ao nível das obrigações de longo prazo, permitindo assim aos analistas comparar a posição financeira entre as empresas. Desta forma, era requerido aos preparadores da informação financeira que divulgassem, o valor presente dos pagamentos mínimos associados às locações por períodos, o total de despesas reconhecidas nos resultados e ainda outras informações como as *covenants* presentes em tais contratos.

A criação do *Financial Accounting Standards Board* (FASB), em 1973, marcou o início da elaboração das normas que ainda hoje vigoram no que respeita à contabilização de contratos de locação neste sistema normativo. Um ano após a sua fundação este organismo emitiu um memorando de discussão (*An Analysis of Issues Related to*

Accounting for Leases) com o objetivo de escolher um de cinco modelos para a contabilização das locações.

Os cinco modelos apresentados eram:

- (i) *Purchase Model* – este modelo assentava no princípio de que as transações que se aproximassem de uma aquisição com prestações deveriam ser capitalizadas. Todavia, os normalizadores reconheceram a dificuldade da determinação de um critério homogêneo.
- (ii) *Legal Debt Model* – para este modelo o princípio subjacente estava no lado da dívida, se esta fosse legalmente exigida, então o contrato seria capitalizado.
- (iii) *Property Rights (Asset) Model* – ao contrário dos modelos anteriormente descritos, este pressupõe a capitalização de um ativo intangível, pelo direito de usufruto de um recurso económico durante um período de tempo. Porém, este modelo não abordava as formas de cálculo do passivo associado ao contrato de locação.
- (iv) *Liability Model* – em contraste com o *Legal Debt Model*, este modelo define que um contrato de locação deverá ser incluído no ativo e no passivo se preencher as definições de passivo contabilístico, independentemente da sua natureza legal.
- (v) *Executory Contract Model* – este modelo difere dos anteriores pela abordagem ao contrato de locação. O modelo assentava num paralelismo com os contratos executórios, os quais, não dão lugar a qualquer reconhecimento nas demonstrações financeiras, exceto se onerosos, definindo que, os contratos de locação que pudessem ser terminados a qualquer altura sem obrigações adicionais não seriam capitalizados.

Além dos modelos apresentados, foram ainda colocados à discussão diversos critérios que determinariam se um contrato de locação deveria ou não ser capitalizado, dos quais

se destaca “os locatários suportam custos normalmente associados à propriedade”⁴, ou ainda “os locatários tratam a locação como uma compra para propósitos fiscais”⁵.

Uma vez analisadas as conclusões do memorando de discussão, o FASB apresentou em 1975 a *Exposure Draft – Accounting for Leases*, onde apenas são apresentados dois modelos. Dos cinco modelos apresentados no memorando de discussão (1974), apenas o *Purchase Model* e uma combinação entre o *Property Rights Model* e o *Liability Model*, foram escolhidos como sendo os que, de melhor forma, espelhavam a realidade dos contratos de locação.

Da combinação entre o *Property Rights Model* e o *Liability Model* surgiu um modelo muito próximo do proposto por Myers (1962) e do modelo do Modelo do direito de utilização – IASB (2013). Uma vez que, este defendia que um ativo, ainda que intangível, deveria ser reconhecido devido ao direito que o locatário iria adquirir por usufruir de determinado bem, por outro lado levava ainda ao reconhecimento de uma obrigação, em função dos pagamentos a efetuar derivados do contrato de locação.

Por sua vez, o *Purchase Model* baseava-se na capitalização das locações que transferem substancialmente todos os riscos e benefícios para o locatário. Porém, este modelo não capitalizaria grande parte dos contratos não-canceláveis, uma vez que, nem sempre estes transferiam todos os riscos e benefícios para o locatário, ao contrário do modelo alternativo apresentado. Apesar de reconhecer tal facto, os normalizadores inclinaram a sua preferência para o *Purchase Model*, e em 1976 publicam uma nova *Exposure Draft* onde o modelo apresentado para contabilização das locações se baseava essencialmente no *Purchase Model*.

Posto isto, em novembro de 1976, é publicada a *Statement 13* que define o critério de normalização a adotar pelas empresas que adotam o FASB, até aos dias de hoje, no que diz respeito aos contratos de locação.

Com a constituição do *International Accounting Standards Committee* em 1973 e o objetivo de criar um sistema de normalização internacional, surgiu em 1980 a *Exposure*

⁴ Tradução própria, citação original: “*Lessee pays costs normally incident to ownership*”

⁵ Tradução própria, citação original: “*Lessee treats the lease as a purchase for tax purposes*”

Draft E19, que tinha por base os princípios da *Statement 13*, e que deu origem em 1982 à *International Accounting Standard 17 (IAS 17)*.

A IAS 17 requeria a capitalização das locações classificadas como financeiras, sendo que por financeiras entendiam-se as locações que (i) transferissem a propriedade do bem no final do contrato, (ii) o locatário tivesse uma opção de compra no final da locação, significativamente inferior ao valor esperado de mercado, (iii) os anos do contrato acompanhassem a maior parte da vida útil do bem locado, ou (iv) o valor presente dos pagamentos mínimos da locação ascendessem a substancialmente todo o justo valor do bem.

Apesar das diversas propostas de revisão à IAS 17, efetuadas ao longo dos anos, algumas das quais propunham a adoção de um modelo similar ao Modelo do direito de utilização, os normalizadores nunca consideram esta alteração prioritária.

Com o objetivo de examinar as deficiências presentes nas normas internacionais no que diz respeito aos contratos de locação, foi criado o grupo G4+1, composto por representantes da Austrália, Canadá, Nova Zelândia, Reino Unido e Estados Unidos da América.

Em 1996, este grupo emite o primeiro de dois relatórios, onde identifica o facto de não estarem a ser reconhecidas nas demonstrações financeiras das empresas ativos e passivos materiais, provenientes de locações operacionais, como sendo a maior deficiência nas normas nacionais e internacionais no que diz respeito às locações.

Além disto, o G4+1 alerta para o facto de os critérios em vigor serem subjetivos e permitirem que as empresas façam os seus próprios julgamentos, o que leva a que, transações similares tenham contabilizações distintas por diferentes empresas. Sendo que, esta subjetividade permite ainda às empresas contornar os critérios e classificar as locações como operacionais, não tendo assim que as capitalizar.

No segundo relatório apresentado, o grupo propõe que seja efetuada uma alteração significativa na contabilização das locações, sendo que as locações classificadas como operacionais passem a ser capitalizadas pelo justo valor dos direitos ao uso e as obrigações reconhecidas como um passivo. Considerando que o justo valor dos direitos

ao uso são obtidos pelo valor presente dos pagamentos mínimos decorrentes do contrato.

Tendo em conta as conclusões dos relatórios desenvolvidos pelo G4+1, o IASB em conjunto com o FASB deram início, em 2006, ao desenvolvimento do projeto de elaboração de uma nova norma de contabilização das locações. Em março de 2009, emitiram um papel de discussão, o qual antecedeu à *Exposure Draft* de agosto 2010 (ED 2010). A ED de 2010 apresentava como proposta de contabilização das locações um único modelo, o qual requeria a capitalização do direito ao uso de todas as locações, assim como o reconhecimento de um passivo para fazer face aos pagamentos futuros decorrentes do contrato.

3. Modelo do direito de utilização⁶

As discussões em torno do atual modelo de mensuração das locações têm-se intensificado nos últimos tempos. A contabilização da dívida não considerada na estrutura patrimonial, as divulgações insuficientes e o aumento da importância das locações como forma de financiamento das empresas, são alguns dos principais tópicos abordados.

No resumo dos comentários à *Exposure Draft* de 2013, apresentado pelo IASB (AP03A -*Summary of Feedback on the 2013 ED – Nov. 2013*), a maioria dos analistas financeiros afirmou que, corrigem as demonstrações financeiras das empresas de forma a incluir as locações operacionais no passivo das empresas. Este grupo de utilizadores referiu ainda que, as informações divulgadas em anexo são insuficientes para as suas análises e são apologistas da adoção do Modelo do direito de utilização, pois melhorará a qualidade da informação financeira.

No *Snapshot: Leases* (2013) é possível constatar que o modelo proposto tem como objetivo principal a melhoria da qualidade da informação, proporcionando maior transparência ao nível do financiamento, dos ativos usados na atividade operacional e dos riscos provenientes dos contratos de locação. O modelo do direito de utilização requer que sejam reconhecidos ativos e passivos pelos direitos e obrigações decorrentes dos contratos de locação. Dessa forma, o modelo reflete, na mensuração inicial, o direito de usar determinado bem por um período de tempo.

Atualmente, os contratos de locação apenas são refletidos nos ativos e passivos das empresas se o valor da locação se aproximar do valor económico do bem, ou se os riscos associados à utilização do bem forem maioritariamente transferidos para o locatário, denominados contratos de locação financeira. Por sua vez, as locações operacionais, que não têm impacto no ativo e passivo das empresas, permitem que as empresas financiem a sua atividade operacional, sem que esse financiamento seja refletido no seu passivo.

⁶ Tradução própria, citação original: “*Right-of-use model*”

O modelo do direito de utilização elimina esta distinção e alarga significativamente os contratos que devem ser reconhecidos no ativo e passivo das empresas. A definição de locação não sofre alterações significativas, todavia desaparecem as definições de locação financeira e operacional. Ao contrário do que acontece atualmente não há uma distinção entre as locações que são reconhecidas no ativo e no passivo e as que são diretamente levadas a resultados.

De acordo com a *Exposure Draft* de 2013, um contrato é definido como locação se:

- (i) O cumprimento do contrato depender do uso de um ativo identificado; e
- (ii) O contrato combina o direito do uso de um ativo identificado durante um período de tempo em troca de uma compensação/remuneração.

Por sua vez, um ativo é considerado identificado quando se encontrar expressamente identificado no contrato de locação, todavia, são excluídos os casos em que o locador possui o direito de substituição do bem⁷. Entende-se ainda como ativo identificado, os bens que não são especificados no contrato, mas que, o locador não tem o direito de substituição.

De acordo com a definição atribuída às locações pela ED 2013, torna-se importante definir o entendimento dos normalizadores do direito de uso de um ativo. Segundo estes, o direito de uso de um ativo ocorre quando se verificam, simultaneamente, as seguintes condições:

- (i) O locatário tem a capacidade de direcionar o uso a dar ao ativo durante a duração do contrato, por exemplo, o locatário tem a possibilidade de decidir como e qual o propósito ao qual o ativo será afeto; e
- (ii) Os benefícios económicos decorrentes do uso do ativo derivam para o locatário.

⁷ O direito de substituir um bem pelo locador verifica-se se: (a) o contrato permitir ao locador substituir o ativo por um bem alternativo sem o consentimento do locatário; ou (b) não houver barreiras, económicas ou outras, que não permitam ao locador substituir o bem.

O modelo apresentado sugere que todos os contratos que se enquadrem na definição de locação devem ser reconhecidos no ativo e passivo das empresas pelo valor atual dos seus pagamentos mínimos. Todavia, os preparadores da informação financeira têm a possibilidade de excluïrem os contratos de curta duração, entendendo-se por curta duração os contratos inferiores a doze meses, os quais deverão ser levados diretamente à demonstração de resultados. Além disso, não devem ser reconhecidas, como ativo e passivo, as prestações variáveis indexadas ao uso ou às vendas, e ainda, os pagamentos opcionais para os quais não há incentivo económico para que seja executada a opção, como podemos constatar na ilustração 1 apresentada no *Snapshot: Leases* (2013).

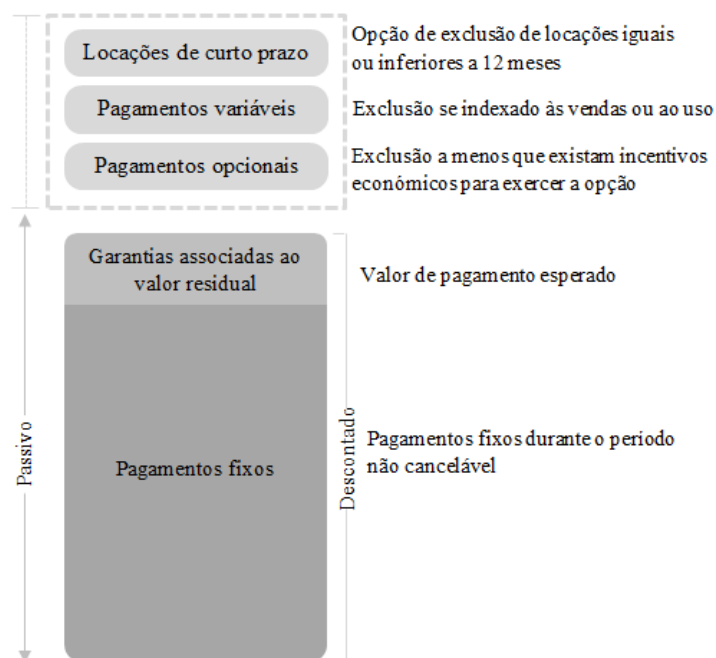


Ilustração 1 – Mensuração inicial (Tradução própria, fonte: *Snapshot: Leases*)

O Modelo do direito de utilização não pretende alterar unicamente a mensuração inicial, mas também a mensuração subsequente das locações. O princípio subjacente à mensuração subsequente foi significativamente alterado e os normalizadores pretendem distinguir se, o bem locado é consumido ou apenas usado pelo locatário. Desta forma,

deve ser efetuada uma distinção genérica entre bens móveis ou equipamentos⁸, e bens imóveis⁹, sendo classificados como bens do Tipo A e Tipo B, respetivamente.

Na ED 2013, os normalizadores classificam como ativos do Tipo A todos os bens que não sejam bens imóveis, a não ser que uma das seguintes condições se verifique:

- a) A duração do contrato abrange um período insignificante da vida útil do ativo subjacente; ou
- b) O valor presente dos pagamentos futuros é significativamente mais baixo que o justo valor do ativo.

São ainda classificados ativos do Tipo A, os bens para os quais os locatários têm um incentivo económico significativo para exercer a opção de compra no final do contrato de locação.

Por sua vez, todos os ativos que sejam bens imóveis deverão ser classificados como bens do Tipo B, com a exceção dos ativos para os quais se verifiquem uma das seguintes condições:

- a) A duração do contrato abrange grande parte da vida útil remanescente do ativo; ou
- b) O valor presente dos pagamentos futuros aproxima-se do justo valor do ativo à data de início do contrato.

A *Exposure Draft* de 2013 clarifica que, para os contratos de locação que têm por objeto mais que um ativo subjacente, os locatários devem determinar a natureza do principal ativo presente no contrato e classificar o contrato de locação de acordo com a natureza do principal ativo. É apresentado o exemplo da locação de um edifício e terreno, para o qual a natureza do contrato deverá ser classificada com referência à vida útil do edifício.

Os normalizadores defendem que os bens móveis ou equipamento são consumidos pelos locatários ao longo do contrato de locação, uma vez que, os bens perdem valor com o uso pelo locatário. O principal argumento apresentado, no *Snapshot: Leases*, é que para

⁸ Tradução própria, citação original: “*Equipment*”

⁹ Tradução própria, citação original: “*Property*”

esta classe de ativos o valor de mercado diminui significativamente nos primeiros anos de vida, como o exemplo dos automóveis e aviões.

Por outro lado, para os bens imóveis, os locatários apenas estão a pagar pelo uso daqueles bens e, para os normalizadores, a desvalorização decorrente do uso é reduzida comparativamente com os bens móveis.

Posto isto, os normalizadores, no modelo apresentado, propõe que seja efetuada uma distinção entre os bens destas duas categorias. Na apresentação do modelo podemos encontrar um exemplo de um contrato de 5 anos para bens do Tipo A e B, conforme a ilustração 2.

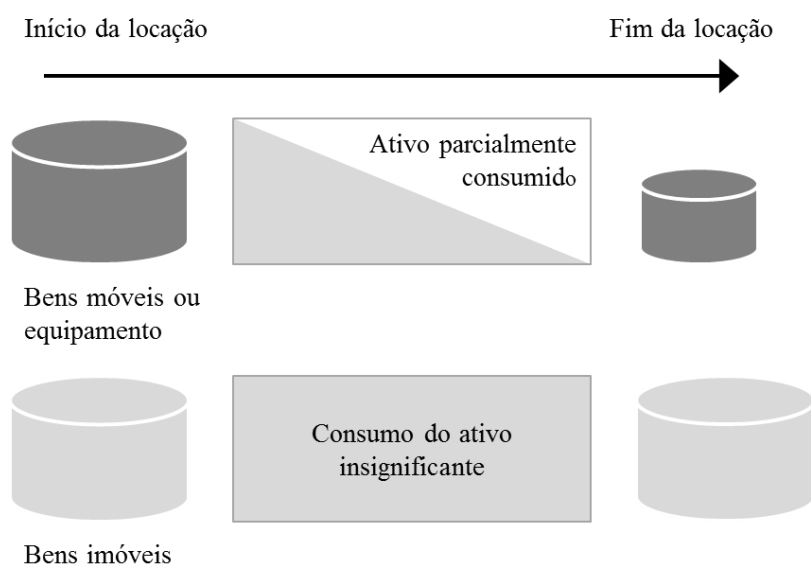


Ilustração 2 - Exemplo de uma locação de 5 anos (Tradução própria, fonte: *Snapshot: Leases*)

No que respeita ao reconhecimento inicial do modelo do direito de utilização na data de início do contrato o locatário deverá medir:

- (i) A dívida decorrente do valor presente dos pagamentos futuros associados ao contrato de locação, atualizados pela taxa de juro cobrada pelo locador. Se não for possível identificar esta última, a taxa de juro marginal deverá ser a taxa de referência; e
- (ii) O direito de uso do ativo.

