

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO
DE LISBOA



DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

A estrutura de capitais e o equilíbrio financeiro – o impacto da
IFRS16

Estudo de caso: Jerónimo Martins, SGPS, S.A.

Filipe João Pereira Ferreira

Lisboa, janeiro de 2024

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO
DE LISBOA

A estrutura de capitais e o equilíbrio financeiro – o impacto da
IFRS16

Estudo de caso: Jerónimo Martins SGPS SA

Filipe João Pereira Ferreira

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Análise Financeira, realizada sob a orientação científica da Professora Doutora Sónia Margarida Ribeiro Bentes. Este projeto contou com o apoio do IPL através do projeto de investigação: IPL/IDI&CA2023/RISKFIN_ISCAL.

Constituição do Júri:

Presidente Prof. Doutor Ricardo Correia

Arguente Prof. Doutor Raúl Navas

Vogal Prof.^a Doutora Sónia Bentes

Lisboa, janeiro de 2024

À minha família.

*“Uma lição de vida, de conduta. É a única coisa que interessa deixar.
O resto é um património que têm de cuidar, para o qual outras pessoas contribuíram.
Meu é aquilo que penso, aquilo de que gosto, aquilo que defendo.”*

– Alexandre Soares dos Santos

Agradecimentos

Aos meus pais e ao meu irmão, obrigado pela forma verdadeira que me ajudam a guiar a minha vida e por tudo o que me ensinaram durante todos estes anos de estudos.

Aos meus 4 avós, obrigado pelo carinho e pelo entusiasmo com que partilham das minhas vitórias. É uma inspiração saber de onde vieram e o que foram capazes de construir. Partilhar com todos vós este momento é uma honra.

Ao Jorge, obrigado pelo exemplo, pela perseverança e pela forma como me fazes ver e encarar o mundo.

Aos meus amigos de infância, Beatriz, Flávia, João, Margarida e Mariana, obrigado pela presença constante, pelos momentos partilhados e pela amizade verdadeira.

À Bárbara Seabra, à Ana Paiva e à Bárbara Quirino, obrigado pela forma como me acolhem no Banco de Portugal, pela companhia libertadora e pela motivação para que este dia chegasse.

Um agradecimento especial à Professora Celeste Filipe, por ter aceitado prontamente o convite para me orientar e por ter comigo desenhado o tema desta dissertação.

À Professora Doutora Sónia Bentes, que aceitou substituir a Professora Celeste Filipe como minha orientadora, agradeço a ajuda sempre célere e carinhosa, os conselhos e o tempo dedicado. A si o meu mais sincero e eterno obrigado.

A todos, tudo farei para que a vida me permita retribuir-vos a luz que foram e são. Obrigado!

Este projeto contou com o apoio do IPL através do projeto de investigação: IPL/IDI&CA2023/RISKFIN_ISCAL.

Resumo

A inexistência de uma definição concreta no normativo em vigor até 2019 – IAS 17 – do conceito de locação operacional, dava às instituições a possibilidade de escriturarem estas locações nas suas demonstrações financeiras como custos decorrentes da sua atividade normal.

Com o intuito de não desvirtuar as demonstrações financeiras o IASB publicou a IFRS 16, que entrou em vigor a 1 de janeiro de 2019. Esta nova norma tem como objetivo que as empresas passem a escriturar as locações operacionais da mesma forma que escrituram as financeiras. Com a aplicação desta norma as empresas passam a contabilizar no Balanço os ativos sobre direitos de uso e os passivos de locação, e na Demonstração de Resultados a registar as amortizações e os juros nas rúbricas homónimas.

A adoção da IFRS 16 levou a grandes alterações em todas as demonstrações financeiras das empresas, impactando praticamente todos os indicadores analisados por gestores, acionistas e analistas.

Na sequência da aplicação da norma pretende-se com este estudo analisar os impactos ocorridos não só na estrutura de capital e no equilíbrio financeiro, mas também nos restantes rácios que se demonstrem impactados pela norma.

Será apresentado o caso de estudo do grupo Jerónimo Martins, SGPS, S.A., pela sua dimensão, componente internacional e características do negócio. Paralelamente, serão tidos como instrumentos de análise, os dados do Banco de Portugal para o setor.

Palavras-chave: locação operacional, IFRS 16, normativo contabilístico, demonstrações financeiras

Abstract

The absence of a concrete definition of the concept of operating lease in the regulations in place until 2019 – IAS 17 – gave institutions the possibility of recording these leases in their financial statements as costs arising from their normal activity.

To avoid distorting the financial statements, the IASB published IFRS 16, which came into effect on January 1st, 2019. This new standard aims to ensure that companies record operating leases in the same way they record financial leases. With the application of this standard companies: record in the Balance Sheet the assets on rights of use and lease liabilities; and in the Income Statement the amortization and interest, under the same headings.

The adoption of IFRS 16 led to major changes in all companies' financial statements, impacting practically all the indicators analyzed by managers, shareholders and analysts.

Following the application of the standard, this study aims to analyze the impacts of the application of IFRS 16 not only on the capital structure and financial balance, but also on the remaining ratios that are demonstrated to be impacted by the standard.

The case study of the Jerónimo Martins, SGPS, S.A. group will be presented, due to its size, international component and business characteristics. Similarly, data from Banco de Portugal for the sector will be used for the analysis.

Keywords: operating lease, IFRS 16, accounting standard, financial statements

Índice

1. Introdução	1
1.1 Objeto e Objetivo.....	2
1.2 Estrutura da dissertação e Metodologia	2
2. Estrutura de Capital.....	3
2.1 Teorema de Modigliani Miller- Irrelevância da Estrutura de Capital.....	5
2.1.1 Proposição I (sem impostos sobre lucros).....	6
2.1.3. Proposição I (com impostos sobre lucros).....	7
2.1.3. Proposição II (sem impostos sobre lucros).....	8
2.1.4. Proposição II (com impostos sobre lucros)	9
2.2 Teoria do <i>Trade-Off</i>	10
2.3 Teoria do <i>Pecking Order</i>	12
2.4 Teoria do Trade Off vs. Teoria do Packing Order	13
3. Equilíbrio Financeiro	15
3.1. Fundo de maneiio ou <i>Working Capital</i>	17
3.1.1 Prazo de Realização de Ativos e Prazo de Exigibilidade das Dívidas	18
3.2 Necessidades de Fundo de Maneio.....	19
3.3 Tesouraria Líquida.....	21
4. IFRS 16 - Locações	25
4.1 Locações	25
4.2 Harmonização Contabilística.....	25
4.3 Transição entre IAS 17 e IFRS 16.....	26
4.4 Mensuração inicial.....	28
4.5 Mensuração Subsequente.....	30
4.6 Estudos relacionados IFRS 16 - Retalho	32
5. Estudo de Caso	35
5.1. O grupo Jerónimo Martins, SGPS, S.A.	35

5.1.1	Estrutura empresarial.....	36
5.1.2	Distribuição Alimentar	37
5.1.3	Evolução geral do negócio: 2017- presente.....	37
5.2	O impacto da IFRS 16 no grupo Jerónimo Martins.....	40
5.2.3.	Análise ao Balanço	42
5.2.2	Análise à Demonstração de Resultados.....	46
5.2.3.	Análise de Médio Longo Prazo – Estrutura de Capital	56
5.2.4.	Análise de Equilíbrio Financeiro.....	60
5.2.5.	Rácios de Funcionamento.....	65
5.2.6.	Rácios de Liquidez	68
6.	Conclusões	71
6.1	Limitações do estudo	73
6.2	Futuras investigações.....	74
7.	Referências Bibliográficas	75
8.	APÊNDICE A	78
9.	Anexos.....	83

Índice de Tabelas

Tabela 3.1 Balanço na perspectiva financeira	16
Tabela 3.2 Comparação entre PRA e PED no equilíbrio financeiro de curto prazo	19
Tabela 3.3 Causas e Consequências de TL deficitária	23
Tabela 3.4 Causas e Consequências de TL excedentária	24
Tabela 4.1 Reconhecimento das locações no balanço dos locatários.....	28
Tabela 4.2 Reconhecimento das locações na DR dos locatários	29
Tabela 4.3 Estudo A - Impactos da IFRS 16 na globalidade dos setores e no retalho	32
Tabela 4.4 Estudo B - Impactos da IFRS 16 nas locações fora do balanço	33
Tabela 4.5 Estudo C - Impactos da IFRS 16 nos rácios de alavancagem.....	33
Tabela 5.1 PMR, PMP, PMS, DLCTE e RAD - JMT (2018-2022).....	65
Tabela 8.1 Principais rubricas do Balanço - JMT	79
Tabela 8.2 Balanço sem "Direitos de Uso" e "Responsabilidades com locações" - JMT..	80
Tabela 8.3 DR - com e sem a IFRS 16 - JMT	81
Tabela 8.4 Rubricas da DR em percentagem do VN - com e sem da IFRS 16 - JMT	82
Tabela 9.1 Demonstração dos impactos da IFRS 16 no Balanço do JMT de 2018.....	84
Tabela 9.2 Quadros do Setor "Comércio a Retalho em Supermercados e Hipermercados" - Balanço	86
Tabela 9.3 Quadros do Setor "Comércio a Retalho em Supermercados e Hipermercados" - DR.....	87
Tabela 9.4 Quadros do Setor "Comércio a Retalho em Supermercados e Hipermercados" - Fluxos de Caixa	88
Tabela 9.5 Quadros do Setor "Comércio a Retalho em Supermercados e Hipermercados" - Outros Indicadores.....	89

Índice de Figuras

Figura 5.1 Estrutura empresarial (principal) do grupo Jerónimo Martins SGPS, S.A.	36
Figura 5.2 e Figura 5.3 Percentagem das vendas por insígnia (esquerda), Vendas (direita)*	37
Figura 5.4 Parque de Lojas	38
Figura 5.5 Evolução das vendas por país	39
Figura 5.6 Vendas em 2022 por origem	40
Figura 5.7 Ativo Total e “Direitos de uso” – JMT (2018-2022)	42
Figura 5.8 Capital Próprio - JMT (2018-2022)	43
Figura 5.9 Passivo Total e "Responsabilidades com Locações" - JMT (2018-2022)	44
Figura 5.10 <i>Debt-to-equity</i> e <i>Debt-to-asset</i> - JMT (2018-2022)	45
Figura 5.11 Gastos Fixos Desembolsáveis - JMT (2018-2022)	47
Figura 5.12 Gastos Fixos Não Desembolsáveis - JMT (2018-2022)	48
Figura 5.13 Juros líquidos - JMT (2018-2022)	49
Figura 5.14 EBITDA e Margem EBITDA - JMT (2018-2022)	50
Figura 5.15 EBIT e Margem EBIT - JMT (2018-2022)	51
Figura 5.16 EBT e Margem EBT - JMT (2018-2022)	52
Figura 5.17 RL e Margem RL - JMT (2018-2022)	53
Figura 5.18 <i>EBIT-to-Interest Ratio</i> - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021)	54
Figura 5.19 <i>Debt-to-EBITDA</i> - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021)	56
Figura 5.20 Autonomia Financeira - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021)	57
Figura 5.21 Nível de Endividamento - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021)	59
Figura 5.22 Solvabilidade Total - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021)	60
Figura 5.23 Fundo de Maneio - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021)	61
Figura 5.24 Necessidades de Fundo de Maneio - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021)	63
Figura 5.25 Tesouraria Líquida - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021)	64
Figura 5.26 Rotação do Ativo Corrente - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021)	67

Figura 5.27 Rotação do Ativo Líquido Total - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021).....	68
Figura 5.28 Liquidez Geral - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021)	69
Figura 5.29 Liquidez Reduzida - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021).....	70

Lista de abreviaturas

AF	Autonomia Financeira
BdP	Banco de Portugal
CAGR	Crescimento Anual Composto
CE	Comissão Europeia
CMVMC	Custo das Mercadorias Vendidas e das Matérias Consumidas
D	<i>Debt</i>
DF	Demonstrações Financeiras
DR	Demonstração de Resultados
E	<i>Equity</i>
EBIT	Resultados antes de Juros e Impostos
EBITDA	Resultados antes de Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações
ESG	<i>Governance</i> ambiental, social e governativa
FM	Fundo de Maneio
FMF	Fundo de Maneio Funcional
IAS	Internacional Accounting Standards
IASB	Internacional Accounting Standards Board
IASC	Internacional Accounting Standards Committee
IFRS	Internacional Financial Reporting Standards
INE	Instituto Nacional de Estatística
IRC	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
IRS	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares
IVA	Imposto sobre Valor Acrescentado
JMT	Jerónimo Martins
LFL	<i>Like-for-like</i>
M	Milhões
mM	Mil milhões
MM	Modigliani e Miller
NC	Necessidades Cíclicas
NE	Nível de Endividamento
NFM	Necessidades de Fundo de Maneio

PED	Prazo de Exigibilidade das Dívidas
PRA	Prazo de Realização dos Ativos
RAI	Resultados antes de Impostos
R&C	Relatório e Contas
RC	Recursos Cíclicos
ST	Solvabilidade Total
TJI	Taxa de Juro Incremental
TL	Tesouraria Líquida
UE	União Europeia
VN	Volume de Negócios

1. Introdução

A existência de contas certas – expressão muito popular nos últimos anos em Portugal – não deve ser da exclusiva preocupação dos organismos dependentes do estado. Deve ser uma preocupação transversal a todos os agentes económicos, nomeadamente as empresas, como garantes da geração de emprego, salários e crescimento económico.