Os pagamentos futuros associados ao contrato devem compreender (i) pagamentos fixos, (ii) pagamentos variáveis indexados a um índice (por exemplo, Índice de Preços ao Consumidor), (iii) pagamentos variáveis que em substância são pagamentos fixos, (iv) pagamentos esperados relacionados com garantias associadas ao valor residual, (v) o valor da opção de compra se o locatário tiver um incentivo económico significativo para a exercer, e ainda, (vi) o valor de penalizações decorrentes da terminação do contrato antes do final da locação, se no momento inicial demonstrava intenções de terminar o contrato prematuramente.

Desta forma o valor inicial do ativo decorrente do Modelo do direito de utilização deverá conter:

- (i) O valor do passivo decorrente do contrato de locação;
- (ii) Os pagamentos efetuados ao locador antes ou na data do contrato, líquidos de incentivos recebidos do locador; e
- (iii) Custos diretos incorridos pelo locatário.

A distinção entre bens do Tipo A e B irá refletir-se no balanço e demonstração dos resultados das empresas.

Ao nível da demonstração dos resultados para os bens de Tipo A, bens móveis ou equipamento, as despesas associadas à locação serão reconhecidas em duas rubricas distintas: (i) depreciações e amortizações; e (ii) juros e gastos similares.

Na rubrica de (i) depreciações e amortizações será contabilizada, numa base de linha reta, a não ser que haja outro método mais representativo, a depreciação do valor presente do bem locado no momento inicial. A depreciação do ativo deverá ser contabilizada tendo por base o menor entre o final da vida útil do ativo e a data do final do contrato. Com a exceção dos casos em que haja um incentivo económico para exercer a opção de compra no final do contrato, para os quais deverá ser utilizado como referência a data final do contrato. Por sua vez, na rubrica de (ii) juros e gastos similares serão reconhecidos os juros com o contrato de locação. Assim, denota-se que os

resultados serão mais penalizados nos primeiros anos do contrato, uma vez que quanto maior o capital em dívida maior o montante de juros a pagar.

Podemos então verificar que a mensuração subsequente dos bens de Tipo A é em tudo similar à atual mensuração das locações financeiras.

No que diz respeito aos bens imóveis, Tipo B, a imputação é efetuada diretamente na linha de depreciações e amortizações, numa base linear, de forma que o custo imputado por ano seja o mesmo. Para que tal seja possível, é necessário que os juros pagos no primeiro ano sejam em parte diferidos. Os normalizadores sugerem que estes juros sejam imputados ao valor do ativo, como podemos verificar na tabela 1.

Se no decorrer do contrato houver lugar a pagamentos variáveis que não haviam sido incluídos no passivo da empresa no momento inicial, deverão ser levados à demonstração de resultados de forma a afetar o resultado do ano.

Pela descrição do impacto na demonstração dos resultados, anteriormente apresentada, podemos desde já antecipar que haverá uma diferenciação no valor do ativo caso um contrato seja classificado como Tipo A ou B. Sendo que para os contratos Tipo B o valor do ativo será superior do que para os contratos do Tipo A, uma vez que os juros diferidos serão imputados ao valor do ativo locado, o que leva a que o valor do ativo iguale o valor atual dos pagamentos mínimos.

Anos	0	Bens móveis ou equipamento			Bens imóveis		
		1	2	3	1	2	3
Balanço							
Ativo do <i>right-of-use</i>	600	400	200	-	414	215	-
Passivo associado à locação	(600)	(400)	(200)	-	(414)	(215)	-
Demonstração dos resultados							
Gastos operacionais		200	200	200	231	231	231
Gastos financeiros		45	32	16			
Gastos totais associados à locação		245	232	216	231	231	231

Tabela 1 - Exemplo mensuração inicial e subsequente (Tradução própria, fonte: Snapshot: Leases)

Durante o período de vigência do contrato, o locatário deverá proceder à reavaliação do passivo inerente à locação, se houver lugar à alteração da duração do contrato ou da taxa de desconto, se ocorrerem fatores relevantes que afetem os benefícios económicos de

exercer a opção de compra do ativo, ou ainda se, houver alteração do índice ao qual os pagamentos variáveis se encontram indexados.

No que respeita às exigências ao nível das divulgações nos anexos às demonstrações financeiras, os normalizadores pretendem que o utilizador da informação deverá conseguir identificar os montantes, os períodos e as incertezas inerentes aos *cash-flows* decorrentes dos contratos de locação. Posto isto, é exigido que, quantitativamente e qualitativamente seja divulgada a seguinte informação:

- (i) Contratos de locação em vigor;
- (ii) Julgamentos aplicados à contabilização das locações;
- (iii) Valores reconhecidos nas demonstrações financeiras; e
- (iv) Uma reconciliação entre o saldo inicial e final para cada tipo de ativo locado.

Segundo a ED 2013, na ótica dos locatários, os normalizadores apresentam alternativas à contabilização pelo modelo do direito de utilização. De acordo com o §52 da ED 2013, os locatários podem reconhecer as locações pelo justo valor, segundo a IAS 40 – Propriedades de investimento, se o ativo preencher a definição de propriedade de investimento de acordo com a mesma norma.

Por sua vez, é ainda possível reconhecer uma locação pelo valor de reavaliação, de acordo com a IAS 16 – Ativos fixos tangíveis, se o locatário reavaliar todos os ativos inseridos na mesma classe de imobilizado que a locação.

Na tabela seguinte é apresentado um resumo dos principais pontos inerentes ao modelo do direito de utilização, no que respeita ao reconhecimento inicial, classificação das locações, mensuração subsequente e divulgações.

	Reconhecimento no ativo e passivo do valor presente dos futuros pagamentos mínimos.
Reconhecimento inicial	<p>Sendo excluídos:</p> <p>Locações de curto prazo (inferior a 12 meses);</p> <p>Pagamentos variáveis;</p> <p>Pagamentos opcionais com reduzido incentivo de serem exercidos.</p>
Classificação das locações	<p>Tipo A - Bens móveis, a não ser que: (a) a duração do contrato seja significativamente inferior à vida útil do bem, ou (b) o valor presente dos pagamentos mínimos seja significativamente mais baixo que os pagamentos futuros;</p> <p>Tipo B - Bens imóveis, excetuando-se: (a) a duração do contrato abranger grande parte da vida útil remanescente do ativo, ou (b) o valor presente dos pagamentos futuros aproxima-se do justo valor do ativo.</p>
Mensuração subsequente	<p>Tipo A - imputação dos gastos provenientes da locação em duas rubricas: (i) depreciações e amortizações, segundo o método da linha reta, pela depreciação do valor inicial dos pagamentos mínimos, e (ii) juros e gastos similares, de acordo com os juros associados ao contrato de locação.</p> <p>Tipo B - o gasto anual é imputado na rubrica de depreciações e amortizações, numa base linear, sendo os gastos provenientes da locação constantes ao longo do tempo.</p>
Divulgações	<p>Informação, quantitativa e qualitativa, a ser divulgada no anexo:</p> <p>(i) Contratos em vigor, nomeadamente, montantes, períodos, incertezas, etc.;</p> <p>(ii) Julgamentos aplicados;</p> <p>(iii) Os valores reconhecidos nas demonstrações financeiras; e</p> <p>(iv) Reconciliação entre o saldo inicial e final para cada tipo de ativo.</p>

Tabela 2 - Resumo do modelo do direito de utilização (Fonte: Elaboração própria)

4. Revisão da literatura

A contabilização dos contratos de locação tem sido um tema presente, ao longo dos anos, nas principais discussões entre os normalizadores e utilizadores da informação financeira. Paralelamente têm sido desenvolvidos inúmeros trabalhos, em torno da contabilização das locações, o presente capítulo pretende analisar os trabalhos e as principais conclusões retiradas pelos seus autores.

4.1. Estudos relacionados com o financiamento dos ativos com dívida não contabilizada no balanço das empresas

No seguimento da discussão levantada em torno da contabilização das locações pelo grupo G4+1, Beattie *et al* (2006) procuraram contribuir para esta discussão com uma análise à opinião dos utilizadores e preparadores da informação financeira no Reino Unido. Os autores tinham como objetivo expor o ponto de vista destes grupos, no que respeita aos ajustamentos propostos e potenciais efeitos económicos decorrentes dos mesmos. Com base nas 132 respostas obtidas, os autores concluíram que, relativamente à normalização atualmente em vigor ambos os grupos concordaram que, há possibilidade de manipulação dos resultados, há falta de informação, a forma de contabilização não representa a substância do contrato e que há lugar a inconsistência e falta de transparência.

No que respeita aos princípios base do estudo do G4+1 a opinião dos preparadores e utilizadores foi divergente. Sendo que, os grupos discordaram, na existência de apenas um método contabilístico para todas as locações, que todas as locações materiais deveriam ser incluídas no ativo e passivo das empresas e que o método de locação deve ser aplicado a todos os tipos de bens. Os utilizadores da informação foram concordantes com os princípios apresentados pelo G4+1, contudo os preparadores não concordaram com todos os princípios, sendo que as respostas dentro do próprio grupo não seguiram uma tendência.

Os autores questionaram também qual a perceção dos grupos da necessidade de renegociar os contratos de financiamento, devido à violação das *covenants* decorrentes

da implementação destes princípios. Apesar de ambos os grupos concordarem com esta afirmação, o nível de concordância entre os preparadores da informação foi mais elevada.

O colapso da Enron, que originou uma diminuição da credibilidade das demonstrações financeiras, foi uma das principais motivações para que Duke *et al* (2009) estudassem a possibilidade das empresas contabilizarem dívida não considerada na estrutura patrimonial através da classificação das locações como operacionais. Estes autores, citando Lobo e Zhou, afirmam que era expectável que na Era pós-Enron as empresas com exposição pública adotassem políticas mais conservadoras. Porém Duke *et al* (2009) concluíram que tal não se verificou, e que as empresas adotaram políticas agressivas no que diz respeito ao financiamento através de locações operacionais, deixando assim montantes de dívida significativos fora dos seus balanços. No seu trabalho os autores analisaram as demonstrações financeiras das empresas do S&P 500 do ano 2003 (amostra de 366 empresas), e verificaram que, em média, há 582,04 milhões de dólares americanos de dívida não considerada na estrutura patrimonial, o que representa em média 11,13% das dívidas totais. Os autores destacam ainda um grupo de 91 empresas, presentes no quartil superior, para as quais a média do peso das locações operacionais sobre o financiamento total representa 32,24%, cerca de 1,04 mil milhões de dólares americanos.

Por sua vez, Karim *et al* (2012) contribuíram para esta discussão com o seu estudo sobre a vulnerabilidade dos bancos dos países pertencentes à OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico) e a influência dos instrumentos de financiamento que não são contabilizados nos balanços nas crises que ocorreram entre 1980 e 2008. Os autores defendem que, em teoria, os instrumentos como as locações operacionais reduzem o risco para os bancos, contudo estes instrumentos têm apresentado problemas sistematicamente. Desta forma procuram perceber se há uma relação direta entre as crises e os instrumentos de dívida não considerada na estrutura patrimonial, ou se estes instrumentos só se tornam determinantes quando associados a ativos de securitização.

Citando o trabalho de Barrel e Davis de 2008, os autores apresentam que os rácios de capital e liquidez do setor bancário, que não tinham em consideração o risco das

atividades de financiamento com dívida não considerada na estrutura patrimonial, mostraram ser errôneos. O principal problema destacado pelos autores está relacionado com a imagem saudável que os rácios transpareciam e que estavam de acordo com as regras de mercado, mas que não mostravam as fraquezas dos bancos provocadas pelos instrumentos de dívida contabilizadas não considerados na estrutura patrimonial.

Karim *et al* (2012) concluíram que, a alteração da natureza das atividades não consideradas na estrutura patrimonial após 2003, passando de um instrumento de diversificação do risco para um instrumento de arbitragem regulamentado (securitização), colocaram os bancos numa posição em que o seu capital não era suficiente para cobrir o risco que enfrentavam.

4.2. Estudos relacionados com a recorrência ao financiamento através de locações operacionais

Ely (1995) estudou a forma como as locações operacionais influenciam as avaliações do risco de capital. Neste estudo o autor consegue demonstrar que, na perspectiva do direito de propriedade, os investidores consideram as obrigações decorrentes dos contratos de locação operacional na avaliação do risco de capital. Contudo, os resultados obtidos demonstraram que, para a perceção do risco por parte dos investidores, apenas são tidos em consideração os pagamentos mínimos provenientes do contrato, sendo excluídas as contingências dos mesmos.

No seu estudo Danvers *et al* (2003) procuraram identificar a influência do financiamento através de locações operacionais, ao nível dos principais indicadores que medem a performance das empresas. Os indicadores analisados foram, o *return-on-assets* (ROA), o *return-on-equity* (ROE), o EBIT (*Earnings before interest and taxes*) sobre o total do ativo, a dívida de longo prazo sobre o total do ativo e a liquidez geral. Os autores conseguiram demonstrar que, as empresas que se financiam através de locações operacionais apresentam uma performance financeira melhor que as empresas que não utilizam esta forma de financiamento, quando medida por rácios como ROE e dívida de longo prazo sobre total do ativo. Por outro lado, a performance das empresas não aparenta ser influenciada quando medida por rácios como o ROA e liquidez geral.

Zechman (2010) estudou a relação entre o financiamento através de locações operacionais e as divulgações voluntárias, com os incentivos dos gestores em diferirem *cash outflows* e manipularem as demonstrações financeiras, mantendo dívida não considerada na estrutura patrimonial. A autora direcionou o seu estudo para as aquisições de bens imóveis, considerando que, um dos incentivos é a possibilidade dos gestores financiarem os ativos sem necessitarem de pagar uma entrada, que normalmente representa 30% do valor do ativo. Desta forma, através dos contratos de locação é possível diferir os *cash outflows* ao longo da vida útil do contrato (os 30% da entrada), o que permite financiar o bem unicamente com capital alheio. Por sua vez, o segundo incentivo identificado foi o financiamento dos ativos sem que a dívida fosse incluída no passivo das empresas, sendo que para esta hipótese não está em causa a atratividade do diferimento da entrada.

Com o método desenvolvido, Zechman (2010) aferiu que as empresas que têm maiores benefícios com o diferimento dos *cash outflows* divulgam mais informação que a exigida, de forma a transmitirem claramente as consequências financeiras dos contratos de locação. Por outro lado, as empresas que têm mais benefícios com o classificação de dívida não considerada na estrutura patrimonial, divulgam o mínimo de informação possível, não permitindo aos utilizadores externos estimarem corretamente as consequências financeiras destes contratos.

Krische *et al* (2012) procuraram identificar o impacto do uso de locações como forma de financiamento na avaliação da credibilidade dos gestores, do ponto de vista dos analistas financeiros. Com base num questionário efetuado a analistas financeiros profissionais, os autores procuraram determinar se os analistas ajustavam as locações divulgadas em anexo nas suas análises, e qual o impacto para os analistas do uso por parte dos gestores de ferramentas de manipulação de resultados, recorrendo a manipulações dentro das normas versus manipulações que violam as normas.

Os resultados obtidos permitiram concluir que, os analistas penalizam mais a avaliação da credibilidade da equipa de gestão por manipulações fora das normas, comparativamente com as manipulações dentro das normas, como é o caso da recorrência a locações operacionais como forma de financiar ativos através de dívida contabilizada não considerada na estrutura patrimonial.

4.3. Estudos com base na alteração de normas contabilísticas

Lys (1984) direcionou o seu estudo para o efeito negativo decorrente da alteração das normas contabilísticas ao nível da violação das restrições contratuais, presumindo que as alterações das normas penalizariam os rácios financeiros das empresas que se encontram relacionados com *covenants*. Aquando da implementação da *Financial Accounting Standard 19* (FAS 19), o autor estudou o efeito das alterações das normas contabilísticas nas *covenants* financeiras. Este explica que, as restrições contratuais associadas a contratos de financiamento limitam (i) a atividade dos acionistas de distribuir o valor da empresa para si mesmos, (ii) o nível de endividamento que as empresas podem recorrer, e (iii) o investimento em novos projetos. Uma vez que, as *covenants* estão assentes nos “*accounting numbers*”, as alterações das normas contabilísticas aumentam a probabilidade de uma violação contratual, e consequentemente, aumentam a probabilidade de transferência de valor do acionista para o obrigacionista. O autor concluiu que, o efeito decorrente da violação está presente nas empresas da sua amostra, pertencentes ao setor do petróleo e do gás, e que a alteração da norma FAS 19 poderá afetar a transferência de valor para os acionistas, decorrente de uma alteração nas normas contabilísticas.

Por sua vez, Imhoff e Thomas (1986) analisaram o impacto económico da introdução da SFAS 13 – *Accounting for Leases* de 1976, no trabalho desenvolvido estes estudaram os efeitos da alteração da contabilização dos contratos de locação para 158 empresas presentes no *Compustat*. A publicação desta norma introduziu alterações significativas nas demonstrações financeiras das empresas, uma vez que obrigou à capitalização de locações que anteriormente apenas eram divulgadas nas notas às demonstrações. Os autores conseguiram demonstrar que, após a introdução da norma os financiamentos através de locações financeiras diminuíram bruscamente, verificando-se uma substituição por financiamentos através de locações operacionais e de outros financiamentos que não locações. Segundo os autores, as empresas optaram por implementar diversas alterações na sua estrutura de capitais, em vez de renegociar os contratos de locação financeira.