Os dados referentes a agosto de 2023 do Banco de Portugal indicam que as empresas privadas são responsáveis por cerca de 300 mM€ de dívida – cerca de 120% do PIB nacional – pelo que, a gestão sã dessa dívida, é de extrema importância para cada uma dessas empresas, assim como para a estabilidade económica e financeira do país.

A avaliação da estrutura de capitais e do equilíbrio financeiro, enquanto agregadores de indicadores que ajudam a traduzir “a composição das origens de fundos” (Esperança & Matias, 2009) a vários períodos temporais, são dos pontos essenciais a ter enfoque na avaliação feita às empresas, permitindo associar a solidez financeira de uma empresa à sua capacidade de gerar capital.

Revela-se assim de elevada importância a existência de uma análise cuidada à forma como as empresas aplicam o capital que têm à sua disposição (próprio e/ou alheio). Uma análise que, para ser fiadora de fiabilidade e independência, deve ser realizada à luz de demonstrações financeiras baseadas nas normas contabilísticas nacionais e supranacionais aplicadas a cada caso.

Uma das mais recentes alterações aos normativos contabilísticos foi a adoção da IFRS 16 como norma substituta da IAS 17. Esta norma veio alterar o paradigma do reconhecimento das locações operacionais, restringindo a liberdade de reconhecimento que era dada na norma anterior, exigindo às empresas um reconhecimento semelhante ao das locações financeiras.

O setor do retalho, conforme demonstram os estudos do **subcapítulo 4.6** Error! Reference source not found., previsivelmente, seria o setor mais impactado pela aplicação da IFRS 16, consequência do seu modelo de negócios assente em contratos de arrendamento de longa duração e de elevado montante, à semelhança de outros setores como o da aviação. Xavier (2022) descreve que com a aplicação da norma é expectável que na análise financeira às empresas se encontrem os alguns impactos, nomeadamente:

- Aumento do endividamento – pelo aumento do valor dos passivos de locação;

- Diminuição do *Return on Assets* (ROA) – pelo aumento dos ativos não correntes;
- Diminuição do Rácio de Liquidez – pelo aumento do passivo corrente; e
- Aumento do EBITDA e EBT – pela alteração da estrutura de custos.

1.1 Objeto e Objetivo

É com o intuito de validar estes hipotéticos impactos, que ao longo desta dissertação se tenta comprovar as previsões apresentadas e encontrar outros eventuais impactos, explicando através de que rúbricas esses impactos surgiram.

Uma vez que estamos perante uma norma com implementação recente e com grandes impactos esperados, o seu estudo, numa vertente mais incisiva no setor do retalho, revelou-se de especial importância para colmatar a falta de literatura sobre o tema. Foi possível, através da análise de dados desde 2018 perceber a evolução do impacto existente e a forma como os gestores foram capazes – e acharam necessário – mitigar esses impactos, pelo que se espera que esta dissertação se revista de capacidade de ajudar outros gestores financeiros relativamente aos impactos da norma, nomeadamente os do setor aqui estudado, assim como alguns dos *stakeholders* a quem estes impactos possam ser importantes.

1.2 Estrutura da dissertação e Metodologia

Ao longo desta dissertação, procurar-se-á, numa primeira fase, enquadrar as temáticas do equilíbrio financeiro e da estrutura de capitais, tendo por base aquelas que são as teorias mais relevantes para o tema e os elementos presentes na literatura mais recente e, através da análise da IFRS 16 e dos vários estudos produzidos por organismos internacionais e consultoras, perceber qual o impacto que a aplicação da norma tem nas demonstrações financeiras de uma empresa.

Numa segunda fase, e como elemento agregador dos elementos recolhidos ao longo dos capítulos que lhe precedem, o caso prático desenvolvido tem como objetivo perceber, aplicando a um caso real, os indicadores e rácios que são impactados pela norma no setor do retalho, tendo para o efeito sido escolhido o grupo Jerónimo Martins, SGPS, S.A., como maior representante nacional (com operações internacionais) na área, havendo, em alguns casos que se revelem possíveis e adequados, uma comparação com o estado de todo o setor em Portugal.

2. Estrutura de Capital

A estrutura de capital representa a forma como é distribuído o capital existente na empresa. Esta “traduz a composição das origens de fundos (próprios e alheios), sendo um indicador do modo como a empresa obteve os recursos necessários ao investimento efetuado” (Esperança & Matias, 2009).

A diferença na origem dos fundos surge em especial no que diz respeito, entre outros, ao “tipo de rendimento que proporcionam ao seu detentor, o estatuto fiscal desses mesmos rendimentos, o controlo que os detentores de capital têm sobre a empresa e os seus direitos em caso de falência da empresa” (Mota, et al., 2020).

Por um lado, o capital próprio representa, numa fase inicial da empresa, o capital subscrito pelos sócios e, numa fase posterior, esse mesmo valor acrescido dos resultados retidos pela empresa, quer sejam negativos ou positivos.

Por outro lado, o capital alheio representa o capital investido na empresa, o qual requer o seu posterior reembolso. Capitais desta natureza são normalmente requeridos junto de financiadores, nomeadamente instituições financeiras, quando se fala de entradas de dinheiro sob a forma de empréstimos bancários ou obrigacionistas, ou a outras entidades de crédito, quando pensamos por exemplo no recurso ao leasing.

O capital alheio aparece no balanço da empresa como financiamento obtido e, salvo muito raras exceções, são recursos limitados para as empresas, estando estas dependentes da sua capacidade de endividamento junto da banca ou dos mercados de capitais. Estes financiamentos podem ser correntes (até um ano), ou não correntes (a mais de um ano), mediante as condições contratualizadas para o seu pagamento.

Segundo S. Gul e H. R. Cho, 2019, citados por Cuevas-Vargas, Cortés-Palacios, Lozano-García, & J., 2021¹ A estrutura de capitais é uma das decisões mais importantes quando se fala em finanças empresariais, porque trata de como a empresa financia os seus ativos através de passivos e património líquido.

Numa fase inicial as empresas tendem a suportar o seu crescimento por capital próprio, nomeadamente o subscrito pelos seus acionistas. Este fenómeno ocorre quer pela rápida

¹ S. Gul and H. R. Cho, “Capital structure and default risk: Evidence from Korean stock market,” J. Asian Financ. Econ. Bus., vol. 6, no. 2, pp. 15–24, 2019, doi: 10.13106/jafeb.2019.vol6.no2.15.

disponibilidade do capital, quer pela dificuldade que têm em recorrer a grandes financiamentos, acrescidos pelos encargos que isso implica. É fator agravante, numa fase embrionária do negócio, o pagamento de juros, pois face ao ainda potencial imprevisível da empresa, tendencialmente são mais elevados como forma de compensação do risco por parte das instituições de crédito.

Numa fase posterior, e para poderem financiar o crescimento, inovação e desenvolvimento, a aposta recai normalmente por financiamentos bancários em detrimento de aumentos de capital. Estes financiamentos permitem às empresas concretizar investimentos a taxas de juro condizentes com o seu estado financeiro e têm normalmente condições interessantes. Apresentam ainda a vantagem da dedução fiscal dos juros pagos, uma vez que “na esfera da empresa os juros são considerados um custo que tem o efeito de reduzir o lucro tributável da empresa” (Mota, et al., 2020)

Muitas organizações optam também por reter parte dos lucros com o intuito de conseguirem financiar, quer a sua atividade diária, quer o seu desenvolvimento futuro, poupando assim nos encargos financeiros e não sobrecarregando os acionistas com pedidos de capital.

Quando as empresas e os acionistas optam por aumentos de capital esses aumentos tem tendência a melhorar os rácios da empresa, nomeadamente de solvabilidade, pela diminuição do peso dos capitais alheios no capital próprio da empresa.

A diferença na estrutura de capital das empresas é dependente de uma série de fatores, como o acesso a fundos externos ou a disponibilidade de fundos internos. O estudo desenvolvido por Orlova, Harper, & Sun (2020) demonstrou a existência de uma relação positiva entre a dependência de financiamento externo e a complexidade da estrutura de capital e, por outro lado, a relação negativa existente entre a necessidade de recursos externos e a concentração da estrutura de capital. Os autores concluíram que as empresas que recorrem a financiamento externo têm estruturas de capitais menos concentradas, face a empresas que optam por recorrer a fundos internos que, por terem maiores valores em caixa, acabam por apresentar uma estrutura de capital menos diversificada. É ainda destacado o facto de “a composição da estrutura de capital [ser] muitas vezes determinada pelo impacto de vários fatores que representam a procura e a oferta de capital em mercados de capitais dinâmicos” (Orlova, Harper, & Sun, 2020)

A estrutura ótima de capital tem vindo a ser estudada ao longo das últimas décadas por muitos autores que procuraram desenvolver modelos ótimos para cada caso. Esta estrutura

ótima de capital é a que todas as empresas pretendem alcançar com a gestão que fazem das suas contas. Procuram maximizar os benefícios e mitigar os riscos da escolha de financiamentos alheios em detrimento de outro tipo de financiamento, tentando encontrar o capital necessário da forma mais vantajosa quer para a empresa quer para os seus *stakeholders*. Desta forma, com recurso a uma boa gestão do capital, a empresa vai beneficiar tanto acionistas, como fornecedores, clientes e colaboradores.

Ao longo dos anos algumas teorias ganharam especial relevância, nomeadamente a teoria de Modigliani e Miller (1958), que defende que o valor da empresa é o mesmo independentemente da sua estrutura de capital, e a Teoria do *Trade Off* de Miller (1977), que introduz como variável a taxa de juro de financiamento das empresas, demonstrando que o ponto de equilíbrio ocorre quando a taxa de imposto da empresa é igual à taxa de imposto dos investidores. Mais tarde surgiu a teoria do *Pecking Order*, defendida por Stewart Myers (1984), esta teoria defende a hierarquização das fontes de financiamento, defendendo que a empresa utilize sempre primeiro o autofinanciamento e só depois recorra a capital alheio. Como consequência, empresas mais rentáveis tendem a estar menos endividadas e empresas menos rentáveis tendem a ter níveis de dívida maiores.

2.1 Teorema de Modigliani Miller- Irrelevância da Estrutura de Capital

Modigliani e Miller em 1958 no seu artigo publicado no *The American Economic Review*, salientam o facto de, até então, os teóricos terem concluído “que o custo do capital para os proprietários de uma empresa ser simplesmente a taxa de juro das obrigações”². Esta conclusão levou a que fosse necessário alterar a ideia “de que a empresa, agindo racionalmente, tenderá a empurrar o investimento ao ponto de o rendimento marginal dos ativos físicos ser igual à taxa de juro do mercado”².

² Tradução livre do autor. No original: Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, 261-297.

Segundo os mesmos autores esta teoria pode ser observada tendo em conta os dois critérios de decisão racional, os quais numa situação de igual certeza são equivalentes. São eles a maximização dos lucros e a maximização do valor de mercado da empresa.

A estrutura de capital é definida por Mota, et al. (2020) tendo em conta o Teorema de MM, como o “peso relativo de D [debt] e E [equity]”. Neste modelo atribui-se à gestão financeira a maximização do valor da empresa como a sua principal função, através da manipulação de ambos os fatores.

O teorema é composto por três proposições, sendo as principais as proposições I e II, abordadas de seguida, e que são definidas, respetivamente, como uma referência “ao efeito do endividamento no valor da empresa e na rentabilidade das suas ações”, (Esperança & Matias, 2009).

Em 1963, Modigliani e Miller, corrigiram o seu modelo apresentado em 1958. Esta correção ao modelo inicial permitiu aos autores aproximarem-no da realidade, adicionando uma nova variável que passa a considerar os impostos sobre os lucros do exercício da empresa, como referem Esperança e Matias (2009). De forma a perceber os impactos desta nova variável no estudo deste teorema, a análise feita terá em conta as alterações provocadas pela incorporação da mesma.

2.1.1 Proposição I (sem impostos sobre lucros)

A primeira proposição de MM refere que, em certas alturas, a alteração da estrutura de capitais das empresas não se reflete numa alteração do valor da empresa. Para isso são tomados como certos alguns pressupostos, aos quais a sua análise é de extrema importância. Desde logo esta proposição diz-nos que existem “condições de endividamento idênticas para empresas e investidores” (Mota, et al., 2020), ou seja, a existir recurso ao endividamento as condições subjacentes, nomeadamente taxas de juro e maturidades, são idênticas quer esse financiamento seja contratualizado pela empresa, quer pelo investidor.