Associada à implementação da SFAS 13, El-Gazzar et. al. (1986) desenvolveram um estudo onde procuravam encontrar os fatores determinantes das escolhas dos gestores

para a contabilização dos contratos de locação. Contudo ao contrário dos estudos anteriormente realizados, os autores procuraram encontrar fatores associados à política de custos, aos efeitos ao nível da alavancagem e à forma de remuneração dos gestores. Um dos principais problemas provenientes da implementação da SFAS 13, segundo El-Gazzar et. al. (1986) citando Nakayama, Lilien e Benis, 1981, é a violação das *covenants* e distorções do *Debt-to-equity ratio*, sendo este, o principal argumento de 75% das empresas que se opuseram à implementação desta norma.

No modelo apresentado os autores demonstraram que as empresas que estão mais próximas de violar algumas *covenants*, medidas pelo *Debt-to-equity ratio*, são suscetíveis de escolher o modelo de locação operacional como forma de financiar os seus ativos. El-Gazzar et. al. conseguiram ainda demonstrar que os planos de incentivos relacionados com o resultado líquido têm uma correlação positiva com o uso de locações operacionais. No que diz respeito à política de custos, os autores não encontraram resultados empíricos que comprovassem a anterior literatura, todavia foi possível verificar que a recorrência a locações operacionais é negativamente correlacionada com a taxa de imposto.

Após a implementação da FAS 2, Beatty e Verrecchia (1989) estudaram os efeitos derivados da alteração da capitalização das despesas e diferimento das receitas. De acordo com as hipóteses definidas pelos autores, em situações em que existe a alteração de uma norma contabilística, os gestores tendem a ajustar os métodos de mensuração, mesmo que não relacionados com a norma a ser alterada, com o propósito de obter o mesmo nível de resultados que teriam antes da implementação da alteração da norma.

Para responder a esta questão, os autores testaram a diferença da mediana entre o montante despendido e capitalizado antes e após a implementação da norma através do *Wilcoxon signed-rank test*. Concluindo que, os gestores restauraram os níveis de capitalização para os valores antes da implementação da norma, motivados pela sua remuneração estar indexada aos resultados positivos da empresa, ou por os custos decorrentes da implementação da norma serem reduzidos.

O aumento da utilização de locações não consideradas na estrutura patrimonial das empresas ao longo dos tempos e as alterações nas escolhas das fontes de financiamento

após a implementação da SFAS 13 foram duas das motivações que tiveram na base do estudo de Imhoff *et al* (1991). Segundo os autores, estudos passados sugerem que após a implementação da SFAS 13 houve uma tendência de reestruturação dos contratos de locação com o propósito de evitar a capitalização exigida pela norma, de forma a melhorar os rácios de endividamento e de performance das empresas. Posto isto, os autores procuraram estudar o impacto da inclusão dos contratos de locação operacional nos ativos e passivos das empresas. Com base nos resultados obtidos, concluíram que para ser possível efetuar uma avaliação precisa de uma empresa com base no seu balanço, é necessário capitalizar os compromissos decorrentes de locações operacionais de longo prazo. Defendendo que, os grupos de utilizadores com possibilidade de obter informação internamente deverão mesmo ponderar a capitalização com base nas taxas de juros inerentes aos contratos e vidas úteis dos ativos subjacentes.

O tema do impacto para os acionistas das alterações das normas contabilísticas foi também a base para o estudo de Thornton (1992), o autor procurou recolher evidência do mercado Canadano após a requisição de capitalização das locações por parte do *Canadian Institute of Chartered Accountants* (CICA), em 1979. No seu estudo, Thornton estudou a relação entre a política de *covenants* das empresas e a estratégia adotada pelos preparadores da informação para o processo de transição, e ainda, as relações entre o processo de transição e o tipo de *covenants*. Com base nos dados recolhidos, foi possível concluir que, os locatários que apresentaram impactos, ao nível do endividamento, mais elevados aplicaram a norma retrospectivamente. Contudo estes tendiam a incorrer em duas ações custosas de forma a minimizar o impacto das alterações. As ações identificadas foram, (i) preparação de duas demonstrações financeiras, numa aplicavam as alterações retrospectivamente e noutras prospetivamente, sendo que, apresentavam demonstrações aos obrigacionistas diferentes das apresentadas aos restantes utilizadores da informação financeira, e (ii) as empresas evitavam o uso de números provenientes das demonstrações financeiras nos contratos de financiamento, incrementando, desta forma, os custos de agência associados a tais contratos, pagando juros e custos de monitorização mais elevados.

Segundo Beneish e Press (1993), os elevados custos decorrentes da violação de uma *covenant* financeira, levaram a que o processo de implementação da SFAS 87 fosse

atrasado 2 anos, de modo a permitir às empresas ajustarem as suas restrições contratuais às alterações decorrentes deste processo de implementação. No decorrer desta decisão, os autores procuraram estudar o impacto derivado de uma violação técnica de uma *covenant* para o período compreendido entre 1983 e 1987, para um total de 91 empresas que violaram as restrições contratuais a que estavam sujeitas.

Os autores concluíram que, a violação de uma *covenant* leva a um aumento do controlo dos obrigacionistas sobre as empresas, os quais impõe custos elevados pela renegociação e refinanciamento dos seus financiamentos. Por sua vez, o custo decorrente da violação da restrição contratual é influenciado pela capacidade de obter uma isenção por parte do obrigacionista.

Após um primeiro estudo relacionado com a implementação da SFAS 131 e o impacto no balanço das empresas, Imhoff *et al* (1997), apresentaram um segundo estudo no âmbito da capitalização dos contratos de locação operacional. O objetivo dos autores, neste segundo estudo, era expor o efeito na demonstração de resultados das empresas, efeito esse que havia sido negligenciado no primeiro estudo. Como forma de medir o impacto, os autores simularam os efeitos decorrentes da contabilização de locações operacionais como sendo locações financeiras, e, posteriormente calcularam o impacto destas alterações no rácio *Return-on-asset* (ROA), *Return-on-equity* (ROE) e retorno das vendas (resultado operacional sobre as vendas). Os resultados obtidos no estudo, não permitiram concluir qual a direção esperada nos principais rácios analisados, sendo que os autores defenderam que, apesar de não se poder definir a direção dos impactos, os efeitos são substanciais e devem ser tidos em consideração para evitar análises de performance enviesadas.

Beatty *et al* (2002) estudaram o impacto de excluir, *à priori*, as violações de *covenants* por alterações voluntárias ou obrigatórias das políticas/normas contabilísticas, ao nível dos gastos com financiamentos obtidos. Desta forma, os autores procuraram estimar o custo que as empresas estariam dispostas a pagar para incluir as alterações voluntárias e obrigatórias no cálculo das *covenants*. Sendo o *trade-off* que as empresas enfrentam de, manter a flexibilidade de alterar as políticas/normas, ou manter a rigidez e beneficiar de uma taxa de juro mais baixa. Os autores apresentam que, segundo o estudo de Watts e Zimmerman, de 1990, as alterações obrigatórias de uma norma contabilística acarretam

custos para os credores e para as empresas, custos com a investigação de violações involuntárias e, por outro lado, custos como retardar a violação de *covenants* que preveem a falência das empresas.

No que se refere às alterações obrigatórias, os autores defendem que, a exclusão destas alterações terão um efeito reduzido ao nível da flexibilidade concedida às empresas de evitar a violação das restrições contratuais. Contudo verifica-se um aumento da ocorrência de custos com o retardamento da violação de *covenants* que preveem a falência. Os resultados obtidos, indicam que as empresas estão dispostas a pagar mais 71 bps de *spread* para incluírem no cálculo o efeito das alterações obrigatórias de uma norma contabilística, beneficiando, *à posteriori*, de uma redução nos custos de refinanciamento.

Berger e Hann (2002) estudaram o efeito de substituição da SFAS 14 pela SFAS 131, esta substituição consistia num aumento da informação divulgada em anexo às demonstrações financeiras por parte dos preparadores da informação. Neste contexto os autores pretenderam estudar se a SFAS 131 melhorava a capacidade dos investidores e analistas examinarem a performance das empresas. Sendo a principal base de análise dos autores o efeito nas expectativas dos investidores e analistas, decorrente do incremento de informação divulgada segundo a SFAS 131. Berger e Hann concluíram que, apesar de os analistas já terem acesso a parte da informação adicional exigida pela SFAS 131, foi possível verificar um aumento do rigor das estimativas futuras após a adoção desta norma.

4.4. Indicadores de performance e *covenants* financeiras

Na procura de estudar os impactos decorrentes da alteração ou introdução de uma norma contabilística, autores como Lys (1984) e Imhoff *et al* (1997) estimaram o impacto ao nível dos indicadores de performance ou ao nível das restrições contratuais. Por outro lado, Danvers *et al* (2003), no seu estudo sobre a recorrência a locações operacionais como fonte de financiamento, tiveram como base de estudo o impacto ao nível de diversos indicadores financeiros.

Os indicadores de performance, assim como as *covenants* financeiras, têm como principal objetivo medir o desempenho de uma empresa, sendo que este desempenho poderá ser medido interna ou externamente. Deste modo, torna-se relevante perceber de que forma estes indicadores e restrições serão influenciados e qual a sua relevância para os utilizadores da informação financeira.

***Covenants* financeiras**

A informação financeira divulgada por uma entidade tem como objetivo servir os propósitos individuais de cada grupo de *stakeholders*. De acordo com Martins (2014), “a adoção de práticas de divulgação voluntária é também uma resposta às necessidades de informação dos *stakeholders*, sendo utilizada como uma das estratégias para gerir, de forma efetiva, a relação entre as organizações e os seus *stakeholders* (Qu, Leung e Cooper, 2013).”.

No caso particular da relação com os credores, as instituições veem mesmo, algumas restrições serem contratualizadas, como forma de proteger a posição deste grupo de *stakeholders*. Conforme descreve Asquith *et al* (2005), os credores recorrem às *covenants* com o objetivo de sinalizarem a deterioração do risco de crédito e de restringirem as ações dos gestores ao nível da redução do valor da dívida.

Normalmente, a violação de uma *covenant* colocará a entidade numa situação desconfortável, uma vez que, algumas destas restrições contratuais permitem ao credor executar total ou parcialmente a dívida contraída, ou ainda, aplicar penalizações ao nível dos custos financeiros. Como refere Brito (2011), estas cláusulas, associadas aos contratos de financiamento, funcionam como um sistema de incentivos, sendo que as empresas sentem uma “ameaça constante de possível perda de financiamento em caso de incumprimento”.

A mesma autora defende ainda que, a introdução destas restrições contratuais está diretamente relacionada com a existência de conflitos de interesse entre acionistas/administradores e credores. Diversos autores demonstraram, nos seus estudos, que os referidos conflitos de interesse não são completamente eliminados com a introdução destas restrições contratuais e, acrescentam que, os gestores tomam

decisões em função das *covenants* financeiras a que as suas empresas estão condicionadas.

Sweeney (1993) demonstrou no seu estudo que, os gestores de empresas em vias de violar uma *covenant* financeira, são mais propensos a alterar voluntariamente as políticas contabilísticas adotadas, ao nível dos rendimentos, com o intuito de aumentar os resultados e assim evitar a violação da restrição.

Por outro lado, DeFond *et al* (1992) identificaram que os gestores tendem, também, a agir do lado dos gastos. No seu estudo os autores demonstraram que, no ano anterior à violação de uma *covenant*, os acréscimos e diferimentos seguem uma tendência anormal. Defendendo que, quando os gestores se encontram próximos de transgredir uma restrição contratual, estes recorrem à manipulação dos resultados, através da contabilização dos acréscimos e diferimentos, de forma a tentar evitar a infração da restrição imposta.

Com o passar dos anos as restrições implícitas em contratos de financiamento foram sofrendo ligeiras alterações, Demerjian (2011) afirmou que, nos últimos anos, têm-se registado alterações significativas na forma como os credores impõe restrições contratuais às instituições. O autor utilizou uma amostra superior a 8.500 contratos de financiamento, para o período compreendido entre 1996 e 2007, o que lhe permitiu

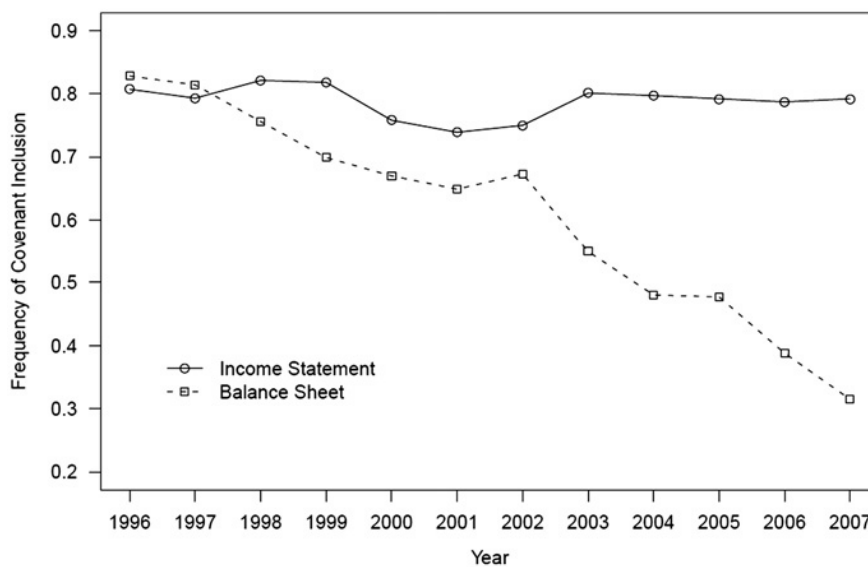


Ilustração 3 - Frequência da inclusão de *Covenants* (Fonte: Demerjian (2011))

concluir que a utilização de *covenants* calculadas com base em rubricas provenientes do balanço têm vindo a perder relevância. Uma das razões encontradas pelo autor para esta tendência está relacionada com as alterações nas políticas contabilísticas que ocorrem ao longo dos anos, apesar de este defender que não será a única explicação para o facto.

Nos seus estudos, Demerjian (2011) e Asquith et al. (2005), identificaram as principais *covenants* financeiras às quais as empresas se encontram restritas. Na tabela 3 são apresentados os principais rácios que têm por base de cálculo o balanço e/ou a demonstração de resultados.

Rácio	Fórmula	Autor
<i>Interest coverage ratio</i>	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Juros de empréstimos obtidos}}$	Demerjian (2011) Asquith <i>et al</i> (2005)
<i>Debt service coverage ratio</i>	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Serviço da dívida}}$	Demerjian (2011)
<i>Leverage ratio</i>	$\frac{\text{Dívida financeira}}{\text{Ativo total líquido}}$	Demerjian (2011) Asquith <i>et al</i> (2005)
<i>Debt-to-EBITDA</i>	$\frac{\text{Dívida financeira}}{\text{EBITDA}}$	Demerjian (2011) Asquith <i>et al</i> (2005)
<i>Current ratio</i>	$\frac{\text{Ativo curto prazo}}{\text{Passivo curto prazo}}$	Demerjian (2011)

Tabela 3 - Principais *Covenants* (Fonte: elaboração própria)

As *covenants* associadas aos contratos de financiamento variam ainda em função do setor de atividade em que a instituição credora se encontra inserida. No caso particular do setor imobiliário é comum a introdução de uma restrição contratual associada ao valor do(s) ativo(s), nomeadamente o *Loan-to-Value*, que é o reflexo do peso da dívida sobre o valor de mercado do(s) ativo(s).

No que diz respeito à fonte de informação para a determinação de uma *covenant*, esta assenta em larga medida no balanço e demonstração de resultados. Todavia é ainda possível encontrar rácios que têm por base informação divulgada nas restantes peças das demonstrações financeiras, como é o exemplo do *Debt service coverage ratio*.

Indicadores de performance

Na procura de estimar os impactos decorrentes da alteração, ou introdução, de uma norma contabilística, autores como Imhoff *et al* (1997) estudaram o efeito destas alterações na perceção dos utilizadores da informação financeira da performance das empresas, estudando o impacto nos principais rácios de rentabilidade das empresas.

De acordo com Moreira (1997), os rácios são uma das técnicas mais importantes na análise das demonstrações financeiras, devido à sua versatilidade, uma vez que nos permitem fazer comparações no tempo e “inter-empresas”. No seu trabalho podemos identificar diversos rácios e regras que servem este propósito.

No trabalho de Imhoff *et al* (1997), os autores afirmam que os indicadores de rentabilidade são o foco das projeções da performance das empresas, assim como, da sua performance passada.

Uma das principais regras da gestão financeira apresentada por Moreira (1997) é a regra de ouro da gestão financeira, que o autor define como: “os capitais utilizados pela empresa no financiamento dos seus activos devem ter uma maturidade (período em que estão ao seu dispor) igual ou superior à vida económica destes (período de permanência na empresa)”. Sendo que, segundo o autor, esta regra é atingida quando os capitais permanentes da empresa (capitais próprios mais capitais alheios de médio/longo prazo) são iguais ou superiores ao ativo não corrente.

Moreira (1997) apresenta diversas categorias que nos permitem agregar os rácios de acordo com as grandezas que os mesmos pretendem representar. As principais categorias dos rácios apresentadas pelo autor são rácio: financeiros, económicos, económico-financeiros, de atividade ou funcionamento, de mercado, entre outros.