O segundo pressuposto tem subjacente a ideia da existência de “mercados de capitais perfeitos” (Mota, et al., 2020) sobretudo no que diz respeito à inexistência de impostos sobre lucros, de custos de falência e de transação, assim como custos de assimetrias de informação.

Segundo os autores, a valorização de uma empresa com dívida e de uma empresa sem dívida vai ser sempre igual. Isto se, no caso da empresa sem dívida, o investidor recorrer a um

financiamento para adquirir a sua posição. Esta ideia é corroborada por outros autores que afirmam que "se a empresa utiliza um financiamento misto de dívida e capital próprio, os seus custos globais de capital serão exatamente os mesmos caso fossem financiados inteiramente com capital próprio" (Brealey, Myers, & Allen, 2020). Os autores afirmam ainda que o modo de avaliação da empresa é dependente do valor dos seus ativos reais e não da forma como esta se financia.

2.1.3. Proposição I (com impostos sobre lucros)

Em 1963, Modigliani e Miller desenvolvem um estudo sobre o impacto que os impostos sobre os lucros das empresas têm na sua estrutura de capital, desenvolvendo um modelo complementar ao já existente. Neste novo modelo introduziram uma nova indicação normativa, indicação essa que Esperança e Matias (2009) apresentam, defendendo que “na presença de imposto sobre o rendimento das empresas, estas devem financiar o maior montante possível dos seus investimentos com dívida.”. Conforme será demonstrado, o aumento dos custos de financiamento irá provocar uma maior dedução nos impostos a pagar sobre os lucros da empresa, o chamado valor atual dos benefícios fiscais do juro da dívida, designados também por *tax shield of debt*.

Segundo Mota et al. (2020) se admitirmos a existência de tributação sobre o rendimento das sociedades, então, a diferença entre o valor de uma empresa *levered* e de uma empresa *unlevered* vai situar-se no surgimento dos *tax shield of debt*.

O endividamento constitui um benefício fiscal para as empresas uma vez que os juros são dedutíveis para o cálculo do resultado líquido final. O *Free Cash Flow* de uma empresa endividada é dado por:

$$FCF_L = EBIT (1 - t) + tr_D D \quad (1.1)$$

Na perspetiva de a estrutura de capital ótima se reger num mundo onde existem impostos sobre lucros, esta proposição não pode ser observada de forma linear, pois “o valor cresce linearmente com o endividamento, ou seja, a estrutura de capital ótima é 100% dívida” (Mota, et al., 2020).

Outro fator a ter em conta no aumento do endividamento das empresas é, como nos dizem Esperança e Matias (2009), o aumento do custo de falências e o impacto que vai provocar nas taxas de juro e nos prémios de risco pedidas pelos investidores, uma vez que, mais dívida implica maior risco de falência e, conseqüentemente, mais risco para os investidores, o que provocará inevitavelmente, um aumento das suas exigências.

“A reconciliação entre a teoria e a prática exige assim que se mobilize esta questão considerando a existência de limites ao endividamento, nomeadamente o impacto deste no risco e na possibilidade de a empresa enfrentar dificuldades financeiras (*financial distress*) que tem custos associados” (Mota, et al., 2020).

2.1.3. Proposição II (sem impostos sobre lucros)

A proposição II, tal como a primeira, tem subjacente os pressupostos do Teorema de MM, nomeadamente as condições de endividamento idênticas e a existência de mercados de capitais perfeitos.

O custo dos capitais próprios (r_E) de uma empresa é influenciado negativamente pelo aumento do seu nível de endividamento. Empresas mais endividadas tendem a ter de suportar juros maiores, assim como maiores exigências de rentabilidade por parte dos seus acionistas.

A taxa de rentabilidade de uma empresa endividada é equivalente à taxa de juro de uma empresa não endividada “adicionada de um prémio de risco financeiro” (Esperança & Matias, 2009). Pois, para que o custo médio ponderado do capital permaneça constante, em caso de aumento do endividamento, é necessário que o custo do capital próprio da empresa também aumente na mesma proporção. O risco financeiro advém da necessidade de os investidores exigirem maiores taxas de retorno pelo aumento do endividamento da empresa.

Segundo Brealey, Myers, e Allen (2020) a taxa de retorno esperada do capital de uma empresa endividada aumenta na mesma proporção que o seu rácio *debt-equity*. Os autores vão mais longe e afirmam mesmo que “a evolução dessa taxa depende da diferença existente entre a taxa expectável de retorno do portfólio de todos os ativos da empresa e a taxa expectável de retorno da dívida” (Brealey, Myers, & Allen, 2020).

Brealey, Myers & Allen (2020), utilizando ambas as proposições de MM, demonstram o porquê de os investidores ficarem indiferentes ao aumento do endividamento quando isso aumenta o retorno esperado. Este fenómeno é explicado pelo surgimento do já referido risco

financeiro, que com o seu surgimento irá anular os ganhos gerados pelo aumento do retorno conseguido à custa do aumento do endividamento.

$$r_0 = r_E \frac{E_L}{E_L + D} + r_D \frac{D}{E_L + D} \Leftrightarrow r_E = r_0 + (r_E - r_0) \frac{D}{E_L} \quad (1.2)$$

Sendo r_0 o custo de capital exigido pelos investidores e o WACC (*Weight Average Cost of Capital*) uma média ponderada do custo dos capitais próprios e dívida, que tem como ponderadores o peso de ambos na estrutura de capitais da empresa, então “o benefício resultante de substituir capital próprio por alheio é integralmente anulado pelo aumento do risco financeiro e pelo aumento de r_E , sendo então que o custo do capital (WACC) permanece constante com o endividamento” (Mota, et al., 2020)

2.1.4. Proposição II (com impostos sobre lucros)

A teoria do efeito fiscal desenvolvida por MM em 1963 vem introduzir ao modelo o efeito dos *tax shield of debt*. Esta teoria, pela dedução dos juros da dívida, veio comprovar que o valor da empresa aumentaria com o recurso ao endividamento, uma vez que os juros são fiscalmente dedutíveis. Desta forma, o valor da empresa aumenta pelo mesmo valor, exigindo assim taxas mais baixas de financiamento à empresa, o que torna benéfico a existência de endividamento, que irá provocar um aumento da taxa de retorno da empresa à custa da diminuição do custo médio e ponderado de capital da empresa.

É através do surgimento desta teoria sobre os dois teoremas que são desenvolvidas mais tarde outras teorias de especial relevância para a problemática, nomeadamente a teoria do *Trade-Off* e a teoria do *Packing Order*, abordadas nos tópicos seguintes.

Como forma de resumo, Hiller, Ross, Westerfield, Jaffe, e Jordan (2016), no seu livro *Corporate Finance* definem ambas as proposições como:

“Proposição I: Como as empresas podem deduzir os pagamentos de juros, mas não os pagamentos de dividendos, a alavancagem empresarial reduz os pagamentos de impostos

Proposição II: O custo do capital próprio aumenta com a alavancagem porque o risco para o capital próprio aumenta com a alavancagem".

2.2 Teoria do *Trade-Off*

Na sequência da Teoria de MM surge, em 1973, a teoria do *Trade-Off* desenvolvida por Kraus e Litzenger, que traz à discussão a necessidade de as empresas conseguirem maximizar os benefícios fiscais da utilização da dívida e, ao mesmo tempo, minimizar ao máximo as possibilidades de falência pelo recurso à dívida, como nos descrevem Serrasqueiro & Caetano (2015) no seu artigo publicado no *Journal of Business Economics and Management*.

Esta teoria coloca assim em grande plano o trabalho desenvolvido pelos gestores da área financeira das empresas, como consequência da luta pelo encontrar da estrutura de capitais perfeita, pois o “crescimento da dívida aumenta, quer os benefícios fiscais da dívida, quer os custos de financiamento” (Hillier, Ross, Westerfield, Jaffe, & Jordan, 2016).

Com o recurso à dívida as empresas devem ter em atenção não apenas o facto de, através dos impostos, poderem abater os custos de financiamento, mas também os possíveis desequilíbrios que o pagamento da dívida pode causar na sua atividade normal, uma vez que, se o recurso ao crédito não gerar mais rendimentos durante o período de liquidação da dívida, as empresas podem não conseguir gerar *cash-flows* operacionais suficientes para pagarem as prestações dos empréstimos, e assim, provocar desequilíbrios nas suas contas, os chamados *costs of distress*, custos estes que provocam um maior nível de risco operacional, por consequência dos voláteis *cash-flows* que tornam a performance futura das empresas de mais difícil previsão, como indicam Breuer, Nguyen, & Steininger (2022).

Segundo Brealey, Myers, & Allen (2020), é necessário perceber que nem todas as empresas têm rácios financeiros iguais, ou seja, as empresas que possuem mais ativos fixos tangíveis e produzem mais rendimentos sujeitos a impostos têm, tendencialmente, melhores rácios. Por outro lado, empresas que geram prejuízos e estão assentes em ativos intangíveis dependem mais de financiamentos do seu capital.

Tendencialmente o objetivo das empresas está assente na necessidade de atingir o rácio de dívida perfeito, aquele que melhor rentabiliza as suas atividades, tendo em conta os seus capitais próprios. No entanto, como existem custos decorrentes da utilização da dívida, o

grau de endividamento das empresas tende a não ser o mesmo, pela forma como cada uma procede à sua atividade e às decisões financeiras, uma vez que os ajustes necessários à sua atividade dependem da sua forma de operar.

Esta teoria defende ainda que as empresas com um elevado risco operacional podem ter um rácio de alavancagem mais baixo, segundo Breuer, Nguyen, & Steininger (2022), e que as maiores empresas tem menos hipóteses de declarar falência segundo Rehan, Hadi, Hussain, & Hye (2023).

Por um lado, já foi possível perceber que, ao contrário do defendido na teoria de MM, as empresas não pretendem beneficiar ao máximo dos *tax shield of debt*, Brealey, Myers, & Allen (2020) defendem no seu livro *Principles of Corporate Finance*, trazem-nos à perceção a adaptabilidade desta teoria ao funcionamento real das empresas. Se por um lado é explicado o facto de diferentes empresas terem diferentes objetivos de rácios de endividamento consoante o seu ramo de atividade, pois, por exemplo, “Empresas altamente tecnológicas, cujos ativos têm risco e são maioritariamente intangíveis, normalmente utilizam relativamente pouca dívida. As companhias de aviação podem e utilizam em grande escala [a dívida] pois os seus ativos são tangíveis e relativamente seguros”. (Brealey, Myers, & Allen, 2020)³

Por outro lado, existem outros aspetos que esta teoria não consegue explicar, como por exemplo, o facto de empresas extremamente bem-sucedidas no mercado utilizarem pouco o recurso à dívida, como é o caso de empresas de cosméticos e de beleza que apesar da sua elevada fatura com impostos, não recorrem a financiamento externo, podendo atingir elevados ganhos na dedução fiscal dos juros da dívida.

É neste ponto que a teoria do *Trade-off* acaba por falhar, pois as empresas mais bem-sucedidas acabam por não recorrer à dívida para financiar as suas atividades, não indo ao encontro do preconizado na teoria, nomeadamente o facto de mais lucros deverem significar maior capacidade de serviço da dívida e maiores poupanças fiscais, o que deveria proporcionar nas empresas um maior *target debt ratio*.

³ Tradução livre do autor. No original: Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance -Thirteenth Edition*. New York: McGraw-Hill Education.

2.3 Teoria do *Pecking Order*

Desenvolvida a partir do final dos anos setenta do século vinte esta teoria assenta na existência de assimetria de informação, o que a fará afastar-se da Teoria de MM, que tinha como um dos principais pressupostos a simetria de informação.

A assimetria de informação é, segundo esta teoria, visível naquela que é a informação disponível para os vários *stakeholders* da empresa, nomeadamente pelo facto de “os gestores saberem mais sobre as suas empresas, no que toca a perspectivas, risco e valor, que os investidores externos” (Brealey, Myers, & Allen, 2020). Os autores exemplificam-nos isso com o caso típico do aumento dos dividendos. Por mais que os investidores possam estimar aquele que será o dividendo pago pela empresa, muitos deles terão expectativas diferentes face a esse valor, o que provoca normalmente atualizações nas cotações da empresa. Se se verificasse a existência de simetria de informação, os investidores saberiam *á priori* aquele que seria o dividendo, não tendo necessidade de alterar as suas posições no capital da empresa por consequência da revelação dessa informação.

Com a referida assimetria de informação existente entre investidores e gestores, as pretensões destes tendem a ser diferentes quando a empresa necessita de captar novos investimentos. Este fenómeno verifica-se, pois, os gestores tendencialmente conhecem muito melhor a situação da empresa, quer do seu dia-a-dia quer das suas finanças, do que os investidores, tal como nos explica Romão (2013) citando Frank e Goyal (2003)⁴. Este efeito pode ser evitado, se se tiver em conta aquele que é o verdadeiro conceito da Teoria.

O conceito de *pecking order* advém, como o próprio nome indica, da hierarquização feita pelos gestores da empresa e da sequência de financiamento que a empresa deve adotar, face às alternativas que tem, por forma a conseguir financiar os seus investimentos. Esta hierarquização é feita tendo em conta o grau crescente de risco que esse financiamento traz para a empresa, assim como o custo a suportar por esse financiamento. Tendencialmente as empresas devem, segundo esta teoria, optar em primeiro lugar por se financiar através dos fundos gerados pela sua atividade, nomeadamente, através de lucros obtidos e retidos; secundariamente as empresas utilizam o capital proveniente do aumento da dívida, quer seja

⁴ FRANK, Murray Z.; GOYAL, Vidhan K. - Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*. 67 (2003) 217-248.

por exemplo com empréstimos bancários ou obrigacionistas; e, em último plano, optam pela captação de novo capital, nomeadamente, por aumentos de capital.

Outra das formas de financiamento que as empresas têm à sua disposição é o *factoring*. Na necessidade de recorrer a *factoring*, as empresas apresentam alguma reticência na altura de o fazer. Se tivermos em conta a definição da teoria do *Pecking Order* e segundo um estudo apresentado por Bilgin & Dinc (2019), a escolha do *factoring* ocorrerá idealmente entre a escolha pela utilização de nova dívida bancária e o recurso a novo capital. Em caso de possibilidade de recorrer a financiamento bancário, a escolha recai sobre este pois é tendencialmente mais barato e não há necessidade de pedir mais capital.

As empresas atualmente identificam cada vez mais a importância que a aposta na tecnologia pode ter para o seu futuro. Este tipo de investimento requer, na maioria dos casos, elevados investimentos que nem todas as empresas têm capacidade de realizar. Segundo um estudo desenvolvido por Aibar-Guzmán, García-Sánchez, Aibar-Guzmán, & Hussain (2021), e tendo em conta a Teoria do *Pecking Order*, a decisão tomada pelas empresas sobre o seu financiamento, quando se fala de tecnologia, depende essencialmente da sua estrutura de capital.

Por um lado, o estudo concluiu que empresas de carácter mais familiar tendem a ter mais relutância a desenvolver projetos de inovação, independentemente da fonte de financiamento utilizada. Por outro lado, o estudo conclui que as integrantes de grupos empresariais, tendem a contrariar a Teoria do *Pecking Order*. Estas empresas acabam por desenvolver os investimentos com base na emissão de nova dívida, não recorrendo aos seus fundos próprios.

Esta decisão ocorre essencialmente pela sua orientação para o curto prazo, tirando partido dos benefícios fiscais que conseguem obter por recorrer à dívida. Permitindo assim a este estudo concluir que “a estrutura de propriedade afeta a hierarquia de financiamento fontes preferidas pela empresa.”

2.4 Teoria do Trade Off vs. Teoria do Packing Order

Brealey, Myers & Allen (2020), apresentam um estudo que compara as escolhas das grandes empresas do Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Reino Unido e Estados Unidos da América, no que à escolha entre *debt* e *equity* diz respeito.

Os autores concluíram que “os rácios de dívida das empresas tendem a depender de quatro grandes fatores.

1. Dimensão – empresas maiores tendem a ter maiores rácios de dívida;
2. Ativos tangíveis – empresas com grandes níveis de ativos fixos, no total dos ativos, têm maiores rácios de dívida;
3. Rendibilidade – empresas mais rentáveis têm rácios de dívida mais baixos.
4. *Market to book* – empresas com rácios mais elevados de *market-to-book value* têm rácios de dívida mais baixos.”

Os resultados deste estudo trazem assim boas notícias para ambas as teorias. Por um lado, os defensores da teoria do *Trade-Off* provam que as empresas com maiores níveis de ativos tangíveis tendem a pedir mais dinheiro e a estar menos sujeitas a custos de *financial distress*, pelas oportunidades de crescimento que têm face às outras empresas. Por outro lado, os defensores da teoria do *Pecking Order* destacam a importância da rendibilidade das empresas, uma vez que as mais rentáveis têm menos necessidade de recorrer a financiamento externo, podendo recorrer aos fundos gerados pela própria atividade.

Os mesmos autores refletem que apesar deste estudo, estas teorias não se aplicam sempre e a todas as empresas. A teoria do *Trade-Off*, por exemplo, tende a adaptar-se mais às grandes empresas, que têm maior facilidade de recorrer aos mercados de capitais como forma de acelerar e desenvolver o seu crescimento, uma vez que essas são as empresas que melhor podem tirar proveito das deduções de custos de financiamento.

Esta conclusão demonstra a inexistência de uma teoria que defina aquela que deve ser a estrutura de capital correta para as empresas. Nessa pesquisa pela estrutura de capital correta é necessário perceber que as empresas não são todas iguais nem caminham todas para o mesmo objetivo.

A existência de vários setores de atividade, de maior ou menor crescimento, com maiores ou menores perspectivas quanto ao seu futuro, aliado ao tamanho das empresas e ao seu passado histórico, faz com que a estrutura de capital ótima de uma empresa possa variar significativamente.

A heterogeneidade no universo de empresas, não nos indica, *à priori*, que uma é a correta ou que outra é a errada. Indica-nos sim que numa ciência não exata, onde o pensamento dos gestores é extremamente importante, existem muitas formas de se conseguir chegar ao mesmo fim, com montantes de capital e em intervalos de tempo distintos.

3. Equilíbrio Financeiro

Analisar a situação financeira de uma empresa requer um olhar atento e minucioso sobre um elevado número de indicadores, cada um com grau de complexidade e de relevância diferentes.

Pelas suas características e abrangência, o equilíbrio financeiro é um dos principais pontos de enfoque nessa análise, nomeadamente no que se refere à sua dimensão e consequente sustentabilidade a curto, médio e longo prazo.

A rápida transformação económica e ideológica da sociedade atual imprime nos indicadores económicos a necessidade de se atualizarem e moldarem à atualidade. O conceito de equilíbrio financeiro, pelas variáveis intrínsecas que contempla, não é exceção.

Dănuțiu, A.E. (2006) citado por Ioachim, M. (2015)⁵ define o equilíbrio financeiro como as ligações, refletidas por um sistema de correlações, entre as necessidades de recursos financeiros e as ações praticadas para a obtenção desses mesmos recursos.

O estudo do equilíbrio financeiro deve ser feito tendo em conta dois grandes grupos de indicadores: os rácios de equilíbrio no curto e no longo prazo (abordagem tradicional) e os indicadores de base monetária, como o FM, as NFM e a tesouraria (abordagem funcional), como é defendido por Breia, Mata, & Pereira (2014).

Moreira (1998) citado por Silva (2016)⁶, define o estudo do equilíbrio financeiro, pela abordagem tradicional, como a “confrontação da temporalidade dos recursos [de fundos] e aplicações [de fundos] da empresa”. A abordagem funcional, está dependente do balanço funcional, pois este está organizado tendo por base os ciclos financeiros da empresa, utilizando indicadores como o FMF, as NFM e a TL, como dizem Fernandes, Peginho, Vieira, & Neiva (2012).

⁵ Dănuțiu, A. E., (2006), Determinarea stării financiare a întreprinderii prin analiza echilibrului financiar, disponibil em: <http://steconomiceuoradea.ro/anale/volume/2006/finante-contabilitate-si-banci/82.pdf>

⁶ Moreira, José (1999). Análise Financeira de Empresas, Segunda edição, Porto. Associação da Bolsa e Derivados do Porto.

Na vertente tradicional temos que:

Tabela 3.1 Balanço na perspectiva financeira

Ativo Médio e Longo Prazo	Capital Próprio
	Passivo de Médio e Longo Prazo
Ativo de Curto Prazo	Passivo de Curto Prazo
Aplicações de Fundos	Origens de Fundos

Fonte Adaptado de Breia, Mata & Pereira (2014, p. 35)

ou seja,

$$\text{Aplicações Totais de Fundos} = \text{Origens Totais de Fundos} \quad (2.1)$$

$$\text{Ativos em Termos Contabilísticos} = \text{Capitais Alheios} + \text{Capitais Próprios} \quad (2.2)$$

Numa análise cuidada à **Tabela 3.1** e às fórmulas 2.1 e 2.2., é possível concluir que na vertente tradicional, as aplicações de fundos compreendem todos os ativos contabilísticos escriturados nas contas de uma empresa, independentemente do seu prazo de mensuração.

As origens de fundos contemplam, por outro lado, os capitais permanentes da empresa (capitais próprios e passivo de médio e longo prazo) e o passivo de curto prazo. Desta forma concluímos que “os ativos ou aplicações de fundos são o resultado da aplicação dos recursos (origens de fundos) quer próprios quer alheios” (Breia, Mata, & Pereira, 2014).

Este tipo de análises, dependentes do cálculo e análise de rácios, têm de ser executadas com algum cuidado, pois estes “não devem ser considerados como a única resposta, uma vez que apenas se assemelham à realidade, se a informação que neles estiver contida tiver algum grau de correspondência” (Griffin, 2015).

O estudo do equilíbrio financeiro deu origem a duas regras fundamentais na análise financeira, denominadas de regras do equilíbrio financeiro, às quais as empresas devem aplicar especial atenção, e que versam especialmente sobre o fundo de maneiio e as necessidades de fundo de maneiio.

a) $FM \geq 0$ (2.3) – Regra de equilíbrio financeiro mínimo;

b) $NFM < 0$ (2.4) – Regra de equilíbrio de tesouraria.

3.1. Fundo de maneiio ou *Working Capital*

Constituinte da abordagem tradicional o fundo de maneiio, ou *working capital*, é segundo Fernandes, Peguinho, Vieira, e Neiva (2012) um indicador que mede o valor pelo qual os capitais permanentes são superiores ao ativo não corrente e que, por consequência, irá financiar parte do ativo corrente.

Para uma empresa poder ser considerada em equilíbrio financeiro é necessário que esta, no curto e no longo prazo, tenha capacidade de fazer face às suas necessidades financeiras, nomeadamente ao pagamento das suas responsabilidades pois, “se os ativos correntes forem muito maiores que os passivos correntes, então a empresa é confiável no que toca ao pagamento a tempo dos seus passivos correntes”. Smeur (2017)

Tendo sempre por base o equilíbrio entre aplicações e origens de fundos, o fundo de maneiio pode ser calculado de duas formas, nomeadamente:

$$FM = \textit{Capitais Permanentes} - \textit{Ativos de Longo Prazo} \quad (2.5)$$

ou, pela igualdade de Balanço,

$$FM = \textit{Ativo de Curto Prazo} - \textit{Passivo de Curto Prazo} \quad (2.6)$$

O capital permanente, composto pela soma do passivo não corrente e do capital próprio, tem como objetivo o financiamento do ativo de médio e longo prazo, da margem de segurança financeira e das rubricas de capital próprio afetas ao ciclo de exploração.

Essa margem de segurança tem como objetivo a salvaguarda das empresas durante a sua atividade, pois estas necessitam de colmatar eventuais discrepâncias entre as datas de realização do ativo e de exigibilidade do passivo, nomeadamente, fazendo face a artigos obsoletos, manutenção de inventários e desfazamentos entre prazos de pagamento e de recebimento.

Com o estudo do fundo de maneio surge a análise da regra de equilíbrio financeiro mínimo (2.3), que consiste na capacidade de a empresa pagar os seus ativos de longo prazo através da utilização dos capitais permanentes. Capitais esses que devem ainda “cobrir as rubricas de curto prazo afetas ao ciclo de exploração e não cobertas pela própria exploração (...) dado terem características de imobilização” (Breia, Mata, & Pereira, 2014).

O fundo de maneio, dever ser sempre maior ou igual a zero (2.3), permitindo assim perceber se no médio-longo prazo a empresa é viável, ou seja, se os seus ativos e passivos não correntes e os seus capitais próprios estão bem alocados por forma a financiar os seus ativos não correntes, pois “a harmonia e conformidade entre o tempo de transformação dos ativos em meios financeiros líquidos e os prazos de reembolso/exigibilidade dos passivos são pois fundamentais em termos de equilíbrio financeiro sustentável” (Breia, Mata, & Pereira, 2014).

3.1.1 Prazo de Realização de Ativos e Prazo de Exigibilidade das Dívidas

Segundo Fernandes, Peguinho, Vieira, e Neiva (2012), e devido às limitações inerentes a qualquer indicador, para que a interpretação feita do FM seja a mais cuidada possível, é necessário analisar quer o Prazo de Realização de Ativos (PRA), quer o Prazo de Exigibilidade das Dívidas (PED). Os autores definem o PRA como o período de tempo necessário para que os ativos se transformem em meios financeiros líquidos, e o PED como o período de tempo restante para a liquidação das dívidas.