Segundo o autor, os rácios financeiros relacionam aspetos unicamente financeiros. Por outro lado, os rácios económicos têm por base a rentabilidade da empresa e assentam o seu cálculo nas grandezas presentes na demonstração de resultados. Por sua vez, os rácios económico-financeiros conjugam grandezas da demonstração de resultados com rubricas presentes no balanço. Temos ainda como exemplo, os rácios de atividade que

pretendem determinar a eficiência com que os ativos, imobilizados e circulantes, estão a ser geridos pela empresa.

Na tabela 4 são apresentados os principais rácios presentes no trabalho de Moreira (1997), que podem ser utilizados na técnica de análise das demonstrações financeiras das empresas.

Indicador	Fórmula
Regra de ouro da gestão financeira	
Regra do equilíbrio financeiro mínimo	$\frac{\text{Ativo não corrente}}{\text{Capitais permanentes}}$
Rácios financeiros	
Autonomia financeira	$\frac{\text{Capitais próprios}}{\text{Ativo}}$
Estrutura de capitais	$\frac{\text{Capitais Alheios}}{\text{Capitais Próprios}}$
Solvabilidade	$\frac{\text{Capitais Próprios}}{\text{Passivo Total}}$
Rácios Económicos	
Rendibilidade Operacional das Vendas	$\frac{\text{Resultados Operacionais}}{\text{Vendas}}$
Rendibilidade Líquida das Vendas	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Vendas}}$
Rácios Económico-financeiros	
Rendibilidade dos capitais próprios	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capitais próprios}}$
Rácios de Atividade	
Rotação do ativo total	$\frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo}}$
Prazo médio de pagamento	$\frac{\text{Fornecedores}}{\text{Compras + FSE}} \times 365 \text{ (dias)}$
Prazo médio de recebimento	$\frac{\text{Clientes}}{\text{Vendas}} \times 365 \text{ (dias)}$

Tabela 4 - Rácios presentes no trabalho de Moreira (1997) (Fonte: Elaboração própria)

5. Desenho da investigação

“A investigação em ciências sociais segue um procedimento análogo ao do pesquisador de petróleo. Não é perfurando ao acaso que este encontra o que procura”, Quivy (2008).

Neste capítulo pretende-se definir o caminho seguido na elaboração da presente dissertação, de forma a clarificar o rumo seguido durante a investigação e as etapas percorridas.

Segundo Quivy (2008), “A problemática constitui efectivamente o princípio de orientação teórica da investigação”, por conseguinte, é primordial definir os objetivos a alcançar para que seja possível definir a melhor forma de atuar perante os mesmos.

O presente trabalho pretende esclarecer aos seus leitores:

- Qual o impacto, ao nível dos principais indicadores de performance e *covenants* financeiras, decorrente da proposta de alteração da norma internacional das locações para as empresas inseridas na Zona Euro.

5.1. Amostra e recolha de informação

As modificações decorrentes da proposta de alteração da norma das locações criarão, direta ou indiretamente, impactos na generalidade das empresas inseridas num sistema normativo que adote esta alteração.

Não obstante, espera-se que o impacto da ED 2013 se faça sentir mais ao nível das grandes empresas, uma vez que a informação divulgada por estas empresas é acedida largamente por utilizadores sem informação privilegiada. Por outro lado, as empresas de menor dimensão, em que o principal utilizador externo são as instituições financeiras, concedem informação privilegiada a estre grupo de *stakeholders*. Deste modo, torna-se importante direccionar a análise do presente estudo sobre as empresas, para as quais, a atualização da norma altere as conclusões dos utilizadores da informação financeira.

Desta forma, pretende-se estimar os impactos esperados da atualização da norma internacional das locações, independentemente do setor de atividade, para as maiores empresas europeias. Com o propósito de alcançar tal objetivo, a escolha da amostra recaiu sobre as empresas cotadas no índice EURO STOXX 50.

O índice EURO STOXX 50 é composto por empresas de 7 países e de 16 setores distintos, definido com um índice *Blue-chip*, tem por objetivo disponibilizar as principais empresas dos setores líderes da Zona Euro.

Do grupo de países que compõe o EURO STOXX 50 a França e a Alemanha são os países que têm o maior número de representações, 19 e 14, respetivamente. No que diz respeito à distribuição por setor, verifica-se que as 50 empresas presentes neste índice se encontram distribuídas por 16 setores de atividade.

Na Tabela 5 é apresentada a distribuição por setor de atividade.

Setor	N	%
Não-financeiro:		
Automóvel	3	6,0 %
Químico	3	6,0 %
Construção	3	6,0 %
Alimentar e de bebidas	3	6,0 %
Saúde	2	4,0 %
Bens industriais e serviços	5	10,0 %
Comunicação social	1	2,0 %
Petrolífero e gás natural	3	6,0 %
Bens pessoais e de uso doméstico	2	4,0 %
Imobiliário	1	2,0 %
Retalho	2	4,0 %
Tecnologia	2	4,0 %
Telecomunicações	3	6,0 %
Serviços de utilidade pública	5	10,0 %
Sub-total	38	76,0 %
Financeiro:		
Bancário	7	14,0 %
Seguros	5	10,0 %
Sub-total	12	24,0 %
Total	50	100,0 %

Tabela 5 - Composição do EURO STOXX 50 por setor a abril de 2014 (Fonte: Elaboração própria)

Uma vez que a presente dissertação pretende estimar os impactos esperados com a alteração da norma internacional das locações do ponto de vista dos locatários, foram

desconsideradas da amostra as empresas do setor Financeiro e do Imobiliário. Uma vez que as empresas presentes nestes setores são, normalmente, os detentores do direito de propriedade dos ativos locados, os locadores.

Posto isto, a amostra que estará na base do estudo é a apresentada na tabela 6.

Setor	N	%
Amostra:		
Automóvel	3	8,1%
Químico	3	8,1%
Construção	3	8,1%
Alimentar e de bebidas	3	8,1%
Saúde	2	5,4%
Bens industriais e serviços	5	13,5%
Comunicação social	1	2,7%
Petrolífero e gás natural	3	8,1%
Bens pessoais e de uso doméstico	2	5,4%
Retalho	2	5,4%
Tecnologia	2	5,4%
Telecomunicações	3	8,1%
Serviços de utilidade pública	5	13,5%
Total	37	100,0%
Média	2,85	
Mediana	3	
Moda	3	

Tabela 6 - Amostra final (Fonte: Elaboração própria)

A amostra do estudo é composta por um total de 37 empresas, que se encontram distribuídas por 13 setores, sendo a média por setor de 2,85 empresas e, tanto a moda como a mediana, são de 3 empresas.

Uma vez definida a amostra, a recolha da informação recaiu sobre os relatórios e contas (R&C) consolidados de cada uma das entidades identificadas pertencentes à amostra supra mencionada. Sendo a recolha da informação efetuada diretamente no *website* de cada entidade.

No que concerne à escolha do ano dos relatórios e contas esta recaiu no ano de 2013. Com a exceção de duas entidades, todas as restantes reportaram as suas contas com referência a 31 de dezembro de 2013. No caso das entidades em que o ano contabilístico

difere do ano civil, o relatório considerado foi o que registava mais meses no ano civil em análise.

De seguida, procedeu-se a uma análise de conteúdo, recolhendo-se os dados consolidados da demonstração de resultados, do balanço e das notas relativas às locações.

A informação recolhida teve por base o ano de 2013 e o comparativo do ano 2012 apresentado no relatório e contas de 2013, sendo que em casos esporádicos foi necessário recolher informação do relatório e contas do ano de 2012.

5.2. Modelo de investigação

Uma vez definidos os objetivos e a amostra do estudo, segundo Quivy (2008), é necessário construir o modelo de análise, sendo este o ponto de ligação entre os objetivos definidos e o campo de análise que é restrito e preciso.

5.2.1. Definição das variáveis

Com o propósito de responder ao objetivo definido, a metodologia adotada baseia-se na análise da variação causada pela alteração da norma das locações em 4 rácios económico-financeiros e 4 das principais *covenants* às quais as empresas estão, normalmente, sujeitas.

Os rácios económico-financeiros em análise são:

Rátios	Fórmula	Impacto esperado
Regra de ouro da gestão financeira		
Regra do equilíbrio financeiro	$\frac{\text{Ativos LP}}{\text{Capitais permanentes}}$	+
Financeiros		
Autonomia financeira	$\frac{\text{Capital próprio}}{\text{Ativo}}$	-
Económicos		
Rendibilidade operacional das vendas	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Vendas líquidas}}$	+
Atividade		
Rotação do ativo	$\frac{\text{Vendas líquidas}}{\text{Ativo}}$	-

Tabela 7 - Rátios económico-financeiros em estudo (Fonte: Elaboração própria)

De acordo com o trabalho de Moreira (1997), a Regra do equilíbrio financeiro define-se como a “regra de ouro da gestão financeira”, pelo que se torna importante o estudo do impacto do Modelo do direito de utilização neste indicador.

No que respeita ao impacto esperado, uma vez que o montante a considerar no ativo das empresas será superior ao montante classificado como passivo financeiro não corrente, estimasse que, para este rácio, o aumento registado no numerador seja superior ao do denominador, levando assim a um aumento do rácio.

Por sua vez, do ponto de vista dos rácios financeiros, o rácio em análise será o da Autonomia financeira, sendo este um dos principais rácios utilizados pelos diversos utilizadores da informação, de forma a determinar a percentagem do ativo da empresa que é financiado por capitais próprios. Relativamente ao impacto estimado pela alteração da norma das locações, e uma vez que, não se antecipam alterações significativas no capital próprio das empresas, espera-se apenas um incremento do denominador, antecipando-se assim uma redução do valor de referência do rácio.

De acordo com Imhoff *et al* (1997), que procuraram estudar o impacto da capitalização das locações operacionais ao nível dos rácios de rendibilidade, o rácio em análise será o da Rendibilidade operacional das vendas. Relativamente a este rácio é expectável que, com a passagem dos gastos com locações operacionais para despesas com depreciações

e amortizações e gastos com financiamentos obtidos, a alteração da norma cause um aumento do EBITDA e, conseqüentemente, um aumento do rácio.

Por último, no que respeita aos rácios de atividade, o rácio considerado no presente estudo será o da Rotação do ativo. Uma vez que, com as normas atualmente em vigor, as empresas podem utilizar ativos no seu processo produtivo sem que estes se encontrem contabilizados no seu ativo, todavia, segundo a ED 2013 isto não será possível. Desta forma, pretende-se estimar de que forma a obrigação de contabilizar todos os contratos de locação no ativo, influenciará este rácio. Relativamente ao impacto esperado, com o aumento do ativo, pela inclusão dos pagamentos futuros de todos os contratos de locação, estimasse que o rácio registre uma diminuição.

Por sua vez, as *covenants* em análise são:

<i>Covenants</i>	Fórmula	Impacto esperado
<i>Interest coverage ratio</i>	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Gastos com juros}}$	+
<i>Leverage ratio</i>	$\frac{\text{Dívida}}{\text{Ativo total líquido}}$	+
<i>Debt-to-EBITDA</i>	$\frac{\text{Dívida}}{\text{EBITDA}}$	+ / -
<i>Current ratio</i>	$\frac{\text{Ativo CP}}{\text{Passivo CP}}$	+ / -

Tabela 8 - *Covenants* em estudo (Fonte: Elaboração própria)

Relativamente às *covenants* em estudo, a definição das variáveis recaiu sobre as variáveis estudadas por Demerjian (2011) e Asquith *et al* (2005), com a exceção da *Debt service coverage ratio*. Esta *covenant* não foi objeto de estudo, porque a informação presente nas demonstrações financeiras das empresas poderia não permitir a clara definição de todas as variáveis em estudo, nomeadamente o serviço da dívida.

Com a proposta de alteração à norma apresentada, espera-se que o aumento provocado no EBITDA seja, significativamente, superior ao aumento registado nos gastos com financiamento obtido, de forma que, é de esperar um aumento no *Interest coverage ratio*.

Assumindo que o montante em dívida das empresas é inferior ao total do ativo, e dado que o montante incluído no ativo e no passivo pela alteração da norma será similar,

espera-se que o *Leverage ratio* registre um aumento quando comparada com o observado no cenário antes da norma.

No que respeita às *covenants Debt-to-EBITDA e Current ratio* o impacto esperado irá ser influenciado pela peso de cada variável no numerador e denominador de cada empresa, pelo que não é possível antecipar o impacto esperado da inclusão no ativo e no passivo dos contratos de locação.

5.2.2. Análise dos dados

O procedimento de análise dos dados recolhidos dividiu-se em três fases.

Na primeira, realizou-se o cálculo dos rácios para os dois anos em estudo, de acordo com a informação recolhida nos R&C, que têm por base a legislação atualmente em vigor.

Numa segunda fase, procedeu-se à reformulação das demonstrações financeiras, incorporando as alterações decorrentes da *Exposure Draft* em estudo, procedendo-se, posteriormente, ao cálculo dos rácios para um cenário em que o Modelo do direito de utilização já estaria implementado nos anos de 2012 e 2013.

A inclusão das alterações passou pela adição ao ativo não corrente e passivo financeiro, dividido entre curto e médio/longo prazo, do valor dos pagamentos mínimos associados aos compromissos com locações operacionais, de acordo com a informação recolhida nas notas às demonstrações financeiras. Ao nível da demonstração dos resultados, procedeu-se à transferência de despesas correntes dos gastos com locações operacionais para a rubrica de gastos não operacionais.

Uma vez calculados os rácios dos dois cenários, antes e pós a norma, a terceira fase da análise de dados teve como objetivo a procura da inferência estatística do impacto da aplicação da norma do Modelo do direito de utilização.

Para aferir se o impacto nos rácios em estudo é estatisticamente significativo, recorreu-se ao teste estatístico não-paramétrico *Wilcoxon Signed-Rank*. Este teste permite aferir se a diferença da mediana de duas amostras relacionadas difere de zero.

De forma a validar se as amostras eram relacionadas entre si, recorreu-se ao teste de Correlação de Pearson que permite medir o grau de correlação entre duas distribuições.

Como ferramenta de inferência estatística foi utilizado o programa *IBM SPSS Statistics* (versão 22), tanto para a estimação da Correlação de *Pearson*, como para o teste *Wilcoxon Signed-rank*.

5.3. Estatística descritiva

Passando para a análise estatística de cada uma das variáveis em estudo individualmente, na tabela 9 são apresentados os resultados obtidos para a amostra recolhida para o ano de 2012, no que respeita ao número de observações registadas, média, mediana, desvio-padrão, máximo e mínimo.

		2012							
		<i>Interest Cover Ratio</i>	<i>Leverage Ratio</i>	<i>Debt-to-EBITDA</i>	<i>Current Ratio</i>	Regra do Equilíbrio financeiro	Autonomia financeira	Rend. operacional das vendas	Rotação do ativo
Antes da Norma	N	34	37	34	37	37	37	34	37
	Média	21,2	25,0 %	2,4	101,8 %	1,2	37,5 %	18,4 %	0,7
	Mediana	8,4	22,5 %	2,4	98,4 %	1,2	36,1 %	17,6 %	0,7
	Desvio-padrão	30,1	12,5 %	1,5	36,9 %	0,3	13,8 %	8,7 %	0,3
	Máximo	132,7	52,7 %	6,2	189,0 %	2,2	70,9 %	40,5 %	1,7
	Mínimo	0,0	0,1 %	0,0	40,1 %	0,7	11,3 %	5,3 %	0,3
Pós a Norma	N	34	37	34	37	37	37	34	37
	Média	22,6	28,1 %	2,6	98,7 %	1,2	35,8 %	19,6 %	0,7
	Mediana	8,8	25,3 %	2,6	97,5 %	1,2	35,3 %	18,1 %	0,6
	Desvio-padrão	32,0	11,8 %	1,4	35,4 %	0,3	12,9 %	9,0 %	0,3
	Máximo	144,8	55,0 %	6,2	185,3 %	2,2	66,8 %	41,1 %	1,5
	Mínimo	0,0	6,5 %	0,4	39,8 %	0,7	11,2 %	6,6 %	0,3

Tabela 9 - Dados estatísticos da amostra em estudo para o ano 2012 (Fonte: Elaboração própria)

Relativamente ao número de observações, na tabela supra, verifica-se que os rácios *Interest coverage ratio*, *Debt-to-EBITDA* e Rendibilidade operacional das vendas apresentam um número de observações inferior aos restantes rácios. Esta redução é explicada pela ausência de informação referente à rubrica de depreciações e

amortizações nos relatórios consolidados de três das empresas em análise para o ano de 2012. Posto isto, estas três observações foram desconsideradas da amostra dos rácios influenciados pelo EBITDA, dado que na ausência desta informação, o impacto seria medido ao nível do EBIT e não do EBITDA.

Na tabela 9 é possível denotar que para o rácio *Interest coverage ratio*, antes e pós a norma, a diferença entre a média e a mediana e o elevado valor do desvio-padrão, indiciam que a amostra recolhida contém *outliers*.

Por outro lado, o rácio da Regra do equilíbrio financeiro regista, antes e pós a norma, uma dispersão em torno da média reduzida, uma vez que a sua média é igual à mediana e o desvio-padrão é um quarto da média observada.