Partindo da possibilidade de existir uma de três situações no que toca ao valor do FM numa empresa, temos que o equilíbrio financeiro de curto prazo é:

Tabela 3.2 Comparação entre PRA e PED no equilíbrio financeiro de curto prazo

Situação	A: $FM > 0$	B: $FM = 0$	$FM < 0$
1. $PRA = PED$	Favorável	Instável	Desfavorável
2. $PRA > PED$	Incerto	Desfavorável	Muito Desfavorável
3. $PRA < PED$	Francamente Favorável	Instável	Instável

Fonte Adaptado de Fernandes, Peginho, Vieira, & Neiva (2012, p. 82)

Podemos assim resumir, segundo a análise feita ao quadro original:

Num cenário de igualdade entre PRA e PED, o equilíbrio financeiro de curto prazo apenas é favorável se $FM > 0$, tornando-se desfavorável quando o $FM < 0$ uma vez que existe uma reserva financeira negativa.

Num cenário em que o Prazo de Realização dos Ativos é maior que o Prazo de Exigibilidade das Dívidas, este:

- É incerto para $FM > 0$;
- Desfavorável quando o $FM = 0$ - consequência da existência de uma margem de segurança insuficiente; e
- Muito desfavorável quando o $FM < 0$ - pela existência de uma reserva de liquidez negativa e uma fraca capacidade de realizar o ativo.

Por fim, quando $PRA < PED$, o equilíbrio financeiro de curto prazo é francamente favorável para um $FM > 0$ e instável para as restantes situações, mesmo que uma maior realização de ativos compense a falta de reserva de liquidez.

3.2 Necessidades de Fundo de Maneio

As necessidades de fundo de maneio, componente da abordagem funcional, representam “o valor do fundo de maneio associado ao financiamento do ciclo de exploração”, segundo a lógica de Breia, Mata, & Pereira (2014), sendo “num determinado momento o reflexo de gestão e das decisões da exploração corrente da empresa” (Silva, 2016).

O ciclo de exploração, em conjunto com o ciclo de investimento e o ciclo de operações financeiras, formam os três ciclos financeiros de uma empresa. Este “abrange um conjunto de operações realizadas pela empresa para atingir o seu objetivo de produção de bens e/ou serviços para venda, através da utilização dos meios de produção.” (Fernandes, Peguinho, Vieira, & Neiva, 2012). Durante este ciclo são tidos em conta três momentos do desenrolar da atividade de qualquer empresa. São eles o aprovisionamento, a produção e a comercialização, englobando todo o processo que decorre entre a aquisição de bens e serviços e a sua posterior venda enquanto produtos acabados.

As NFM são calculadas da seguinte forma:

$$NFM = \text{Necessidades Cíclicas} - \text{Recursos Cíclicos} \quad (2.7)$$

Na rubrica “necessidades cíclicas”, estão incluídas, segundo Silva (2016) as contas que estão ligadas ao ciclo de exploração da empresa, avaliadas pelo seu valor bruto e sem estarem considerados ajustamentos. São parte integrante destas: os inventários, os créditos a clientes, adiantamentos a fornecedores, entre outras contas a receber e diferimentos, ambos até um ano.

Silva, na mesma publicação, define ainda os recursos cíclicos, como uma consequência das decisões do ciclo de exploração, onde estão incluídas as dívidas a terceiros de curto prazo que geram origens de fundos, nomeadamente, adiantamentos de clientes, fornecedores de conta corrente, impostos e contribuições para a segurança social decorrentes do ciclo de exploração, nomeadamente Impostos Sobre o Valor Acrescentado, Impostos sobre o Rendimento das Pessoas Singulares e Coletivas, e Segurança Social.

Como indicado na fórmula 2.4, o valor das NFM deve ser inferior a zero, o que permite concluir que “o ciclo [de exploração] se financia a ele próprio” (Fernandes, Peguinho, Vieira, & Neiva, 2012) não tendo a empresa de financiar a sua própria atividade de exploração com recurso a capital alheio. Quando as NFM são positivas, segundo Breia, Mata, & Pereira (2014), existe uma pressão adicional sobre o Fundo de Maneio, obrigando a empresa a encontrar formas de financiamento que estejam fora do seu ciclo de exploração.

De entre os vários setores económicos, as discrepâncias entre as NFM são expressivas, por inerência do tipo de atividade desenvolvido pelas empresas. O ramo industrial

tendencialmente apresenta NFM maiores, ao estar assente num modelo económico, onde o crédito a clientes é parte importante da base do negócio e o ciclo de exploração é consideravelmente maior que noutras atividades económicas, sendo esta condição essencial para o aumento das NFM, segundo Silva (2016).

Como nos indicam Breia, Mata, & Pereira (2014), existem outro tipo de impactos que podem ter influência no desenvolvimento das NFM de uma empresa, como por exemplo, o tipo de clientes, pela celeridade dos pagamentos, a qualidade da gestão da empresa e a sua própria estrutura organizativa que terá impactos no desenvolvimento da atividade da empresa.

Por outro lado, e como será demonstrado no capítulo 5, a venda a retalho é um dos tipos de negócios onde as NFM são mais negativos, uma vez que “quando ao ciclo de exploração se associa um PRA menor que o PED” (Fernandes, Peguinho, Vieira, & Neiva, 2012), as NFM irão apresentar um valor negativo, algo típico num setor que compra bens a prazo e vende a pronto pagamento.

Segundo Silva (2016) “o objetivo primordial no que diz respeito ao montante das NFM é a sua redução relativamente ao Volume de Negócios”, para isso o autor enumera três áreas sobre as quais o gestor financeiro de uma empresa deve atuar, nomeadamente:

- Redução do tempo de execução das rúbricas de necessidades cíclicas;
- Aumento dos tempos de permanência das rúbricas de recursos cíclicos; e
- Aumento das margens do negócio.

Estas alterações não devem ser feitas de uma forma cega, mas sim ponderada, uma vez que podem ter consequências no desenrolar da atividade da empresa, assim como efeitos negativos futuros no valor das NFM, por exemplo, pela necessidade de investimentos que pode alterar quer o PRA quer o PED da empresa.

3.3 Tesouraria Líquida

A tesouraria líquida (TL) é, segundo Sandra (2020), um dos indicadores do equilíbrio financeiro, resultando da diferença entre os recursos que são libertados das decisões de investimento e financiamento a médio e longo prazo.

A tesouraria líquida é assim “o excedente capaz de cobrir as necessidades de fundo de maneiio, depois de os capitais permanentes terem financiado o ativo fixo” (Martins et al., 2009), esta pode ser calculada das seguintes formas:

$$TL = FM - NFM \quad (3.8)$$

Ou

$$TL = \textit{Tesouraria Ativa (TA)} - \textit{Tesouraria Passiva (TP)} \quad (3.9)$$

A TL pode tomar duas formas, pode ser excedentária, quando estamos perante um FM maior que as NFM, e em caso contrário, quando o FM não tem capacidade de cobrir as NFM, deficitária.

A ocorrência, certamente indesejada, de uma TL deficitária, pode ser causada por um ou mais acontecimentos relacionados com o ciclo financeiro de uma empresa, nomeadamente uma errática gestão da contratação e aplicação de passivos, através de desfasamento de prazos e montantes dos créditos obtidos, uma fraca geração de resultados, elevados níveis de existências e de créditos a clientes atribuídos de forma irracional.

A existência de fatores esporádicos, que podem levar a falsas extrapolações da verdade, podem beneficiar ou prejudicar a TL, pelo que, tendo todos estes fatores em consideração, sobressai a necessidade de os gestores financeiros terem a capacidade de analisar toda a informação que têm ao seu dispor e perceber, numa visão temporal – e não estática – quais os fatores que podem estar a distorcer as DF e a penalizar a estabilidade financeira da empresa.

Como referido, a incorreta utilização de capital alheio no financiamento da atividade de uma empresa, estende-se também aquilo que é a relação comercial no binómio produtor-consumidor, pelo que “quanto maior é o volume de crédito concedido pelos fornecedores menor será a necessidade e encontrar capitais (permanentes) para financiar as NFM” (Breia, Mata, & Pereira, 2014), esta que, segundo os autores é uma “pratica demasiado generalizada em Portugal” está presente de forma bastante vincada em alguns setores. O estudo de caso

apresentado no capítulo 5 irá, entre outros, demonstrar o grande impacto deste *modus operandi* no setor da distribuição em Portugal.

O cenário ideal para as empresas é um cenário em que a TL, o FM e as NFM são positivas, no entanto, o nível ótimo de Liquidez é algo que entra no domínio da subjetividade uma vez que, apesar de ser recomendável a existência de uma TL positiva, este não é melhor só porque o valor é muito elevado.

Existe uma série de outros cenários possíveis, mas que não são os ideais para uma empresa, nomeadamente:

- Tesouraria líquida deficitária

Tabela 3.3 Causas e Consequências de TL deficitária

<p>FM>0 NFM>0 (NFM>FM)</p>	<p><u>Causa</u>: pode ser provocada por problemas existentes na relação entre empresa/cliente ou pode significar um desajuste dos recursos financeiros face ao VN.</p> <p><u>Consequência</u>: os capitais permanentes não são capazes de financiar todo o ativo de médio e longo prazo, sendo insuficientes para financiar a totalidade das necessidades – com carácter permanente.</p>
<p>FM<0 NFM>0</p>	<p><u>Causa</u>: Possíveis resultados transitados negativos ou investimentos não produtivos.</p> <p><u>Consequência</u>: os capitais permanentes não são capazes de financiar todo o ativo de médio e longo prazo. Ciclo de investimento financiado com passivo de curto prazo, demonstrando inadequada alocação de investimento.</p>
<p>FM<0 NFM<0</p>	<p><u>Causa</u>: Elevado crescimento não sustentado pela evolução dos capitais permanentes.</p> <p><u>Consequência</u>: Elevado Prazo Médio de Pagamentos a fornecedores. Necessidade de repensar estratégias.</p>

Fonte Adaptado de Breia, Mata, & Pereira (2014, p. 82 – 84)

- Tesouraria líquida excedentária

Tabela 3.4 Causas e Consequências de TL excedentária

<p>FM<0 NFM<0 (FM>NFM)</p>	<p><u>Causa:</u> Grande rotação dos inventários e um baixo Prazo Médio de Recebimentos.</p> <p><u>Consequência:</u> o ciclo de investimento está a ser pago por passivos de curto prazo, nomeadamente, por fornecedores. A desaceleração da atividade comercial da empresa pode provocar constrangimentos na liquidação do passivo de curto prazo.</p>
<p>FM>0 NFM<0</p>	<p><u>Causa:</u> NFM<0 são resultado de um ciclo de exploração que é autossuficiente e gera excedente, com curtos PMP e PMS</p> <p><u>Consequência:</u> o passivo associado aos fornecedores é superior às necessidades do ciclo de exploração da empresa.</p>

Fonte Adaptado de Breia, Mata, & Pereira (2014, p. 82 – 84)

4. IFRS 16 - Locações

A norma internacional de relato financeiro 16 – Locações (IFRS 16) é aprovada no Regulamento (UE) 2017/1986 da Comissão de 31 de outubro de 2017, que veio alterar o Regulamento (CE) n.º 1126/2008 “que adota determinadas normas internacionais de contabilidade nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito à Norma Internacional de Relato Financeiro 16”.

4.1 Locações

A Comissão Europeia, define uma locação como “um contrato ou parte de um contrato que transmite o direito de usar um ativo (o ativo subjacente) durante um certo período de tempo, em troca de uma retribuição”. (Regulamento n.º 2017/1986)

As locações podem tomar duas formas, a forma de locação financeira, quando está em causa a transferência de todos os riscos e vantagens inerentes do ativo em questão, e de locação operacional quando essa transferência não ocorre.

São o locador e o locatário as entidades intervenientes nestes contratos, sendo que o artigo 9.º do Anexo ao Regulamento suprarreferido indica que “no início de cada contrato, as entidades devem avaliar se este constitui ou contém, uma locação”.

4.2 Harmonização Contabilística

Por efeito do proliferar da globalização, da escalada das trocas comerciais e do alterar da estrutura económica das sociedades que ocorreu nas últimas décadas, tem sido necessário criar um sistema mundial que harmonize ao máximo a forma como os países olham para a contabilidade e a legislação que a rege, nomeadamente no que diz respeito às práticas, aos métodos e aos requisitos

A harmonização contabilística é um tema debatido por muitos especialistas na área desde os anos oitenta do século XX. Foi com o surgir destas necessidades que foi criado em 2001 o *International Accounting Standards Board* (IASB), já como sucessor do *International*

Accounting Standards Committee (IASC), criado com o intuito de concretizar as medidas necessárias para expandir a harmonização contabilística a nível mundial. Essa harmonização é feita através das normas IAS e IFRS.

Estes organismos têm enfrentado algumas dificuldades, nomeadamente face à “diversidade dos sistemas contabilísticos” Rodrigues (2019) existentes, por força de uma maior internacionalização das empresas que tende a tornar a comparabilidade das informações financeiras difícil de realizar. A par disto, atualmente ainda continuam a existir entraves a uma total harmonização contabilística, com alguns normativos nacionais e internacionais que não coincidem.

A adoção por parte dos países de novas regras contabilísticas, por opção própria ou por imposição, apresenta elevados custos, além do tempo que estes demoram a ser postos em prática.

Estas normas foram adotadas pelo Parlamento Europeu como as normas a ser seguidas pelas empresas pertencentes à União Europeia no Regulamento Comunidade Europeia (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de julho, tendo inclusive, depois de 2005, se tornado imperativo às empresas cotadas em bolsa a adoção das IFRS nas suas demonstrações contabilísticas, como é o caso da Jerónimo Martins, empresa alvo de estudo desta dissertação (capítulo 5).

A existência de um mundo guiado pelas mesmas regras contabilísticas é vista por Bae, Tan, & Welker (2008) como benéfico para os *stakeholders* na análise da informação que é reportada, o que irá beneficiar a otimização das tomadas de decisão dentro das empresas, além de “facilitar a comparabilidade e aumenta[r] a transparência das DF [Demonstrações Financeiras]” (Velez, 2023).

4.3 Transição entre IAS 17 e IFRS 16

Na IAS 17 o que distinguia o tipo de locações - operacionais ou financeiras – era “a base ou espírito do contrato” (Delfino, 2022), ou seja, se a natureza do contrato se assemelhasse à compra de um ativo, então a locação seria financeiro, caso este pressuposto não se verificasse, então a locação tomava a forma de locação operacional.

A não existência de uma definição concreta de locação operacional abriu caminho à manipulação por parte das empresas do conteúdo dos contratos celebrados ao enquadrarem operações de locação como operacionais.

Segundo o IASB (2016) estas locações definidas como operacionais eram escrituradas da mesma forma que contratos de prestação de serviços, com as empresas a apresentarem a renda como custo – conforme demonstra a **Tabela 4.1** – tendo atingido em 2014 cerca de 3 trilhões de dólares americanos nas empresas cotadas.

Moreira (2021) indica que a referida manipulação teve impactos na estrutura financeira das empresas, tendo o nível real de endividamento, que advinha dos contratos, sido encoberto, distorcendo a verdadeira estrutura financeira do tecido empresarial.

A IFRS 16 surge como norma substituta da IAS 17 e tem como objetivo, a uniformização do reconhecimento contabilístico das locações, conforme demonstrado na **Tabela 4.1**, nomeadamente ao definir concretamente o que é uma locação operacional, impondo assim às empresas uma maior transparência nos contratos celebrados e, por consequência, a apresentação de DF que espelhem a realidade atual da empresa e que permitam compreender o futuro financeiro da empresa.

Dentro do âmbito da IFRS 16, conforme artigos 3 e 5⁷, ficam os contratos de locação (incluído as de ativos sob direito de uso incluídos numa sublocação) à exceção dos que incidam sobre:

- a. Locações para explorar ou usar minérios, petróleo, gás natural e recursos similares não regeneráveis;
- b. Locações de ativos biológicos detidos por um locatário – abrangidas pela *IAS 41 - Agricultura*;
- c. Acordos de concessão de serviços – abrangidos pela *IFRIC 12 - Acordos de Concessão de Serviços*;
- d. Licenças de direito de propriedade intelectual concedidas por um locador – conforme a *IFRS 15 – Rédito de Contratos com Clientes*; e

⁷ Regulamento 2017/1986 da Comissão Europeia de 31 de outubro de 2017.

- e. Direitos detidos por um locatário para itens como películas cinematográficas, registos de vídeo, peças de teatro, manuscritos, patentes e direitos de autor – ao abrigo da IAS 38 – *Ativos Intangíveis*.

Ficam ainda excluídos os contratos que tenham duração inferior a doze meses e os que incidem sobre ativos de baixo valor.

4.4 Mensuração inicial

A alteração ao normativo teve impactos nas rúbricas de balanço e de capital próprio das empresas. As **Tabela 4.1** e **Tabela 4.2** demonstram o reconhecimento que as empresas faziam das locações – financeiras e operacionais – quando a IAS 17 estava em vigor e a alteração ao reconhecimento que a IFRS 16 veio exigir.

Tabela 4.1 Reconhecimento das locações no balanço dos locatários

Tipo de locação	IAS 17		IFRS 16
	Financeira	Operacional	Financeira/Operacional
Ativo	→ 🏠	---	→ 🛩️ 🚗 🚚 🏠 🏠 🏠
Passivo	\$\$	---	\$\$\$\$\$\$\$\$
Direitos/Obrigações fora do balanço	---	🚗 🚚 → 🏠 🏠 \$\$\$\$\$	---

Fonte Adaptado de IASB (2016, p. 4)

A **Tabela 4.1** demonstra as alterações que ocorrem no reconhecimento contabilístico das locações no balanço das empresas, deixando de existir a possibilidade de se reconhecer os custos das locações operacionais fora do balanço. Dessa forma os custos incorridos com a depreciação do ativo e com os juros da locação são distribuídos na DR pelas rúbricas homónimas, como demonstra a **Tabela 4.2**.

Tendo em conta o que está explanado no parágrafo 22 da IFRS 16⁸, o “locatário deve reconhecer um ativo sob direito de uso e um passivo da locação” na data de entrada em vigor do contrato.

Nessa altura o ativo sob direito de uso deve ser mensurado pelo seu custo, que inclui:

- Montante da mensuração inicial do passivo de locação;
- Eventuais pagamentos de locação efetuados na data de entrada em vigor do contrato deduzidos de eventuais incentivos à locação obtidos;
- Outros custos diretos incorridos; e
- Estimativa dos custos que possam vir a ser necessários para o restauro do local e/ou equipamento aquando do término do contrato.

No que diz respeito ao passivo de locação, este deve ser mensurado na data de entrada em vigor do contrato pelo valor presente dos pagamentos de locação que se encontrem por liquidar, eventuais pagamentos variáveis, garantias de valor residual, opções de compra e de rescisão, conforme artigos 26 e 27 da referida norma.

Tabela 4.2 Reconhecimento das locações na DR dos locatários

Tipo de Locação	IAS 17		IFRS 16
	Financeira	Operacional	Financeira/Operacional
Vendas	x	x	x
Custos Operacionais	---	custos	---
EBITDA			<i>melhoria</i>
Depreciações e Amortizações	depreciação	---	depreciação
EBIT			<i>melhoria</i>
Custos Financeiros	juros	---	juros
Resultados Antes de Impostos			<i>equivalência</i>

Fonte Adaptado de IASB (2016, p. 5)

⁸ Regulamento 2017/1986 da Comissão Europeia de 31 de outubro de 2017.

Como demonstrada a **Tabela 4.2** é expectável que se registre uma melhoria ao nível dos Resultados antes de Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações (EBITDA), uma vez que os custos das locações operacionais não o irão impactar, e dos Resultados antes de Juros e Impostos (EBIT), que passa a ser apenas impactado pelos custos de amortização. Por outro lado, o Resultado antes de Impostos (RAI) deverá ser equivalente ao apresentado antes da implementação da nova norma.

Esta alteração à estrutura de gastos das empresas com as “despesas com depreciação pelos ativos locados (a serem incluídas nos custos operacionais) e as despesas com juros do passivo de locação (a ser incluída nos custos financeiros)”⁹ (IASB, 2016).

A expectativa do IASB (2016) é que não sejam reportadas alterações aos fluxos de caixa totais com a adoção da nova norma, à exceção dos efeitos que possam surgir da reclassificação, caso existam, de locações antigas.

Espera-se ainda que as empresas reduzam as saídas de caixa do ciclo operacional através de um aumento correspondente nas saídas de caixa do ciclo financeiro.

4.5 Mensuração Subsequente

A mensuração subsequente dos contratos de locação está explanada na IFRS 16¹⁰ entre os parágrafos 29 e 46.

No que concerne à mensuração subsequente dos ativos sob direito de uso, a norma indica-nos que após a entrada em vigor da mesma o locatário deve aplicar o modelo de custo para mensurar o ativo. Caso esteja em causa uma locação sobre Propriedades de Investimento, e caso o locatário já aplique a *IAS40 - Propriedades de Investimento*, então deve aplicá-la também à locação, caso esta diga respeito a uma Propriedade de Investimento.

⁹ Tradução livre do autor. No original: IASB. (2016). IFRS 16 *Leases Project Summary and Feedback Statement*. <https://cdn.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/leases/ifrs/published-documents/ifrs16-project-summary.pdf> (p.5).

¹⁰ Regulamento 2017/1986 da Comissão Europeia de 31 de outubro de 2017.

Para que o locatário possa aplicar o modelo de custo, este deve mensurar os ativos sob direito de uso pelo seu custo:

- a. Depois de deduzias as depreciações e as perdas por imparidade acumuladas; e
- b. Depois de ajustado em função de uma eventual remensuração do passivo da locação.

Os ativos sob direito de uso devem ser depreciados segundo o que está previsto na *IAS 16 – Ativos Fixos Tangíveis*, sem prejuízo de que se o ativo for transferido para o locatário no final do contrato, ou se, o custo refletir a sua aquisição no final do mesmo, de o ativo ser depreciado desde a entrada em vigor do contrato e até ao fim da sua vida útil. Caso essa transferência não esteja refletida, o locatário deve depreciar o ativo desde a entrada em vigor do contrato até à data mais recente entre o fim da sua vida útil e o fim do prazo de locação.

As imparidades (caso existam) devem ser calculadas tendo em conta a *IAS 36 – Imparidade de Ativos*.

Relativamente à mensuração subsequente do passivo de locação, o locatário deve, após a entrada em vigor do contrato, proceder à mensuração do passivo de locação da seguinte forma:

- a. Aumentando a quantia escriturada de modo a refletir os juros sobre o passivo de locação; - correspondente à taxa que incide sobre o valor remanescente do contrato.
- b. Reduzindo a quantia escriturada de modo a refletir os pagamentos de locação efetuados; e
- c. Remensurando a quantia escriturada para refletir qualquer reavaliação ou alteração da locação, ou para refletir a revisão de pagamentos de locação fixos em substância.

Caso os custos não estejam incluídos na quantia escriturada de outro ativo em aplicação de outras normas aplicáveis, então o locatário deve, na data de entrada em vigor, reconhecer nos resultados os juros sobre o passivo de locação e eventuais pagamentos variáveis não incluídos na mensuração feita ao passivo.

4.6 Estudos relacionados IFRS 16 - Retalho

- **Estudo A** - PwC (2016). *A study on the impact of lease capitalization IFRS 16: The new leases standard.*

Desenvolvido pela PricewaterhouseCoopers em parceria com a Rotterdam School of Management este estudo previa que o setor do retalho seria um dos mais impactados pelas alterações impostas pela IFRS 16.

Baseado nos Relatórios e Contas de 2014 de 3 199 empresas cotadas de vários setores e países (excluindo os Estados Unidos da América) o estudo concluiu que iriam existir aumentos muito mais pronunciados na dívida, no EBITDA e no rácio de endividamento das empresas do setor retalho face à restante economia, como demonstra a **Tabela 4.3**:

Tabela 4.3 Estudo A - Impactos da IFRS 16 na globalidade dos setores e no retalho

	Globalidade dos setores	Setor do retalho
Dívida	+ 22%	+ 98%
EBITDA	+ 13%	+ 41%
Dívida/EBITDA	2,03 para 2,14 vezes	1,17 para 2,47 vezes

Fonte Adaptado de PwC (2016, p. 1 - 5)

- **Estudo B** - IASB (2016). *Effects Analysis – IFRS 16*

Desenvolvido pelo IASB antes da publicação de qualquer norma, estes estudos têm como objetivo perceber os impactos que estas poderão vir a ter nas empresas que as aplicam.

Através da análise de 1 022 empresas de todos os continentes e setores de atividade, à exceção do setor bancário e segurador – pelo tamanho desproporcional dos seus balanços, o IASB concluiu que o setor do retalho, o mais representado no estudo, era o segundo com menor percentagem de locações reconhecidas no balanço, tendo em conta o seu valor

presente, e com maior percentagem de empresas acima dos 50% de locações fora do balanço, conforme demonstra a **Tabela 4.4**.

Tabela 4.4 Estudo B - Impactos da IFRS 16 nas locações fora do balanço

Locações fora do balanço	Globalidade dos setores	Setor do retalho
>50%	14%	36%
Média	5.4%	21.4%

Fonte Adaptado de IASB (2016, p. 16 - 17)

Este estudo conclui ainda que o setor do retalho é dos que registará um maior aumento da margem EBITDA, fruto da reclassificação das locações, com um crescimento de 65 pontos base, face à média das restantes empresas que se estima em 39 pontos base.