Na análise ao máximo e mínimo de cada rácio é possível verificar que pelo menos uma empresa da amostra recolhida quase não recorre a financiamento através de financiamento bancário. Uma vez que os dois principais rácios associados ao financiamento bancário, *Leverage ratio* e *Debt-to-EBITDA*, apresentam um valor igual ou próximo de zero.

Na tabela 10 são apresentados os dados referentes à amostra em análise para o ano de 2013.

		2013							
		<i>Interest Cover Ratio</i>	<i>Leverage Ratio</i>	<i>Debt-to-EBITDA</i>	<i>Current Ratio</i>	Regra do Equilíbrio financeiro	Autonomia financeira	Rend. operacional das vendas	Rotação do ativo
Antes da Norma	N	34	37	34	37	37	37	34	37
	Média	22,2	24,8 %	-10,1	105,5 %	1,2	38,3 %	19,0 %	0,7
	Mediana	9,4	24,0 %	2,1	107,1 %	1,2	38,7 %	16,8 %	0,6
	Desvio-padrão	33,0	12,2 %	72,5	36,4 %	0,3	14,2 %	11,3 %	0,3
	Máximo	168,6	51,1 %	6,5	179,6 %	2,2	72,3 %	54,9 %	1,8
	Mínimo	-0,1	0,0 %	-420,1	38,8 %	0,7	11,8 %	-0,1 %	0,3
Pós a Norma	N	34	37	34	37	37	37	34	37
	Média	23,9	27,9 %	4,0	101,8 %	1,2	36,7 %	20,2 %	0,7
	Mediana	10,3	26,7 %	2,4	103,8 %	1,2	36,7 %	17,2 %	0,6
	Desvio-padrão	35,9	11,4 %	9,2	34,0 %	0,3	13,3 %	11,5 %	0,3
	Máximo	184,2	54,6 %	55,2	165,5 %	2,2	68,7 %	55,5 %	1,6
	Mínimo	0,0	6,3 %	0,4	38,7 %	0,7	11,8 %	0,9 %	0,3

Tabela 10 - Dados estatísticos da amostra em estudo para o ano 2013 (Fonte: Elaboração própria)

No que respeita ao número de observações por cada rácio em estudo, as três empresas que não haviam divulgado informação referente a depreciações e amortizações para o ano de 2012, voltaram a não divulgar para o ano de 2013. Desta forma, os rácios que têm por base o EBITDA foram desconsiderados da análise, de acordo com o argumento anteriormente apresentado.

Como se havia observado no ano de 2012, também em 2013, o *Interest coverage ratio* apresenta, antes e pós a norma, uma diferença significativa entre a média e a mediana e um desvio-padrão significativamente elevado, o que poderá indicar que a amostra recolhida contém *outliers*.

Por sua vez, em 2013, além do *Interest coverage ratio*, também o rácio *Debt-to-EBITDA* leva a concluir que podemos estar na presença de *outliers* na amostra observada, antes e pós a norma.

Na tabela 10 é possível verificar, quando analisados os rácios antes da norma, que houve pelo menos uma empresa que apresentou resultados operacionais (EBITDA) negativos, através do mínimo registado para o rácio *Debt-to-EBITDA*. Todavia, com a inclusão da norma das locações, na análise do mesmo rácio, verifica-se que nenhuma empresa apresenta resultado operacional negativo, decorrente do facto de as despesas com locações operacionais passarem a ser contabilizadas como depreciações e amortizações e/ou juros de financiamentos obtidos, melhorando assim o rácio EBITDA.

5.4. Análise e discussão dos resultados

O processo de análise e discussão dos resultados divide-se em duas fases, na primeira fase, procura-se expor os resultados do teste de Wilcoxon, os quais permitem verificar se a implementação da norma proposta tem, ou não, um impacto estatisticamente significativo nos rácios e *covenants* anteriormente definidos, e, numa segunda fase, pretende-se analisar e discutir o impacto da norma nas variáveis em estudo.

5.4.1. *Wilcoxon signed-rank test*

O teste de Wilcoxon permite-nos aferir estatisticamente se a mediana das variáveis antes da norma diferem da mediana das variáveis pós a norma, para duas amostras relacionadas, permitindo assim validar se a introdução da norma criará, ou não, um impacto estatisticamente significativo nas variáveis em análise.

O *Wilcoxon signed-rank test* define como hipóteses:

$$H_0: \tilde{x} = \tilde{y}$$

$$H_1: \tilde{x} \neq \tilde{y}$$

Sendo:

\tilde{x} – Mediana observada antes da norma

\tilde{y} – Mediana observada pós a norma

De forma a determinar se as variáveis, antes e pós a norma, estão relacionadas entre si foi efetuado o teste de correlação de Pearson, sendo apresentados os resultados obtidos no Anexo 1. Os resultados deste teste permitiram aferir que as variáveis antes e pós a norma estão relacionadas entre si, para um nível de significância de 1%.

Uma vez aferida a existência de correlação entre as variáveis antes e pós a norma, foi realizado o *Wilcoxon signed-rank test*. Na tabela 11 são apresentados os resultados obtidos para as variáveis em estudo para o ano 2012.

	ICR	Lev. ratio	Debt-to-EBITDA	Cur. ratio	REF	AF	ROV	Rot. Ativo
Z	-4,937 ^a	-5,232 ^a	-4,958 ^a	-5,232 ^b	-1,163 ^a	-5,232 ^b	-5,012 ^a	-5,232 ^b
Significância Sig. (2 extremidades)	,000	,000	,000	,000	,245	,000	,000	,000

a. Com base em postos negativos.

b. Com base em postos positivos.

Tabela 11 - *Wilcoxon signed-rank test* - 2012

Com base nos resultados supra apresentados verifica-se que, com a exceção da Regra do equilíbrio financeiro, se rejeita a hipótese nula para todas as variáveis em estudo. Por outras palavras, a mediana do cenário antes da norma difere da mediana do cenário pós a norma, com base nos dados recolhidos para o ano 2012, para um nível de significância de 1%.

Desta forma, é possível concluir que, a alteração da norma das locações tem impacto, estatisticamente comprovado para um grau de significância de 1%, sobre 7 das 8 variáveis em estudo.

Por sua vez, para a Regra do equilíbrio financeiro não é possível afirmar que se rejeita H0 com um grau de confiança significativo.

Na tabela 12 apresentam-se as estatísticas para o ano 2013.

	<i>ICR</i>	<i>Lev. ratio</i>	<i>Debt-to-EBITDA</i>	<i>Cur. ratio</i>	REF	AF	ROV	Rot. Ativo
Z	-4,937 ^a	-5,232 ^a	-4,440 ^a	-5,232 ^b	-1,980 ^a	-5,232 ^b	-5,012 ^a	-5,232 ^b
Significância Sig. (2 extremidades)	,000	,000	,000	,000	,048	,000	,000	,000

a. Com base em postos negativos.

b. Com base em postos positivos.

Tabela 12 - Wilcoxon signed-rank test - 2013

De acordo com a informação presente na tabela 12, verifica-se a rejeição da hipótese nula, com um grau de significância de 1%, para as variáveis *Interest coverage ratio*, *Leverage ratio*, *Debt-to-EBITDA*, *Current ratio*, Autonomia financeira, Rentabilidade operacional das vendas e Rotação do ativo. Por sua vez, ao contrário da informação referente ao ano de 2012, é possível aferir, com um grau de significância de 5%, a rejeição de H0 para a variável Regra do equilíbrio financeiro.

Desta forma, rejeita-se que a mediana do cenário antes da norma seja igual ao cenário pós a norma, com um grau de confiança de 5%, para as 8 variáveis em análise. Sendo que, para um grau de confiança de 1% rejeita-se H0 para 7 das 8 variáveis.

5.4.2. Resultados

Uma vez validada a inferência estatística dos impactos decorrentes da *Exposure Draft Leases* 2013, para os anos de 2012 e 2013, na presente secção, pretende-se expor os efeitos destes impactos. Inicialmente apresentar-se-á o incremento estimado no ativo das empresas presentes na amostra e, posteriormente, o impacto conjunto e individual ao nível das variáveis em estudo.

Na tabela 13, são detalhados os impactos estimados no ativo das empresas por setor de atividade para o ano de 2012, representado em valores absolutos por setor.

em milhões de €

Setor	N	Antes da Norma	Pós a Norma	Variação	
				Absoluta	Relativa
Automóvel	3	604.415	608.264	3.849	0,6%
Químico	3	139.055	141.431	2.376	1,7%
Construção	3	129.979	135.485	5.506	4,2%
Alimentar e de bebidas	3	198.347	203.047	4.700	2,4%
Saúde	2	107.316	108.718	1.402	1,3%
Bens industriais e serviços	5	303.774	316.126	12.352	4,1%
Comunicação social	1	59.533	62.268	2.735	4,6%
Petrolífero e gás natural	3	376.023	384.705	8.682	2,3%
Bens pessoais e de uso doméstico	2	79.529	87.313	7.784	9,8%
Retalho	2	58.896	66.192	7.296	12,4%
Tecnologia	2	34.189	35.211	1.022	3,0%
Telecomunicações	3	327.695	362.778	35.083	10,7%
Serviços de utilidade pública	5	702.965	711.840	8.875	1,3%
Total 2012	37	3.121.717	3.223.378	101.661	3,3%

Tabela 13 - Impacto estimado no ativo das empresas por setor - 2012

Os resultados obtidos podem estar relacionados com a propensão das empresas em financiar os seus ativos com contratos de locação operacional, sendo a inclusão dos pagamentos mínimos destas formas de financiamento no ativo das empresas, a principal alteração decorrente da alteração da norma.

Da tabela supra apresentada, conclui-se que no ano de 2012, havia um total de 101,6 mil milhões de euros de dívida não considerada na estrutura patrimonial no total das 37 empresas presentes na amostra. Por conseguinte, com a implementação do Modelo do

direito de utilização, o ativo das empresas da amostra passaria de 3,12 para 3,22 bilhões de euros. Por sua vez, em termos relativos, no ano de 2012, é possível constatar que as empresas estavam a financiar parte da sua atividade operacional através de locações operacionais, não considerando no seu passivo cerca de 3,3% do total do ativo, aproximadamente 5,6% do total da dívida financeira, da amostra.

De acordo com os dados apresentados na tabela 13, verifica-se que, a recorrência a financiamento através de locações operacionais não é transversal às diversas indústrias. No caso do setor automóvel o impacto esperado é reduzido, cerca de 0,6%, por outro lado, no setor do retalho o impacto estimado seria de aproximadamente 12,4% do total do ativo.

Em termos absolutos, a indústria das telecomunicações, representada na amostra pela Deutsche Telekom, Orange e Telefónica, apresentam como dívida não considerada na estrutura patrimonial, cerca de 35 mil milhões de euros a 31 de dezembro de 2012. Por sua vez, o setor do retalho, representado pelo Carrefour e Inditex, apresenta o maior crescimento em termos relativos, sendo o impacto estimado da ED 2013 sobre o seu balanço de 12,4%. Sendo que, segundo o R&C destas duas empresas de retalho, os pagamentos futuros sobre contratos de locações estão associados a rendas.

Na tabela 14, são apresentados os dados do total do ativo por setor, para o ano 2013.

em milhões de €

Setor	N	Antes da Norma	Pós a Norma	Variação	
				Absoluta	Relativa
Automóvel	3	631.219	634.973	3.754	0,6%
Químico	3	140.794	143.373	2.579	1,8%
Construção	3	129.231	134.718	5.487	4,2%
Alimentar e de bebidas	3	218.107	222.531	4.424	2,0%
Saúde	2	103.642	105.003	1.361	1,3%
Bens industriais e serviços	5	292.651	304.079	11.428	3,9%
Comunicação social	1	49.180	51.880	2.700	5,5%
Petróleo e gás natural	3	376.665	385.159	8.494	2,3%
Bens pessoais e de uso doméstico	2	86.972	95.542	8.570	9,9%
Retalho	2	57.320	63.868	6.548	11,4%
Tecnologia	2	39.297	40.576	1.279	3,3%
Telecomunicações	3	322.843	355.156	32.313	10,0%
Serviços de utilidade pública	5	628.014	635.419	7.405	1,2%
Total 2013	37	3.075.935	3.172.277	96.342	3,1%

Tabela 14 - Impacto estimado no ativo das empresas por setor - 2013

Os dados apresentados para o ano de 2013 são similares aos dados do ano 2012, contudo verifica-se que o montante da dívida não considerada na estrutura patrimonial no final de 2013 reduziu ligeiramente para 96,3 mil milhões de euros.

Assim como o total da dívida não considerada na estrutura patrimonial, também o total do ativo das empresas diminuiu ligeiramente, sendo que, em termos relativos, o impacto no total dos ativos das empresas seria de 3,1% para o ano de 2013.

Como se havia verificado no ano de 2012, o setor das telecomunicações é o setor com maior recorrência a locações operacionais em termos absolutos, e por outro lado, o setor das tecnologias é o que apresenta o valor mais baixo, aproximadamente, 32,3 e 1,3 mil milhões de euros, respetivamente.

De acordo com os dados apresentados nas tabelas 13 e 14, é possível verificar que o impacto estimado por setor de atividade varia significativamente, sendo que o impacto estimado no balanço das empresas varia entre 0,6% e 12,4% em função do setor no qual estas se encontram enquadradas.

Na amostra em estudo o setor automóvel encontra-se representado pela BMW, Daimler (proprietária da Mercedes) e Volkswagen Pref, o impacto conjunto estimado da implementação da ED 2013 no total do ativo para este setor, em 2012 e 2013, foi de 0,6%, o valor relativo mais baixo da amostra. Um dos fatores que poderá estar na origem deste reduzido valor é o tipo de ativos utilizados neste setor, sendo que os ativos utilizados na produção automóvel têm uma aplicação muito específica, o que poderá reduzir a propensão à utilização de locações operacionais como forma de financiamento dos mesmos. Uma vez que, no final de uma locação operacional o banco ficaria na posse de um ativo com uma liquidez reduzida, dada a reduzida procura por um bem tão específico. Por outro lado, comparativamente com as restantes empresas da amostra, o setor automóvel é o que apresenta um total de ativo por empresa mais elevado, pelo que à partida confinará uma capacidade de apresentar garantias tangíveis superiores, o que poderá reduzir a necessidade de financiamento através de fontes que diminuam o risco para o locador.

Por sua vez, o setor dos serviços de utilidade pública, representado por empresas do setor energético, apresenta um impacto estimado reduzido. O elevado valor do ativo destas empresas é um fator comum com o setor automóvel. Todavia este setor poderá beneficiar de condições de financiamento mais favoráveis que os restantes, por se tratar de um serviço de interesse social, reduzindo assim a necessidade de recorrer a financiamento através de locações operacionais.

Por outro lado, o setor do retalho e das telecomunicações apresentam um impacto estimado superior a 10%. No setor do retalho o principal impacto é referente ao grupo Inditex com um impacto de 24,6%, sendo que no setor das telecomunicações o principal contributo é dado pela Deutsche Telekom com 16,2%.

No caso particular do grupo Inditex, segundo o R&C de 2013 é possível verificar que, parte das locações não consideradas na estrutura patrimonial são decorrentes da atividade de distribuição do grupo. Os contratos de arrendamento das lojas de retalho são a principal explicação para o elevado montante de financiamento através de locações operacionais. Por sua vez, é possível analisar que o total do ativo do setor do retalho é dos mais baixos do total da amostra, sendo que este fator poderá indicar uma menor capacidade de prestar garantias por parte das empresas deste setor, o que poderá

indiciar uma maior recorrência a fontes de financiamento não consideradas na estrutura patrimonial.

Por outro lado, no que respeita à Deutsche Telekom o grupo justifica a elevada recorrência a locações operacionais pela locação das torres de telecomunicações nos Estados Unidos da América, que apesar de apresentarem cláusulas de opção de extensão das locações, segundo R&C 2013, são classificadas como locações operacionais.

Pretende-se agora analisar os dados referentes ao impacto nas variáveis em estudo da aplicação do Modelo do direito de utilização. Na tabela 15, são apresentados os dados do impacto na mediana, das variáveis em estudo, da implementação da ED 2013 no ano de 2012.

	N	2012		2013		Impacto
		Antes da Norma	Pós a Norma	Antes da Norma	Pós a Norma	
<i>Covenants</i>						
<i>Interest coverage ratio</i>	34	8,35	8,80	9,37	10,27	+
<i>Leverage ratio</i>	37	22,5%	25,3%	24,0%	26,7%	+
<i>Debt-to-EBITDA</i>	34	2,41	2,63	2,15	2,36	+
<i>Current ratio</i>	37	98,4%	97,5%	107,1%	103,8%	-
<i>Rácios</i>						
Regra do equilíbrio financeiro	37	1,21	1,22	1,20	1,20	+
Autonomia financeira	37	36,1%	35,3%	38,7%	36,7%	-
Rendibilidade operacional das vendas	34	17,6%	18,1%	16,8%	17,2%	+
Rotação do ativo	37	0,66	0,65	0,65	0,63	-

Tabela 15 - Impacto estimado na mediana das variáveis em estudo – 2012 e 2013

Com base na tabela 15 é possível verificar que a *covenant Interest coverage ratio*, considerando a classificação do Modelo do direito de utilização, apresentou um impacto positivo comparativamente com a legislação atualmente em vigor. Este impacto está de acordo com o que havia sido inicialmente antecipado.

O impacto positivo estimado decorre do aumento do EBITDA, pela transferência dos gastos com locações operacionais para gastos com financiamentos obtidos e depreciações e amortizações. Ao nível das restrições contratuais este impacto pode ser visto como positivo para as empresas, uma vez que, normalmente, esta restrição contratual está associada a um valor mínimo. Conforme demonstrado, com a introdução da norma espera-se um aumento do valor de referência para as empresas, pelo que, é de esperar, que a introdução da ED 2013 não represente um perigo de violação desta *covenant*.

A *covenant Leverage ratio* apresentou, igualmente, um aumento positivo, decorrente da inclusão no passivo financeiro dos pagamentos mínimos futuros associados aos contratos de locações operacionais, atualmente não considerados na estrutura patrimonial das empresas.

Ao contrário do efeito decorrente da *covenant Interest coverage ratio*, o efeito registado no *Leverage ratio* poderá penalizar as empresas. Este impacto poderá levar a uma aproximação, ou mesmo à violação, da restrição contratual, decorrente da inclusão no passivo financeiro de todos os pagamentos mínimos associados às locações. Uma vez que, normalmente, esta *covenant* é associada a um nível máximo de endividamento (valor máximo do rácio) e o aumento no passivo poderá levar a uma aproximação/violação do valor de referência.

Assim como a *covenant Leverage ratio*, o aumento registado na *Debt-to-EBITDA* poderá traduzir-se numa aproximação ao limite máximo definido para esta *covenant*, ou mesmo à violação da mesma, com a alteração da norma proposta. O impacto estimado no presente estudo indicia a existência de um impacto positivo, o que se traduz numa diminuição da capacidade do EBITDA em liquidar o total da dívida financeira da empresa. Uma vez que esta *covenant* se define por um valor máximo, a introdução da norma poderá afetar negativamente algumas empresas.

Por último no que respeita às *covenants*, verifica-se que o impacto estimado no *Current ratio* é negativo e, como tal, significa que o passivo de curto prazo aumentou mais que o ativo de curto prazo, diminuindo assim o rácio. Uma vez que a restrição subjacente a

este rácio é normalmente um valor mínimo, esta alteração poderá colocar as empresas a uma situação mais delicada no que respeita à violação desta *covenant*.

De acordo com os dados apresentados, verificou-se que os impactos da introdução do Modelo do direito de utilização poderão colocar algumas empresas em perigo de violação das *covenants* em análise. Da análise efetuada é possível concluir que, apenas a *Interest coverage ratio* não representará um risco para as empresas, sendo que, as restantes *covenants* em estudo poderão levar ao incumprimento de algumas destas restrições contratuais. O risco associado à violação de uma *covenant* poderá levar à transferência de valor do acionista para os obrigacionistas, pelo que as três últimas *covenant* apresentadas deverão ser um dos principais pontos de atenção dos gestores aquando do estudo individual da implementação do Modelo do direito de utilização.

No que respeita aos rácios em análise, verifica-se que a Regra do equilíbrio financeiro apresenta um impacto estimado positivo. Sendo que, de acordo com esta regra, se traduz num aumento dos ativos não correntes da empresa financiados com capitais não permanentes, verificando-se assim uma deterioração da estrutura de capitais da empresa dado o aumento.

Por outro lado, o rácio da Autonomia financeira, um rácio recorrentemente utilizado como *covenant* em contratos, não só de financiamento, mas também em contratos ao investimento, por exemplo QREN (Quadro de Referência Estratégica Nacional), apresentou um impacto negativo. Esta diminuição traduz-se numa diminuição do total do ativo que é financiado por capitais próprios, pela inclusão no ativo de bens que são totalmente financiados por dívida (locações operacionais). Desta forma, a introdução do Modelo do direito de utilização, numa ótica de controlo através do capital investido, poderá indiciar que os acionistas têm um poder sobre a empresa inferior ao que era apresentado, por este rácio, no cenário antes da norma. Por outras palavras, no cenário pós a norma os obrigacionistas têm mais capital investido na empresa do que no cenário antes da norma (de acordo com o balanço). O maior investimento poderá conferir mais poder de influência a este grupo de *stakeholders*, num cenário em que quanto maior o investimento na empresa maior o nível de poder de influência sobre a mesma, *ceteris paribus*.

Decorrente do aumento do EBITDA, o rácio da Rendibilidade operacional das vendas registou um impacto positivo. Este rácio é, normalmente, utilizado para medir a produtividade operacional da empresa e a sua capacidade de transformar vendas em resultados operacionais, sendo que este aumento, se não isolado, poderá induzir os leitores da informação financeira erradamente, porque empresas que recorrem a contratos de locações operacionais irão apresentar um incremento nas rendibilidades operacionais das vendas no momento de alteração da norma das locações.

Por último, o rácio da Rotação do ativo apresentou um impacto negativo, como havia sido inicialmente antecipado. Este impacto poderá ser explicado pelo aumento do ativo das empresas que ocorre da inclusão na estrutura patrimonial de locações que anteriormente não eram consideradas.

O impacto estimado pela introdução da ED 2013 traduz-se numa penalização do rácio da Rotação do ativo para as empresas, uma vez que, representa, comparativamente com o cenário antes da norma, uma perda de eficiência, dada a redução do valor de referência do rácio entre os dois cenários.

Análise individual dos principais impactos identificados

Uma vez analisados os resultados do impacto na mediana da amostra em estudo, nesta secção pretende-se analisar quais as principais empresas que seriam afetadas pelo Modelo do direito de utilização dentro da amostra selecionada. Desta forma, pretende-se analisar para cada rácio em estudo quais as principais alterações que a *Exposure Draft* 2013 causaria nessas variáveis.

Na tabela 16 são apresentados os principais impactos individuais estimados ao nível do *Interest coverage ratio*.

Empresa	Ano	Setor	Antes da Norma	Pós a Norma	Variação	
					Absoluta	Relativa
DHL	2012	Bens industriais e serviços	13,53	18,52	5,00	37%
Carrefour	2012	Retalho	6,96	8,58	1,62	23%
Crh	2013	Construção	3,25	4,28	1,03	32%
Gdf Suez	2013	Serviços de utilidade pública	-0,06	0,53	0,59	n/a

Tabela 16 - *Interest coverage ratio* principais impactos individuais

Relativamente ao impacto na *covenant Interest coverage ratio*, de acordo com os resultados obtidos, é possível verificar que o impacto estimado nesta variável é positivo. Porém, no que respeita ao impacto individual o efeito da introdução do Modelo do direito de utilização influencia de forma diferente as empresas da nossa amostra.

De acordo com a tabela 16, verifica-se que a DHL é uma das principais empresas afetadas pela introdução deste modelo, sendo que no cenário pós a norma, o valor do rácio aumentou 5 pontos comparativamente com o cenário antes da norma. Apesar de não ser conhecido o limite ao qual esta empresa está sujeita, no que respeita a esta restrição contratual, podemos afirmar que, em caso de a empresa estar sujeita a esta *covenant*, verificar-se-á um afastamento significativo desse valor, dado o aumento registado no cenário pós a norma.

Na tabela 17 são apresentados os principais impactos ao nível do *Leverage ratio*.

Empresa	Ano	Setor	Antes da Norma	Pós a Norma	Variação	
					Absoluta	Relativa
Indítex	2013	Retalho	0,03 %	19,52 %	1.949 p.b.	57594%
DHL	2013	Bens industriais e serviços	14,22 %	27,37 %	1.315 p.b.	92%
LVMH Moet Hennessy	2012	Bens pessoais e de uso doméstico	13,62 %	22,87 %	925 p.b.	68%
L'Oreal	2012	Bens pessoais e de uso doméstico	0,84 %	6,51 %	567 p.b.	675%

Tabela 17 - Leverage ratio principais impactos individuais

Como havia sido demonstrado no capítulo anterior, na tabela supra apresentada, denota-se que o impacto no *Leverage ratio* poderá ser significativo para algumas das empresas da amostra. No caso particular da Inditex o aumento foi de quase 2.000 pontos base. Como é possível verificar pelo valor apresentado antes da norma o nível de endividamento da empresa era quase zero. Todavia, com a inclusão no passivo do financiamento de todos os tipos de locações, verifica-se que o financiamento dos seus ativos, ao contrário do que era possível verificar inicialmente, é em parte efetuado com capitais alheios. No caso particular da Inditex, este efeito acontece pela classificação como locações operacionais da grande maioria dos espaços de retalho do grupo.

Por outro lado, o aumento estimado na LVMH Moet Hennessy pode ser explicado pela elevada recorrência a fontes de financiamento que não consideram a dívida na estrutura patrimonial. No R&C do grupo não são descritos o tipo de ativos que são financiados através de locações operacionais, porém através das demonstrações financeiras é

possível verificar que as locações operacionais representam, aproximadamente, 45% das fontes de financiamento bancário desta empresa.

Apesar dos impactos se verificarem em níveis de referência baixos, nos casos apresentados inferiores a 30%, é possível concluir que os impactos decorrentes da ED 2013 podem ser amplos. Pelo que, para empresas que num cenário antes da norma apresentem elevados níveis de endividamento, com a inclusão da ED 2013 podem violar (ou aproximar-se significativamente da violação de) esta *covenant*.

Relativamente à *covenant Debt-to-EBITDA* as principais empresas afetadas pelo Modelo do direito de utilização são as apresentadas na tabela seguinte.

Empresa	Ano	Setor	Antes da Norma	Pós a Norma	Variação	
					Absoluta	Relativa
Gdf Suez	2013	Serviços de utilidade pública	-420,15	55,19	475,34	n/a
DHL	2013	Bens industriais e serviços	1,15	1,92	0,77	67%
Inditex	2013	Retalho	0,001	0,69	0,69	57829%
Lvmh Moet Hennessy	2012	Bens pessoais e de uso doméstico	0,97	1,57	0,61	63%
L'Oreal	2012	Bens pessoais e de uso doméstico	0,05	0,41	0,35	653%

Tabela 18 - Debt-to-EBITDA principais impactos individuais

A *covenant Debt-to-EBITDA* é uma das variáveis que apresentou alterações mais significativas com a ED 2013. No caso particular desta *covenant* identificou-se que, além do efeito positivo anteriormente estimado, a inclusão do Modelo do direito de utilização levou a que o valor da GDF Suez passasse de negativo para um valor positivo, para o ano 2013.

Esta variação está associada ao resultado operacional da empresa (EBITDA) no cenário antes da norma, sendo este resultado negativo, o rácio traduz-se num valor negativo. Com a transferência dos gastos com as locações de gastos operacionais, para gastos com depreciações e amortizações e gastos com financiamentos obtidos, o aumento do EBITDA originou a que, no cenário pós a norma, o EBITDA desta empresa fosse positivo, alterando desta forma o sinal do rácio entre os dois cenários.

Por outro lado, a L'Oreal, no cenário antes da norma, registava um valor próximo de 0, contudo com a consideração de todas as locações na estrutura patrimonial, o valor desta *covenant* aumentou significativamente. Esta oscilação tão acentuada é justificada por um reduzido nível de endividamento contabilizado no passivo, sendo o financiamento

através de dívida não considerada na estrutura patrimonial, neste caso através de locações operacionais, uma das principais fontes de financiamento de eleição da empresa.

Empresa	Ano	Setor	Antes da Norma	Pós a Norma	Variação	
					Absoluta	Relativa
Inditex	2013	Retalho	179,58 %	139,68 %	-3.990 p.b.	-22%
DHL	2013	Bens industriais e serviços	107,11 %	94,76 %	-1.235 p.b.	-12%

Tabela 19 - Current ratio principais impactos individuais

De acordo com a última *covenant* em análise, a *Current ratio*, estimaram-se dois decréscimos muito acentuados quando comparado o cenário antes com o pós a norma. As reduções causadas pela introdução da norma levaram a que o rácio da Inditex apresenta-se uma diminuição de aproximadamente 4.000 pontos base, o que no que respeita às restrições contratuais poderá colocar uma empresa que se considera longe de violar uma *covenant* numa situação delicada.

O elevado impacto registado nesta restrição contratual poderá estar diretamente relacionado com a estrutura de capitais das empresas. Uma vez que, para empresas com passivos de curto prazo mais baixos, como é o exemplo da Inditex e da DHL, o *Current ratio* é mais sensível a efeitos ligeiros decorrentes da inclusão de todas as locações no passivo.

Na tabela seguinte são apresentados os principais efeitos verificados na Autonomia financeira.

Empresa	Ano	Setor	Antes da Norma	Pós a Norma	Variação	
					Absoluta	Relativa
Inditex	2012	Retalho	65,80 %	52,78 %	-1.302 p.b.	-20%
DHL	2013	Bens industriais e serviços	27,26 %	23,08 %	-418 p.b.	-15%
Deutsche Telekom	2012	Telecomunicações	28,28 %	24,34 %	-395 p.b.	-14%

Tabela 20 - Autonomia financeira principais impactos individuais

Como já havia sido identificado na análise aos principais impactos individuais às *covenants*, a Inditex e a DHL são duas das principais empresas afetadas pela introdução da proposta de norma das locações.

No caso particular do grupo Inditex o efeito decorrente da implementação do Modelo do direito de utilização representa uma diminuição significativa no rácio da Autonomia financeira, sendo que na situação antes da norma, o rácio traduzia que dois terços do ativo da empresa eram financiados por capitais próprios. Todavia, num cenário em que as locações são totalmente consideradas na estrutura patrimonial, o total dos ativos financiados por capitais próprios diminui para aproximadamente metade.

Relativamente ao efeito apresentado na DHL e Deutsche Telekom, estima-se que no cenário pós a norma o valor das duas empresas se fixe abaixo dos 25%, sendo este o valor de referência frequentemente utilizado em projetos de investimento.

Nas três empresas presentes na tabela 20, denota-se uma diminuição significativa do peso do investimento efetuado pelos acionistas no total do ativo das empresas, esta diminuição poder-se-á traduzir numa diminuição de poder dos mesmos junto da empresa. Uma vez que, com o aumento do peso dos obrigacionistas no passivo das empresas, aumenta a necessidade de controlo deste grupo de *stakeholders*, de forma a cobrir o seu risco, decorrente do nível de endividamento mais elevado.

Empresa	Ano	Setor	Antes da Norma	Pós a Norma	Variação	
					Absoluta	Relativa
Inditex	2012	Retailo	24,54 %	29,90 %	536 p.b.	22%
DHL	2013	Bens industriais e serviços	7,63 %	10,36 %	273 p.b.	36%
Saint Gobain	2012	Construção	9,18 %	10,98 %	180 p.b.	20%
Carrefour	2013	Retailo	5,41 %	6,65 %	124 p.b.	23%
GDF Suez	2013	Serviços de utilidade pública	-0,11 %	0,89 %	99 p.b.	n/a

Tabela 21 - Rendabilidade operacional das vendas principais impactos individuais

Na tabela 21 são expostos os impactos estimados no que diz respeito à Rendibilidade operacional das vendas. Dos valores apresentados, denota-se que de acordo com o Modelo do direito de utilização, as empresas apresentam níveis de rendibilidade mais elevados, sem que a sua produtividade tenha efetivamente melhorado. Este efeito está relacionado com o aumento do EBITDA, associado à transferência das despesas com locações operacionais de gastos operacionais para depreciações e amortizações e/ou gastos com financiamentos obtidos.

Entre as empresas com os principais impactos individuais, ao nível da Rendibilidade operacional das vendas, encontra-se a Saint Gobain, que registou despesas com locações

operacionais elevadas no ano de 2012, decorrente do aluguer de equipamentos e veículos, de acordo com o R&C 2012.

Na tabela 22 apresentam-se os dados relativos ao rácio da Rotação do ativo.

Empresa	Ano	Setor	Antes da Norma	Pós a Norma	Variação	
					Absoluta	Relativa
DHL	2013	Bens industriais e serviços	1,63	1,38	-0,25	-15%
Inditex	2012	Retalho	1,24	0,99	-0,24	-20%
Deutsche Telekom	2012	Telecomunicações	0,54	0,46	-0,08	-14%

Tabela 22 - Rotação do ativo principais impactos individuais

No que respeita aos impactos individuais na Rotação do ativo, apesar de não se verificar elevadas diminuições, ao contrário da Rendibilidade operacional das vendas, o impacto representado neste rácio representa uma perda de eficiência por parte das empresas.

A diminuição verificada, apesar de não traduzir uma redução de eficiência real, uma vez que não se verificou qualquer alteração dentro da empresa, poderá demonstrar um facto que antes da norma não estava a ser considerado. Por exemplo, duas empresas com o mesmo nível de faturação e ativo, medido através das demonstrações financeiras, de acordo com o rácio da Rotação do ativo encontravam-se no mesmo patamar de eficiência, contudo se uma das duas recorre-se a financiamento através de locações operacionais o rácio não traduziria este efeito. Porém, com o Modelo do direito de utilização esta diferença entre as empresas passaria a espelhar-se neste rácio, demonstrando assim uma distinção entre duas empresas que recorram a diferentes fontes de financiamento.

6. Conclusões, limitações e sugestões

As locações têm sido um tema presente nas discussões internacionais ao longo dos tempos, e apesar da importância desta norma nas demonstrações financeiras, a atualização da mesma tem sido, sucessivamente, colocada em segundo plano. Todavia, nos últimos anos, o IASB e o FASB uniram esforços com o propósito de desenvolver uma norma conjunta que, colmate a ambiguidade e manipulação associada à contabilização das locações.

6.1. Objetivos e resultados obtidos

A presente dissertação procurou estudar qual o impacto, ao nível dos principais indicadores de performance e *covenants* financeiras, decorrente da proposta de alteração da norma internacional das locações para as empresas inseridas na Zona Euro.