- **Estudo C** – Europe Economics (2017). *Ex ante Impact Assessment of IFRS 16*

O estudo conduzido pela Europe Economics incide sobre 2 300 empresas europeias cotadas em bolsa, permitindo concluir quais os impactos da nova norma nos rácios de alavancagem das empresas do setor do retalho. Foi assim identificado um crescimento mais acentuado do peso da dívida no Capital Próprio (*Debt-to-Equity Ratio*) e nos ativos (*Debt-to-Asset Ratio*), face às restantes empresas, como demonstrado a **Tabela 4.5**.

Tabela 4.5 Estudo C - Impactos da IFRS 16 nos rácios de alavancagem

	Globalidade dos setores		Setor do retalho	
	IAS 17	IFRS 16	IAS 17	IFRS 16
<i>Debt-to-Equity Ratio</i>	0.8	1.0	0.8	1.4
<i>Debt-to-Asset Ratio</i>	28%	32%	26%	38%
<i>EBIT-to-Interest Ratio</i>	6.1	5.4	4.8	3.4

Fonte Adaptado de Europe Economics (2017, p. 91)

O estudo identificava ainda o agravar do rácio que mede a proporção do EBIT face aos custos de financiamento, que se agravou de forma mais acentuada no retalho (-1.4 p.p.) do que comparado com os restantes setores (-0.7 p.p.).

- **Estudo D** – Deloitte (2019). *IFRS 16 Valuation Impact – What you need to know now*

Desenvolvido pela Deloitte, este estudo analisa os resultados de 75 empresas da África do Sul em 2018, e tem como objetivo perceber o impacto do aumento do peso da dívida líquida no EBITDA e na avaliação que é feita às empresas.

O estudo conclui que “nas empresas com muitas locações operacionais, *como é o caso do retalho* [itálico do autor]”¹¹ existe um agravamento da relação dívida líquida/EBITDA de 0.9x para 1.2x, algo que não é transversal a todos os setores.

É ainda denotado no estudo a queda da valorização das empresas, passando os múltiplos do EV/EBITDA do total da amostra de 8.0x para 7.4x, sendo a quebra mais acentuada no setor do retalho, com uma queda de 10.0x para 7.7x, isto apesar de o valor das empresas “não dever alterar com a implementação da IFRS 16, pois não há alteração nos fluxos de caixa”**Error! Bookmark not defined.**, no entanto o aumento da dívida torna os termos de comparação mais difíceis, em especial no curto prazo.

¹¹ Tradução livre do autor. No original: Deloitte (2019). *IFRS 16 Valuation Impact – What you need to know now* <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/za/Documents/finance/IFRS-1-brochure-V9.pdf> (p. 4 e 7)

5. Estudo de Caso

O presente capítulo tem como objetivo demonstrar os principais impactos que a implementação da IFRS 16 teve para o setor da distribuição, e perceber se corrobora os estudos apresentados no subcapítulo Error! Reference source not found..

O estudo incidirá sobre o grupo Jerónimo Martins, SGPS, S.A. (JMT), o maior grupo de distribuição de capital português, que opera no setor da distribuição alimentar em Portugal, na Polónia e na Colômbia, sob os quais serão analisados os Relatórios e Contas (R&C) referentes ao período compreendido entre 2018 e 2022.

5.1. O grupo Jerónimo Martins, SGPS, S.A.

Fundado no ano de 1792 por um espanhol, o grupo Jerónimo Martins começou a sua atividade com uma loja de comércio alimentar no Chiado, em Lisboa.

Durante os últimos 231 anos o grupo sofreu profundas alterações, mantendo a distribuição alimentar a base do seu negócio que, mais tarde, se alia à produção industrial alimentar (1938-2016), ao retalho especializado (1990) e ao agroalimentar (2014).

Atualmente, presente fisicamente em Portugal, na Polónia (desde 1995) e na Colômbia (desde 2013), o grupo apostou desde cedo na criação *joint-ventures* com empresas conceituadas no setor alimentar e da distribuição, como a Unilever – produção de margarinas, óleos, sabonetes, cosméticos e gelados -, Delhaize Le Lion, e Ahold – retalho alimentar -, e Douglas – retalho especializado -, para dessa forma poder adquirir o *know-how* necessário para o desenvolvimento constante dos seus negócios.

Detido maioritariamente pela Sociedade Francisco Manuel dos Santos, B.V., o grupo entrou na bolsa portuguesa, atual *Euronext* Lisboa, sob a denominação Estabelecimentos Jerónimo Martins & Filho/Administração e Participações Financeiras S.A. no ano de 1989. Mais recentemente, e aliado aos esforços do grupo com as questões ambientais, sociais e de *corporate governance* (ESG), este está incluído em mais de 120 índices internacionais indexados a estas problemáticas.

Atualmente o grupo é, segundo o *Global Powers of Retailing 2023* da consultora Delloite (2023), o 47º maior grupo retalhista do mundo, ocupando no retalho alimentar a 31ª posição – 19ª a nível europeu.

5.1.1 Estrutura empresarial

O grupo JMT é constituído por trinta e nove empresas consolidadas pelo método integral, segundo o R&C 2022, que operam essencialmente em três países (Portugal, Polónia e Colômbia) nas áreas da distribuição alimentar, retalho especializado e agroalimentar.

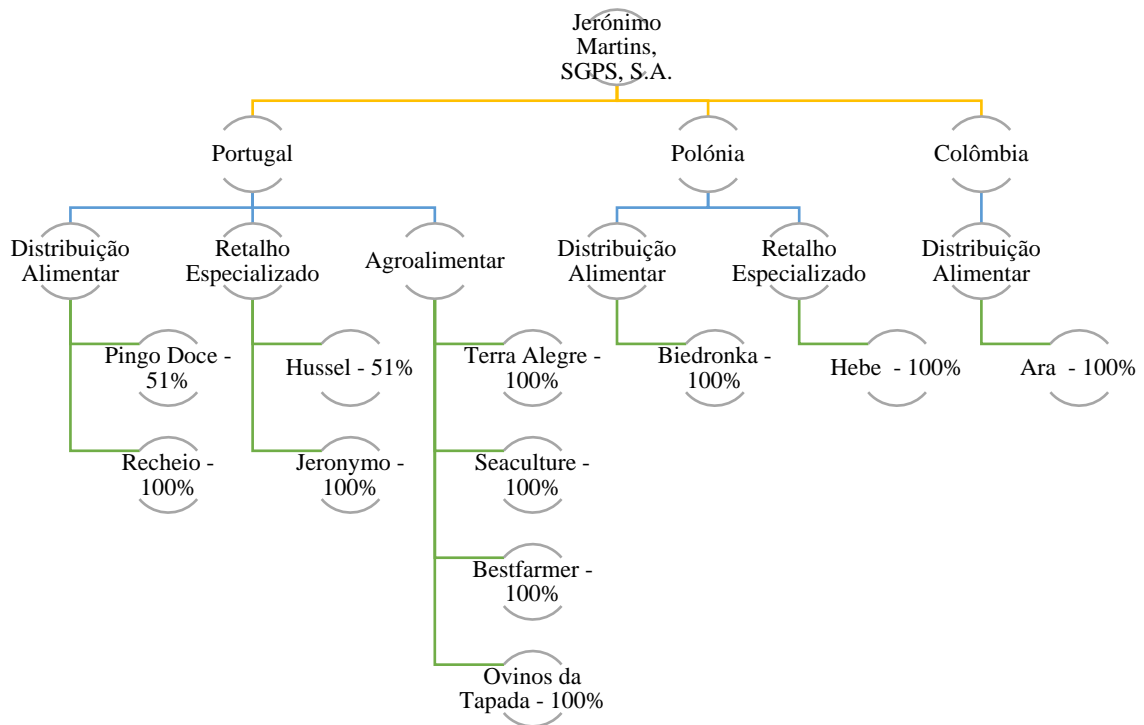


Figura 5.1 Estrutura empresarial (principal) do grupo Jerónimo Martins SGPS, S.A.

Fonte Jerónimo Martins (2023, p. 118)

A **Figura 5.1** demonstra aquela que é a principal estrutura empresarial do grupo, sendo que este estudo de caso tem como objetivo principal avaliar o impacto da alteração da IFRS16 no negócio da distribuição alimentar do grupo JMT. Pelo que, se excluem desta análise as unidades de negócio relacionadas com o agroalimentar – criadas desde 2014 com o intuito de garantir o abastecimento das insígnias da distribuição do grupo com produtos estratégicos, nomeadamente, lacticínios, agropecuária, aquacultura, frutas e legumes – e a unidade de retalho especializado, pelos seus diminutos pesos nos resultados do grupo.

5.1.2 Distribuição Alimentar

A unidade de distribuição alimentar é a unidade fundacional do grupo JMT, albergando os negócios retalhista e grossista.

É a única unidade transversal aos três mercados onde o grupo opera fisicamente e alberga as insígnias Biedronka, Pingo Doce, Ara e Recheio, representando vendas em 2022 de 25 mM€ - 98,5% do total das vendas do grupo –, segundo o R&C 2022.

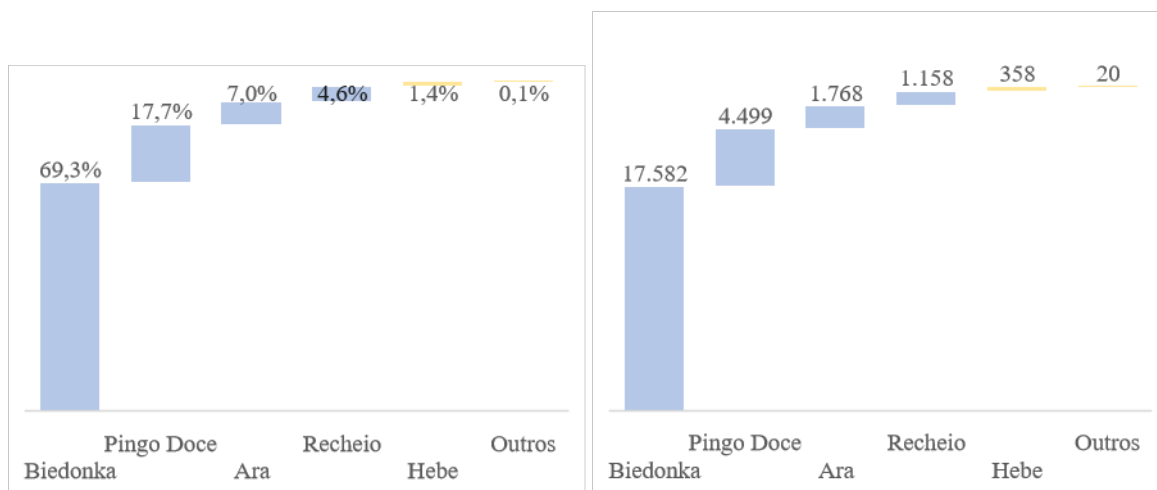


Figura 5.2 e Figura 5.3 Percentagem das vendas por insígnia (esquerda), Vendas (direita)*
*valores em milhões de euros

Fonte Jerónimo Martins (2023, p. 31)

5.1.3 Evolução geral do negócio: 2017- presente

O mundo viveu nos últimos anos, em especial desde 2020, uma grande transformação das suas estruturas social e económica. Eventos de carácter mundial como a pandemia da Covid-19 (2020-2021) e a invasão da Ucrânia pela Rússia (2022-presente) transformaram o modo de operar das empresas e um novo mundo de oportunidades surgiu, dando às empresas, em especial as capitalizadas, a oportunidade de alavancar o seu negócio, e conseguir absorver os impactos das interrupções das cadeias de abastecimento e do aumento dos preços.

O setor alimentar é dos setores da economia com mais capacidade para conter os impactos causados por eventos à escala global, pois existe para suprimir as necessidades primárias da população que, nos momentos de maior incerteza, adapta a sua estrutura de custos, alocando menos capital aos restantes tipos de despesa.

Durante os últimos cinco anos o parque de lojas do grupo sofreu uma elevada transformação, como demonstra a **Figura 5.4**, tendo sido adicionadas mais de mil e quatrocentas lojas, totalizando em 2022 um conjunto de 5.358 lojas, 5.003 das quais na distribuição alimentar. Este crescimento do número de lojas originou um crescimento anual composto (CAGR) de 6,5%.