De forma a responder ao objetivo definido foram analisadas as empresas não financeiras do índice bolsista EURO STOXX 50, com a exceção das empresas do setor imobiliário. A amostra final em estudo recaiu sobre um total de 37 empresas e procurou medir os impactos ao nível de 4 *covenants* financeiras e 4 indicadores de performance, num cenário em que o Modelo do direito de utilização se encontraria implementado nos anos de 2012 e 2013.

A partir dos resultados obtidos verificou-se que, nos anos de 2012 e 2013, as 37 empresas em análise apresentavam por ano um total de, aproximadamente, 100 mil milhões de euros de dívida não considerada na estrutura patrimonial. Todavia, a análise por setor permitiu demonstrar que este comportamento varia em função do setor de atividade.

No que respeita à análise dos impactos ao nível das *covenants* e dos indicadores de performance, os resultados obtidos permitiram concluir que a implementação da *Exposure Draft* 2013 iria alterar a mediana de todas as variáveis em estudo.

Relativamente aos impactos esperados com a implementação da ED 2013, concluiu-se que, das 4 restrições contratuais em análise, 3 poderão causar um impacto negativo para

as empresas. Apesar de no presente estudo não serem tidos em consideração os limites individuais impostos às empresas no que respeita às *covenants*, verificou-se que os impactos estimados podem aproximar as empresas da violação de uma *covenant*. Uma vez que, o cálculo das *covenants* financeiras tem por base as demonstrações financeiras, e como, normalmente, não há lugar à correção do endividamento não considerado na estrutura patrimonial, a alteração desta norma contabilística, se não salvaguardada no contrato de financiamento, poderá colocar as empresas numa situação delicada.

A violação de uma restrição contratual, ou aproximação ao limite, poderá levar à transferência de valor do acionista para o obrigacionista, como refere Lys (1984), sendo que esta é uma posição indesejada, tanto pela gestão como pelo acionista.

Por sua vez, pela análise aos impactos estimados ao nível dos 4 indicadores de performance em estudo, verificou-se que a implementação do Modelo do direito de utilização penalizaria a imagem das empresas em 3 das variáveis em análise. Dos indicadores estudados, concluiu-se que, a implementação da norma proposta representaria uma diminuição do financiamento dos ativos não correntes através dos capitais permanentes das empresas, assim como, uma diminuição da percentagem do total dos ativos que é financiada por capitais próprios.

Ao nível da Autonomia financeira, os resultados obtidos indiciam que poderá existir uma diminuição do poder de controlo dos acionistas na empresa. Uma vez que, a diminuição do total do ativo financiado por capitais próprios, poderá conduzir a um aumento da necessidade de controlo por parte dos obrigacionistas, para fazer face ao aumento do risco, inerente a um nível de endividamento mais elevado.

Os impactos estimados ao nível dos indicadores de performance, apesar de serem apresentados como decorrentes da implementação do Modelo do direito de utilização, podem ser interpretados como diferenças que existem atualmente entre entidades similares que recorrem a diferentes fontes de financiamento. Por outras palavras, se as demonstrações financeiras não forem corrigidas pela dívida não considerada na estrutura patrimonial, a análise da performance das empresas apresenta níveis de eficiência/rentabilidade diferentes para empresas similares, em função da forma como as empresas financiam os seus ativos.

No que respeita aos utilizadores da informação financeira mais experientes, como os analistas financeiros, atualmente estes impactos podem ser minimizados ou corrigidos. Todavia, o presente estudo recai sobre as maiores empresas presentes na Zona Euro, sendo que a exposição destas, amplia significativamente o grupo de utilizadores que recorre à informação presente nas demonstrações financeiras.

Desta forma, espera-se que os impactos estimados na presente dissertação se materializem nas análises dos utilizadores menos experientes, sendo que poderá entender-se que, a implementação do Modelo do direito de utilização aproximará as conclusões, ao nível das variáveis em estudo, dos analistas menos experientes aos analistas mais experientes, aumentando assim a qualidade da informação financeira.

6.2. Limitações do estudo

O presente estudo encontra-se limitado à amostra selecionada, sendo que apenas foram estudadas 37 empresas não financeiras presentes no EURO STOXX. De forma que, os resultados obtidos estão confinados à amostra em estudo, limitando desta forma a análise do impacto ao nível das variáveis entre países e setores.

A recolha da informação através dos R&C encontra-se limitada à informação divulgada pelas empresas, sendo que, a falta de informação relativa ao tipo e peso dos ativos financiados através de locações operacionais não permitiu aprofundar o estudo e analisar o impacto da mensuração subsequente, ao nível dos bens do Tipo A e Tipo B.

No que respeita à análise individual das restrições contratuais, a ausência de informação relativa às *covenants* a que as empresas estão efetivamente sujeitas, poderá conduzir a uma análise que na prática não se aplicasse. Sendo que, se as *covenants* associadas a cada empresa se encontrassem divulgadas seria possível fazer uma análise entre o impacto da ED 2013 e a aproximação real do limite de cada restrição contratual, possibilitando, desta forma, uma maior proximidade à realidade.

Apesar do presente estudo ter por base as principais empresas da Zona Euro, a replicação dos principais impactos estimados teria uma expressão reduzida para a

realidade Portuguesa, uma vez que, os principais utilizadores da informação das pequenas e médias empresas, as instituições bancárias, têm acesso privilegiado à informação. Posto isto, no caso da maioria das empresas portuguesas, o impacto nas conclusões dos principais utilizadores da informação seria reduzido, dado que estes à partida possuem informação privilegiada sobre as mesmas.

O presente estudo foi desenvolvido estimando os principais impactos na ótica dos locatários, sendo que não foram abordados os principais impactos no ponto de vista dos locadores, limitando a análise da totalidade dos impactos decorrentes da ED 2013.

6.3. Contributos e sugestões de pesquisa futura

A presente dissertação pretendeu estudar a fase de desenvolvimento da norma, sendo que para pesquisas futuras sugere-se que, se analise o impacto efetivo no período de transição entre a norma em vigor e a ED 2013.

Decorrente da limitação da análise individual das *covenants*, uma pesquisa futura poderia recair sobre a análise do impacto da implementação da norma, tendo por referência as restrições contratuais que as empresas se encontram efetivamente sujeitas.

Após a implementação da norma, uma opção de estudo válida poderia ser a análise do comportamento das empresas, no que respeita à recorrência a fontes de financiamento que, no normativo atualmente em vigor, permitiriam o financiamento com dívida não considerada na estrutura patrimonial.

Como forma de estimar os impactos ao nível dos dois normalizadores que estão a desenvolver a norma em análise, IASB e FASB, poderia ser realizada uma comparação dos impactos entre os dois normativos. Com o propósito de identificar qual apresentará impactos mais significativos e se, esses impactos são decorrentes das normas, ou das características dos mercados nos quais vigoram estes normativos.

Por último, sugere-se como estudo futuro, a medição dos impactos decorrentes da alteração da norma das locações na ótica dos locadores.

Bibliografia

- Accounting Principles Board (1964), “Opinion 5 – Reporting of Leases in Financial Statements of Lesse”, *American Institute of Certified Public Accountants*.
- ASQUITH, PAUL, BEATTY, ANNE e WEBER JOSEPH (2005), “Performance pricing in bank debt contracts”, *Journal of Accounting and Economics*, No. 40, pp. 101–128.
- BEATTIE, VIVIEN, GOODACRE, ALAN e THOMSON, SARAH JANE (2006), “International lease-accounting reform and economic consequences: The views of U.K. users and preparers”, *The International Journal of Accounting* 41, pp. 75– 103.
- BEATTY, ANNE, RAMESH K. e WEBER, JOSEPH (2002), “The importance of accounting changes in debt contracts: the cost of flexibility in covenant calculations”, *Journal of Accounting and Economics* 33, pp. 205-227.
- BEATTY, RANDOLPH P. e VERRECCHIA, ROBERT E. (1989), “The effect of a mandated accounting change on the capitalization process”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 5, No. 2, pp. 472-493.
- BENEISH, MESSOD D. e PRESS, ERIC (1993), “Costs of Technical Violation of Accounting-Based Debt Covenants”, *The Accounting Review*, Vol. 68, No. 2, pp. 233-257.
- BERGER, PHILIP G. e HANN, REBECCA (2002), “The Impact of SFAS No. 131 on Information and Monitoring”, *Journal of Accounting Research*, Vol.41, No. 2, pp. 163-223.
- BRITO, RAQUEL CAPA (2011), “A ingerência do credor controlador no governo societário - Consequências e mecanismos de restabelecimento do equilíbrio entre as partes”, Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão, Universidade Católica Portuguesa.

- DANVERS, KREAG, REINSTEIN, ALAN e JONES, LAWRENCE S. (2003), “Financial performance effects of synthetic leases” (2003), *Henry Stewart Publications 1473-1894 Briefings in Real Estate Finance*, Vol.3. No.2, pp. 131-146.
- DEFOND, MARK L. e JIAMBALVO, JAMES (1992), “Debt covenant violation and manipulation of accruals”, *Journal of Accounting and Economics 17*, pp. 145-176, North-Holland.
- DEMERJIAN, PETER R. (2011),” Accounting standards and debt covenants: Has the “balance sheet approach” led to a decline in the use of balance sheet covenants?”, *Journal of Accounting and Economics 52*, pp. 178–202.
- DUKE, JOANNE C., HSIEH, SU-JANE e SU, YULI (2009), “Operating and synthetic leases: Exploiting financial benefits in the post-Enron era” *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting 25*, pp. 28-39.
- EL-GAZZAR, SAMIR, LILIEN, STEVE e PASTENA, VICTOR (1986), “Accounting for Leases by Lessees”, *Journal of Accounting and Economics 8*, pp. 217-237, North-Holland.
- ELY, KIRSTEN M. (1995), “Operating Lease Accounting and the Market’s Assessment of Equity Risk”, *Journal of Accounting Research* Vol. 33 No.2, pp. 397-415.
- IMHOFF, EUGENE A. Jr., LIPE, ROBERT C. e WRIGHT, DAVID W. (1991), “Operating Leases: Impact of Constructive Capitalization”, *Accounting Horizons / March 1991*, pp. 51-63.
- IMHOFF, EUGENE A. Jr., LIPE, ROBERT C. e WRIGHT, DAVID W. (1997), “Operating Leases: Income Effects of Constructive Capitalization”, *Accounting Horizons*, Vol. 11 No. 2, pp.12-32.
- IMHOFF, EUGENE A. Jr. e THOMAS, JACOB K. (1986), “Economic Consequences of Accounting Standards The Lease Disclosure Rule Change”, *Journal of Accounting and Economics 10*, pp. 277-310, North-Holland.
- International Accounting Standards Board (2003), “AP03A – Summary of Feedback on the 2013 ED”.

International Accounting Standards Board (2003), “History of lease accounting (Agenda paper 12C)”.

International Accounting Standards Board (2003), “IAS 17 – Leases”.

International Accounting Standards Board (2013), “*Exposure Draft ED/2013/6 Leases*”.

International Accounting Standards Board (2013), “Snapshot: Leases”.

KARIM, DILRUBA, LIADZE, LANA, BARREL, RAY e DAVIS, E. PHILIP (2012), “Off-balance sheet exposures and banking crises in OECD countries”, *Journal of Financial Stability* 9, pp. 673– 681.

KRISCHE, SUSAN D., SANDERS, PAULA R. e SMITH, STEVEN D. (2012), “Lease transaction structuring, earnings management, and management credibility”, *Research in Accounting Regulation* 24, pp. 33–39.

LYS, THOMAS (1984), “Mandated Accounting Changes and Debt Covenants the case of Oil and Gas Accounting”, *Journal of Accounting and Economics* 6, pp. 39-65, North-Holland.

MARTINS, RUI MANUEL NEVES (2014), “O governo das sociedades e o relato voluntário das entidades do PSI-20”, Dissertação de Mestrado em Contabilidade, Universidade do Minho.

MOREIRA, JOSÉ ANTÓNIO CARDOSO (1997), *Análise Financeira de Empresas da teoria à prática*, Associação da Bolsa de Derivados do Porto, depósito legal 115 178/97.

MYERS, JOHN H. (1962), “Reporting of Leases in Financial Statements”, *Accounting Research Study No. 4* (New York: American Institute of Certified Public Accountants).

QUIVY, RAYMOND e LUCVAN CAMPENHOUDT (2008), *Manual de Investigação em Ciências Sociais*, Gradiva – Publicações, S.A., depósito legal 270 996/2008.

SWEENEY, AMY PATRICIA (1993), *Journal of Accounting and Economics* 17, pp. 281-308, North-Holland.

STOXX Limited, EURO STOXX 50 *Index components*.

THORNTON, DANIEL B. (1992), "Costs of Accounting to Lenders: Canadian Evidence", *Accounting and Business Research*, Vol. 22. No. 87, pp. 261-273.

VATTER, W., J. (1966), "Accounting for Leases", *Journal of Accounting Research*, Autumn, 1966, pp. 133-148.

ZECHMAN, SARAH L. C. (2010), "The Relation Between Voluntary Disclosure and Financial Reporting: Evidence from Synthetic Leases", *Journal of Accounting Research*, Vol. 48 No. 3, pp. 725-765.

Anexos

1 - Correlação de Pearson

O coeficiente de correlação linear de Pearson permite medir o grau de correlação linear entre duas variáveis quantitativas. O valor deste coeficiente está contido entre 1 e -1, sendo que 1 representa correlação positiva perfeita, -1 correlação negativa perfeita e 0 que não há relação entre as variáveis.

O coeficiente de Pearson é obtido através da seguinte expressão:

$$r = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{(\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2)(\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2)}}$$

Sendo:

r – coeficiente de correlação de Pearson

n – número de observações

x_i – valor observado para a empresa i antes da norma

\bar{x} – média observada antes da norma

y_i – valor observado para a empresa i pós a norma

\bar{y} – média observada pós a norma

Na tabela seguinte apresentam-se os dados obtidos para o ano de 2012.

Antes da Norma		Pós a Norma	2012
<i>ICR</i>	Correlação de Pearson		,999*
	Sig. (2 extremidades)		,000
	N		34
<i>Lev. Ratio</i>	Correlação de Pearson		,952*
	Sig. (2 extremidades)		,000
	N		37
<i>Debt-to-EBITDA</i>	Correlação de Pearson		,993*
	Sig. (2 extremidades)		,000
	N		34
<i>Cur. ratio</i>	Correlação de Pearson		,992*
	Sig. (2 extremidades)		,000
	N		37
REF	Correlação de Pearson		,992*
	Sig. (2 extremidades)		,000
	N		37
AF	Correlação de Pearson		,988*
	Sig. (2 extremidades)		,000
	N		37
ROV	Correlação de Pearson		,992*
	Sig. (2 extremidades)		,000
	N		34
Rot. Ativo	Correlação de Pearson		,989*
	Sig. (2 extremidades)		,000
	N		37

* A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Tabela 23 - Correlação de Pearson - ano 2012

De acordo com os dados apresentados na tabela 9, podemos afirmar que todas as variáveis antes da norma apresentam uma correlação positiva com a própria variável após a norma. Por exemplo, o ICR no cenário antes da norma apresenta um coeficiente de correlação linear de Pearson de 0,999 com o cenário pós a norma, para um nível de significância de 1%.

Por outras palavras, para o ano de 2012 o coeficiente de correlação permite-nos concluir que quando as variáveis antes da norma aumentam (diminuem) as variáveis pós a norma aumentam (diminuem).

Na tabela 24, são apresentados os coeficientes de correlação para o ano de 2013.

Pós a Norma		2013
Antes da Norma		
<i>ICR</i>	Correlação de Pearson	,998*
	Sig. (2 extremidades)	,000
	N	34
<i>Lev. Ratio</i>	Correlação de Pearson	,949*
	Sig. (2 extremidades)	,000
	N	37
<i>Debt-to-EBITDA</i>	Correlação de Pearson	-,983*
	Sig. (2 extremidades)	,000
	N	34
<i>Cur. ratio</i>	Correlação de Pearson	,984*
	Sig. (2 extremidades)	,000
	N	37
REF	Correlação de Pearson	,997*
	Sig. (2 extremidades)	,000
	N	37
AF	Correlação de Pearson	,988*
	Sig. (2 extremidades)	,000
	N	37
ROV	Correlação de Pearson	,995*
	Sig. (2 extremidades)	,000
	N	34
Rot. Ativo	Correlação de Pearson	,990*
	Sig. (2 extremidades)	,000
	N	37

* A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Tabela 24 - Correlação de Pearson - ano 2013

Dos dados apresentados para o ano de 2013 verifica-se que, com a exceção da *covenant* de *Debt-to-EBITDA*, todas as variáveis antes da norma apresentam correlação positiva com as correspondentes variáveis pós a norma.

Por sua vez, a *covenant Debt-to-EBITDA* apresenta um coeficiente de correlação de Pearson negativo, o que significa que quando a *covenant* antes da norma aumenta (diminui) a variável pós a norma diminui (aumenta), para um nível de significância de 1%.

Como foi possível analisar dos dados apresentados na tabela 17 e 18, as variáveis antes da norma estão correlacionadas com as variáveis pós a norma, desta forma verifica-se o princípio do *Wilcoxon signed-rank test*, uma vez que as variáveis estão relacionadas entre si.

2 - Dados do estudo empírico

2012 - Antes da Norma	Interest Cover Ratio	Leverage Ratio	Debt-to- EBITDA	Current Ratio	Regra Equil. financeiro	Auton. financeira	Rend. Oper. vendas	Rotação do ativo
Air Liquide	15,2	29,1 %	1,9	84,5 %	1,2	41,7 %	24,6 %	0,6
Airbus Group	7,9	11,8 %	2,6	77,1 %	2,2	11,3 %	7,3 %	0,6
Anheuser Busch	4,4	36,2 %	2,8	40,1 %	1,3	37,1 %	40,5 %	0,3
Asml	42,9	9,6 %	0,5	170,6 %	0,7	57,1 %	34,4 %	0,6
Basf	-	20,4 %	-	124,6 %	1,2	40,8 %	-	1,1
Bayer	6,9	18,6 %	1,7	189,0 %	1,3	36,1 %	13,8 %	0,8
Bmw	117,6	52,7 %	5,8	151,5 %	0,8	23,2 %	15,6 %	0,6
Carrefour	7,0	24,4 %	2,7	113,6 %	1,1	17,5 %	5,3 %	1,7
Crh	6,5	23,0 %	2,7	122,0 %	0,9	50,7 %	9,8 %	0,9
Daimler	-	46,8 %	-	82,9 %	1,4	24,1 %	-	0,7
Danone	14,2	21,1 %	1,8	82,9 %	1,1	41,5 %	16,6 %	0,7
DHL	13,5	18,4 %	1,8	87,2 %	2,2	24,8 %	7,2 %	1,5
Deutsche Telekom	-	41,3 %	-	43,3 %	1,4	28,3 %	-	0,5
E.On	3,8	18,5 %	2,6	93,3 %	1,6	27,6 %	7,4 %	0,9
Enel	3,1	37,2 %	4,0	58,7 %	1,3	30,3 %	19,3 %	0,5
Eni	42,7	17,5 %	0,7	132,2 %	1,0	44,7 %	27,7 %	0,9
Essilor International	45,2	13,3 %	0,8	134,8 %	0,9	56,7 %	21,7 %	0,7
Gdf Suez	7,4	27,8 %	4,0	84,2 %	1,2	34,7 %	14,7 %	0,5
Iberdrola	5,1	34,0 %	4,3	40,6 %	1,3	34,3 %	22,6 %	0,4
Inditex	0,0	0,1 %	0,0	153,5 %	0,8	65,8 %	24,5 %	1,2
L'Oreal	132,7	0,8 %	0,1	124,7 %	1,0	70,9 %	20,4 %	0,8
Lvmh Moet Hennessy	50,3	13,6 %	1,0	76,9 %	1,2	51,0 %	25,0 %	0,6
Orange	5,9	43,6 %	3,8	65,1 %	1,2	29,3 %	23,9 %	0,5
Phillips	4,3	15,6 %	2,4	115,8 %	1,1	38,5 %	8,0 %	0,8
Repsol	7,4	29,4 %	3,1	100,7 %	1,1	42,3 %	10,8 %	0,9
Rwe	3,3	22,6 %	2,1	98,4 %	2,0	18,7 %	18,5 %	0,6
Saint Gobain	6,3	26,7 %	3,2	110,5 %	1,1	37,5 %	9,2 %	0,9
Sanofi	13,6	14,5 %	1,4	116,6 %	1,1	57,2 %	28,5 %	0,4
Sap	28,7	19,9 %	1,1	155,1 %	0,9	53,7 %	29,2 %	0,6
Schneider Electric	8,8	22,5 %	2,4	145,1 %	1,0	46,5 %	14,1 %	0,7
Siemens	17,7	19,1 %	2,3	126,4 %	1,2	29,0 %	11,5 %	0,7
Telefonica	5,0	51,5 %	3,4	64,5 %	1,3	21,3 %	30,9 %	0,5
Total	50,4	19,4 %	1,0	108,2 %	1,1	42,3 %	18,6 %	1,1
Unilever Nv	15,7	22,1 %	1,2	66,5 %	1,5	34,5 %	16,1 %	1,1
Vinci	9,3	32,8 %	3,7	90,4 %	1,3	22,4 %	14,1 %	0,6
Vivendi	10,3	29,8 %	3,2	63,6 %	1,3	35,8 %	24,7 %	0,4
Volkswagen Pref	7,5	38,0 %	6,2	72,9 %	1,6	26,5 %	9,9 %	0,6

2012 - Pós a Norma	<i>Interest Cover Ratio</i>	<i>Leverage Ratio</i>	<i>Debt-to- EBITDA</i>	<i>Current Ratio</i>	Regra Equil. financeiro	Auton. financeira	Rend. Oper. vendas	Rotação do ativo
Air Liquide	15,8	30,6 %	2,0	82,5 %	1,2	40,8 %	25,6 %	0,6
Airbus Group	8,2	12,7 %	2,8	76,9 %	2,2	11,2 %	7,6 %	0,6
Anheuser Busch	4,5	37,2 %	2,8	39,8 %	1,3	36,4 %	41,1 %	0,3
Asml	44,0	10,7 %	0,5	168,5 %	0,7	56,4 %	35,3 %	0,6
Basf	-	21,9 %	-	122,8 %	1,2	40,1 %	-	1,1
Bayer	7,2	19,5 %	1,8	185,3 %	1,3	35,7 %	14,3 %	0,8
Bmw	120,5	53,3 %	5,8	150,6 %	0,8	22,9 %	16,0 %	0,6
Carrefour	8,6	30,6 %	3,0	108,3 %	1,1	16,1 %	6,6 %	1,5
Crh	7,4	27,6 %	3,0	116,4 %	1,0	47,7 %	11,1 %	0,8
Daimler	-	47,5 %	-	82,2 %	1,4	23,8 %	-	0,7
Danone	14,9	22,8 %	1,9	81,2 %	1,1	40,6 %	17,4 %	0,7
DHL	18,5	30,0 %	2,4	80,1 %	1,9	21,3 %	9,9 %	1,2
Deutsche Telekom	-	49,5 %	-	40,1 %	1,4	24,3 %	-	0,5
E.On	3,9	19,5 %	2,8	92,8 %	1,6	27,3 %	7,6 %	0,9
Enel	3,1	37,3 %	4,0	58,6 %	1,3	30,2 %	19,3 %	0,5
Eni	43,7	19,0 %	0,7	130,1 %	1,0	43,9 %	28,4 %	0,9
Essilor International	46,1	14,6 %	0,9	133,3 %	0,9	55,8 %	22,2 %	0,7
Gdf Suez	7,9	29,5 %	4,1	83,0 %	1,2	33,9 %	15,5 %	0,5
Iberdrola	5,1	34,6 %	4,3	40,5 %	1,3	34,0 %	22,8 %	0,3
Inditex	0,0	19,8 %	0,7	125,5 %	0,9	52,8 %	29,9 %	1,0
L'Oreal	144,8	6,5 %	0,4	116,7 %	1,0	66,8 %	22,2 %	0,7
Lvmh Moet Hennessy	58,1	22,9 %	1,6	72,1 %	1,2	45,6 %	28,9 %	0,5
Orange	6,5	47,9 %	4,1	62,3 %	1,2	27,1 %	26,4 %	0,4
Philips	4,9	19,0 %	2,7	113,3 %	1,1	36,9 %	9,1 %	0,8
Repsol	8,1	32,0 %	3,2	99,0 %	1,1	40,7 %	11,8 %	0,8
Rwe	3,3	23,7 %	2,2	97,5 %	2,0	18,4 %	18,8 %	0,6
Saint Gobain	7,6	31,0 %	3,3	105,6 %	1,1	35,3 %	11,0 %	0,9
Sanofi	14,0	15,6 %	1,5	115,2 %	1,1	56,5 %	29,2 %	0,4
Sap	30,4	22,7 %	1,2	146,9 %	1,0	51,9 %	30,9 %	0,6
Schneider Electric	9,0	24,0 %	2,6	142,9 %	1,0	45,6 %	14,5 %	0,6
Siemens	19,2	21,4 %	2,5	123,8 %	1,2	28,2 %	12,5 %	0,7
Telefonica	5,3	55,0 %	3,6	61,9 %	1,3	19,8 %	33,2 %	0,5
Total	51,5	21,1 %	1,1	106,8 %	1,1	41,4 %	19,0 %	1,0
Unilever Nv	16,4	25,3 %	1,4	65,1 %	1,5	33,1 %	16,8 %	1,1
Vinci	9,8	34,1 %	3,7	89,2 %	1,3	22,0 %	14,9 %	0,6
Vivendi	11,1	32,9 %	3,4	62,2 %	1,3	34,2 %	26,9 %	0,4
Volkswagen Pref	7,5	38,0 %	6,2	72,9 %	1,6	26,5 %	9,9 %	0,6

2013 - Antes da Norma	<i>Interest Cover Ratio</i>	<i>Leverage Ratio</i>	<i>Debt-to- EBITDA</i>	<i>Current Ratio</i>	Regra Equil. financeiro	Auton. financeira	Rend. Oper. vendas	Rotação do ativo
Air Liquide	17,5	27,9 %	1,8	81,9 %	1,2	43,4 %	25,3 %	0,6
Airbus Group	9,2	12,8 %	2,6	78,1 %	2,2	11,8 %	7,7 %	0,6
Anheuser Busch	5,7	34,7 %	2,1	44,5 %	1,3	39,0 %	54,9 %	0,3
Asml	31,6	8,8 %	0,7	164,6 %	0,7	61,8 %	30,4 %	0,4
Basf	-	22,4 %	-	113,1 %	1,2	43,2 %	-	1,1
Bayer	12,0	17,6 %	1,4	168,2 %	1,3	40,5 %	16,4 %	0,8
Bmw	96,9	50,8 %	5,9	147,3 %	0,8	25,8 %	15,5 %	0,5
Carrefour	8,5	21,2 %	2,2	108,7 %	1,1	19,7 %	5,4 %	1,8
Crh	3,2	27,1 %	6,5	131,8 %	0,9	47,4 %	4,7 %	0,9
Daimler	-	46,1 %	-	80,2 %	1,3	25,7 %	-	0,7
Danone	11,6	28,0 %	2,8	86,2 %	1,1	34,7 %	14,7 %	0,7
DHL	25,3	14,2 %	1,1	107,1 %	1,6	27,3 %	7,6 %	1,6
Deutsche Telekom	-	43,7 %	-	63,7 %	1,3	27,1 %	-	0,5
E.On	4,1	17,8 %	2,2	80,3 %	1,7	27,8 %	8,5 %	0,9
Enel	3,2	35,5 %	3,4	59,9 %	1,2	32,2 %	22,1 %	0,5
Eni	28,3	18,7 %	1,0	144,4 %	1,0	44,3 %	23,3 %	0,8
Essilor International	42,8	15,5 %	1,1	117,8 %	1,0	53,3 %	22,0 %	0,7
Gdf Suez	-0,1	25,0 %	-420,1	86,6 %	1,3	33,5 %	-0,1 %	0,6
Iberdrola	4,7	31,7 %	4,1	38,8 %	1,3	38,3 %	22,0 %	0,4
Inditex	0,0	0,0 %	0,0	179,6 %	0,7	67,4 %	23,5 %	1,2
L'Oreal	168,6	1,3 %	0,1	136,7 %	1,0	72,3 %	21,4 %	0,7
Lvmh Moet Hennessy	71,3	15,9 %	1,2	74,1 %	1,2	49,8 %	25,2 %	0,5
Orange	6,5	43,6 %	3,3	65,3 %	1,2	30,7 %	27,7 %	0,5
Philips	8,3	14,7 %	1,2	124,4 %	1,0	42,3 %	14,2 %	0,9
Repsol	6,2	27,1 %	3,4	111,4 %	1,0	42,9 %	9,2 %	0,9
Rwe	2,9	23,0 %	2,3	123,5 %	2,0	15,0 %	15,6 %	0,6
Saint Gobain	6,4	26,1 %	3,1	117,1 %	1,0	39,1 %	9,0 %	0,9
Sanofi	15,4	15,2 %	1,5	128,6 %	1,0	59,3 %	28,3 %	0,3
Sap	34,1	16,6 %	0,8	171,7 %	0,9	59,2 %	32,2 %	0,6
Schneider Electric	9,1	24,0 %	2,7	142,8 %	0,9	46,9 %	14,1 %	0,6
Siemens	18,6	20,1 %	2,3	126,8 %	1,2	28,1 %	11,8 %	0,7
Telefonica	5,2	51,1 %	3,2	85,6 %	1,2	23,1 %	32,0 %	0,5
Total	43,9	19,1 %	1,1	105,8 %	1,1	43,2 %	17,1 %	1,0
Unilever Nv	17,6	25,3 %	1,3	59,4 %	1,5	32,6 %	17,7 %	1,1
Vinci	9,5	33,0 %	3,6	87,2 %	1,3	22,6 %	14,2 %	0,6
Vivendi	17,6	24,9 %	1,3	87,7 %	1,2	38,7 %	42,0 %	0,5
Volkswagen Pref	8,3	37,5 %	6,2	73,3 %	1,6	27,8 %	10,0 %	0,6

2013 - Pós a Norma	<i>Interest Cover Ratio</i>	<i>Leverage Ratio</i>	<i>Debt-to- EBITDA</i>	<i>Current Ratio</i>	Regra Equil. financeiro	Auton. financeira	Rend. Oper. vendas	Rotação do ativo
Air Liquide	18,2	29,6 %	1,9	79,9 %	1,2	42,4 %	26,3 %	0,6
Airbus Group	9,5	13,5 %	2,7	77,9 %	2,2	11,8 %	8,0 %	0,6
Anheuser Busch	5,7	35,6 %	2,1	44,2 %	1,3	38,5 %	55,5 %	0,3
Asml	32,2	9,3 %	0,7	163,3 %	0,7	61,4 %	31,0 %	0,4
Basf	-	24,0 %	-	111,6 %	1,2	42,2 %	-	1,1
Bayer	12,3	18,5 %	1,4	165,5 %	1,3	40,1 %	16,9 %	0,8
Bmw	99,5	51,4 %	5,9	146,4 %	0,8	25,4 %	16,0 %	0,5
Carrefour	10,4	26,6 %	2,4	103,8 %	1,1	18,4 %	6,6 %	1,6
Crh	4,3	31,3 %	6,1	125,0 %	0,9	44,7 %	6,2 %	0,8
Daimler	-	46,8 %	-	79,6 %	1,3	25,4 %	-	0,7
Danone	12,2	29,4 %	2,8	84,7 %	1,1	34,0 %	15,5 %	0,7
DHL	34,4	27,4 %	1,9	94,8 %	1,5	23,1 %	10,4 %	1,4
Deutsche Telekom	-	50,9 %	-	58,5 %	1,3	23,7 %	-	0,4
E.On	4,2	18,6 %	2,3	80,0 %	1,7	27,6 %	8,7 %	0,9
Enel	3,3	35,7 %	3,4	59,8 %	1,2	32,1 %	22,2 %	0,5
Eni	29,0	20,1 %	1,0	142,0 %	1,0	43,6 %	23,9 %	0,8
Essilor International	43,7	16,6 %	1,1	116,7 %	1,0	52,7 %	22,4 %	0,7
Gdf Suez	0,5	26,7 %	55,2	85,6 %	1,3	32,7 %	0,9 %	0,5
Iberdrola	4,8	32,3 %	4,1	38,7 %	1,3	37,9 %	22,3 %	0,4
Inditex	0,0	19,5 %	0,7	139,7 %	0,9	54,3 %	29,0 %	1,0
L'Oreal	184,2	6,3 %	0,4	128,6 %	1,0	68,7 %	23,3 %	0,7
Lvmh Moet Hennessy	83,3	25,2 %	1,8	69,6 %	1,2	44,3 %	29,4 %	0,5
Orange	7,1	47,0 %	3,5	62,4 %	1,2	28,8 %	30,4 %	0,4
Philips	8,9	17,8 %	1,4	121,3 %	1,0	40,7 %	15,2 %	0,8
Repsol	6,6	29,5 %	3,6	110,0 %	1,0	41,5 %	9,8 %	0,8
Rwe	3,0	24,2 %	2,4	122,0 %	2,0	14,7 %	16,1 %	0,6
Saint Gobain	7,7	30,7 %	3,3	111,7 %	1,0	36,6 %	10,8 %	0,9
Sanofi	15,8	16,3 %	1,6	127,0 %	1,0	58,6 %	29,1 %	0,3
Sap	35,5	20,2 %	1,0	162,2 %	0,9	56,7 %	33,6 %	0,6
Schneider Electric	9,4	24,8 %	2,7	141,3 %	0,9	46,4 %	14,7 %	0,6
Siemens	20,3	22,4 %	2,4	123,9 %	1,2	27,2 %	12,8 %	0,7
Telefonica	5,6	54,6 %	3,5	81,7 %	1,2	21,4 %	34,5 %	0,5
Total	45,1	21,0 %	1,2	104,4 %	1,1	42,2 %	17,6 %	1,0
Unilever Nv	18,4	28,1 %	1,4	58,4 %	1,5	31,3 %	18,4 %	1,1
Vinci	10,1	34,2 %	3,6	85,9 %	1,3	22,2 %	15,0 %	0,6
Vivendi	18,6	28,8 %	1,5	85,5 %	1,2	36,7 %	44,3 %	0,4
Volkswagen Pref	8,3	37,5 %	6,2	73,3 %	1,6	27,8 %	10,0 %	0,6