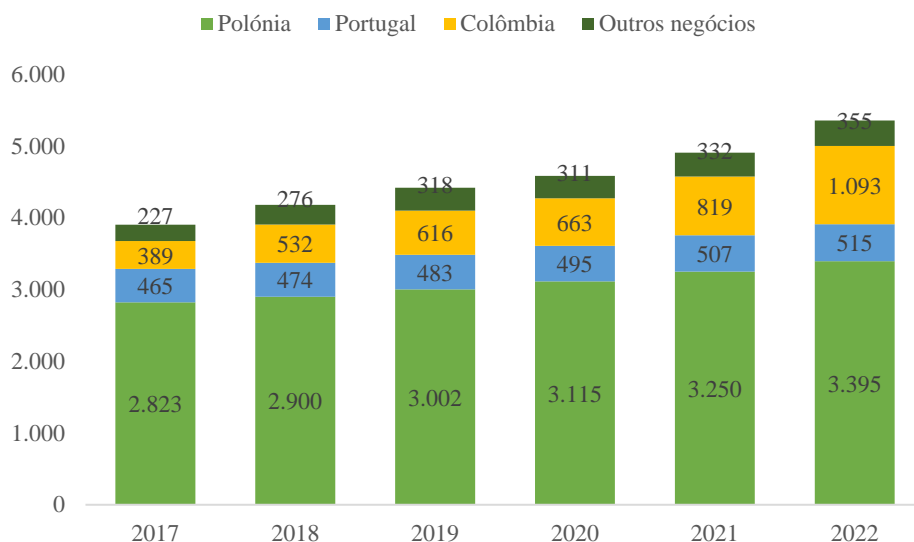
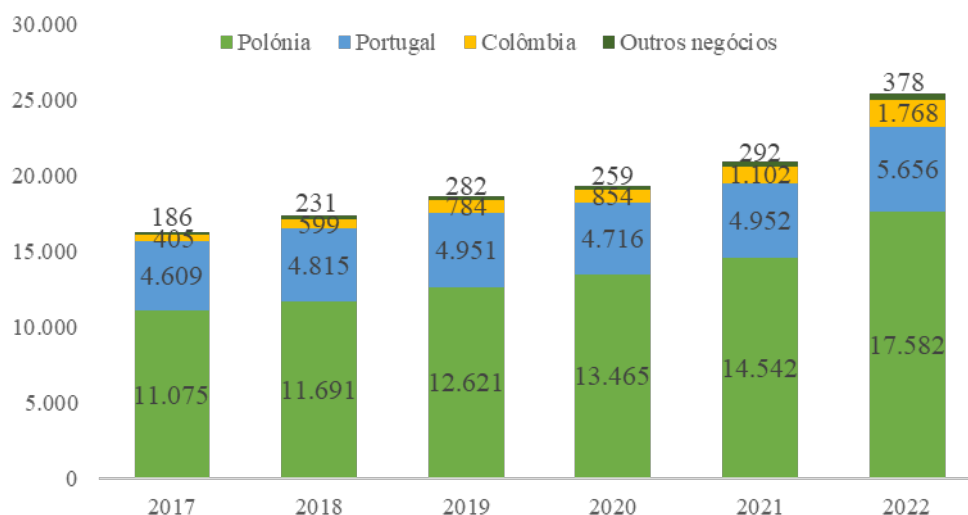


Figura 5.4 Parque de Lojas

Fonte Jerónimo Martins (2018 a 2023)

Desde 2017, como demonstra a **Figura 5.5**, as vendas do grupo JMT cresceram 56% - para um total de 25,384 mM€ em 2022 – resultando num CAGR de 9,3%. Este crescimento foi influenciado negativamente em 2020, pelo impacto gerado pela pandemia COVID-19 que impactou negativamente no crescimento das vendas do grupo, tendo inclusive, em Portugal, sido registada uma quebra nas vendas, em grande parte fruto da “violenta queda da atividade nas indústrias associadas ao turismo” (FFMS, 2023), grande consumidor para o país, em especial para o canal Horeca que sob grande pressão, fez com que o Recheio registasse uma quebra de vendas de 160 milhões de euros (15,9%).

Em 2022 ano em que “a inflação também teve um papel impulsionador”¹², com um crescimento especialmente elevado nos produtos alimentares e bebidas não alcoólicas em Portugal (13%) e na Polónia (14,5%), conforme dados do *Eurostat*, e na Colômbia (28%) tendo em consideração os dados divulgados pelo Banco Mundial, as vendas do grupo JMT sofreram um exponencial crescimento de 21,5%, com todas as insígnias a crescer a dois dígitos, com especial ênfase na Ara (+60,5%) e no Recheio (+27,7%).



*valores em milhões de euros

Figura 5.5 Evolução das vendas por país

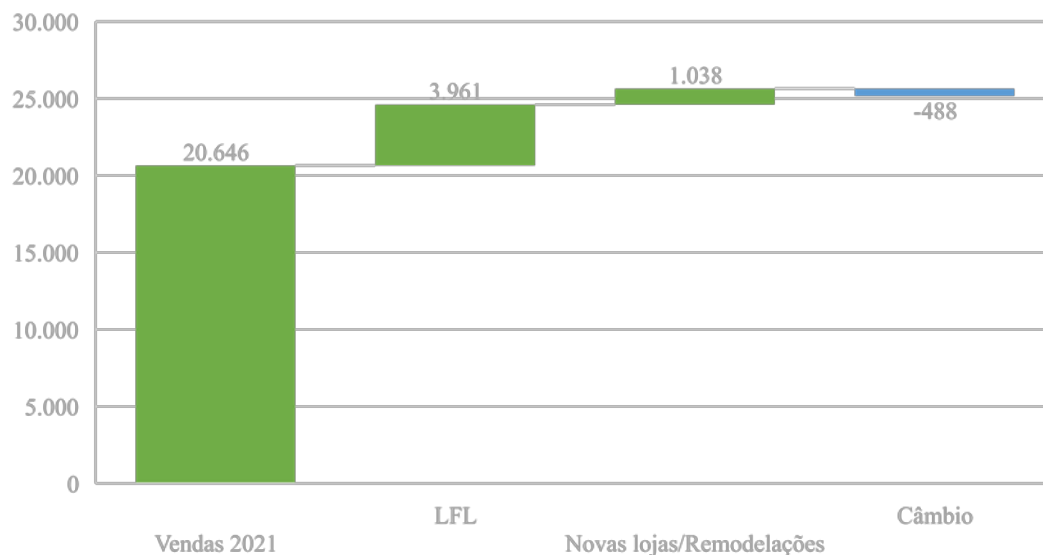
Fonte Jerónimo Martins (2018 a 2023)

É através da análise dos dois indicadores acima referidos – parque de lojas e vendas – que se extrai um dos indicadores mais importantes para o setor da distribuição, o *like-for-like* (LFL). Este indicador permite às companhias analisar qual o crescimento das suas vendas num determinado ano, face ao ano imediatamente anterior, para o mesmo parque de lojas, ou seja, permite-lhes perceber a parte do seu crescimento que não foi impactado pelos investimentos feitos na sua expansão. À medida que o número de lojas aumenta, e o peso relativo de cada uma diminui, este indicador toma especial importância.

Se tivermos como base o ano de 2022, como demonstra a Figura 5.6, em que o grupo abriu na área da distribuição alimentar 427 novas lojas – cerca de 9% do parque atual –, podemos

¹² Pedro Soares dos Santos em R&C 2022 (2023).

observar, descontando o efeito cambial, que o LFL foi responsável por 79% das novas vendas, e que, o novo parque de lojas representou apenas 2,5% do total de vendas em 2022.



*valores em milhões de euros

Figura 5.6 Vendas em 2022 por origem

Fonte Jerónimo Martins (2023)

Comparando o crescimento anual composto das vendas (9,3%) com o do número de lojas (6,5%), podemos concluir que, houve entre 2017 e 2022 um ganho de escala por parte do grupo JMT, apresentando mais vendas por loja.

5.2 O impacto da IFRS 16 no grupo Jerónimo Martins

O setor do retalho é como demonstrado nos estudos citados no subcapítulo 4.6 um dos setores onde mais eram esperados impactos ao nível das demonstrações financeiras com a entrada em vigor da nova norma para o reconhecimento das locações, a IFRS 16.

Este impacto advém de algumas particularidades que estão inerentes ao negócio do retalho, nomeadamente o arrendamento das lojas onde operam – normalmente por períodos muito longos – e que, com esta nova norma, todos os custos associados a esses contratos têm de constar nas demonstrações financeiras das empresas.

Em conferência de imprensa de apresentação do R&C 1S 2023, a *Chief Financial Officer* do grupo JMT, Ana Luisa Virginia (2023), disse que a administração do grupo, na gestão do dia a dia, não tem em consideração o valor das locações, uma vez que esta é efetivamente um custo de outros períodos, e que a maior parte do passivo registado pela aplicação da IFRS 16 advém dos contratos de arrendamento das lojas e, quando existe, do efeito cambial desses contratos, nomeadamente na Polónia e na Colômbia.

No R&C 2019 do grupo JMT vêm re-expressos os valores referentes ao balanço do grupo à data de 01 de janeiro de 2019, data de entrada em vigor da IFRS 16. Esses impactos estão apresentados na **Tabela 9.1.**, onde é possível perceber que a introdução da norma levou ao um aumento do ativo e do passivo em aproximadamente 2,4mM€ pelo acréscimo, respetivamente, dos direitos de uso e das responsabilidades com locações, resultando em aumentos de 36% do ativo e de 52% do passivo.

Os direitos de uso correspondem às “locações do Grupo [e] referem-se principalmente a contratos de arrendamento de espaços comerciais e armazéns, com períodos iniciais entre 5 e 20 anos, que podem ter períodos de extensão” (Jerónimo Martins, 2020, p. 106), enquanto as responsabilidades com locações dizem respeito ao valor presente dos pagamentos a efetuar durante o contrato, tendo-lhes sido aplicado uma taxa de desconto, para o período 2019-2022, que variou entre 5,67% em 2019 e 5,92% em 2022.

Nos próximos subcapítulos será feita uma análise económico-financeira aos resultados do grupo JMT para o período entre 2018 e 2022, que terá como objetivo revelar os verdadeiros impactos registados nas demonstrações financeiras da empresa. Para tal serão utilizados como base os dados recolhidos nos R&C da empresa referentes ao período em análise, e que estão condensados nos Anexos, na sua maioria, na **Tabela 8.1** e na **Tabela 8.2** no que respeita ao Balanço e na **Tabela 8.3** e na **Tabela 8.4** para a Demonstração de Resultados.

Para o cálculo dos valores do Passivo Total e do Ativo Total para os anos 2019-2022 sem o impacto da IFRS 16, foram descontados aos valores efetivos o valor total dos direitos de uso e das responsabilidades com locação (correntes e não correntes).

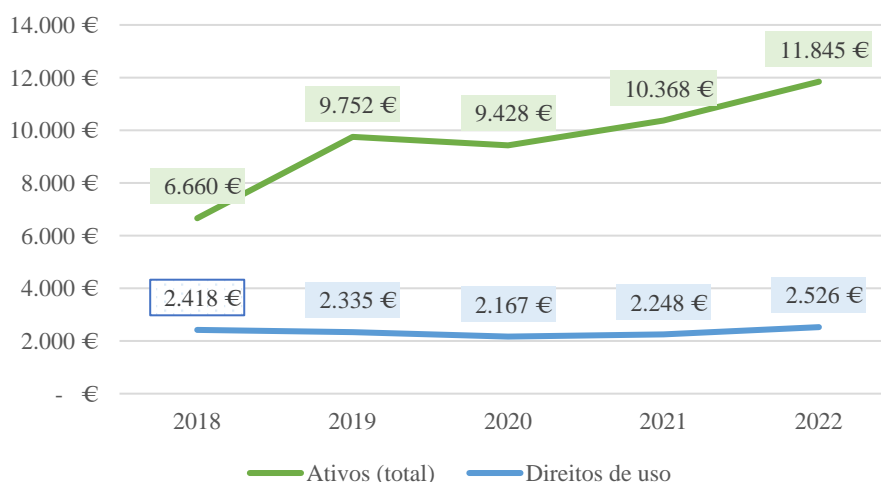
Nos indicadores sob os quais se revelar oportuno será feita uma comparação entre os dados do grupo JMT e aquilo que são os dados¹³ do Banco de Portugal (BdP) para o setor do comércio a retalho em supermercado e hipermercados.

5.2.3. Análise ao Balanço

Esta análise tem como objetivo perceber a evolução das várias rúbricas do balanço do grupo JMT no período 2019-2022 para, dessa forma, ser possível realizar uma análise financeira mais incisiva ao impacto da IFRS 16 na evolução das demonstrações financeiras da empresa.

- Ativo Total

O grupo JMT apresentou, nos anos em apreço, uma evolução positiva do seu ativo, como demonstra a **Figura 5.7**:



*valores em milhões de euros

Figura 5.7 Ativo Total e “Direitos de uso” – JMT (2018-2022)

Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023)

¹³ Dados disponíveis em <https://www.bportugal.pt/QS/qsweb/Dashboards>.

A implementação da IFRS 16 obrigou a empresa, em 2019, a contabilizar, para o ano de 2018, cerca de 2.4mM€ em direitos de uso, o que provocou um aumento de 36% do ativo total nesse ano. Os direitos de uso passaram a representar 27% do ativo do grupo.

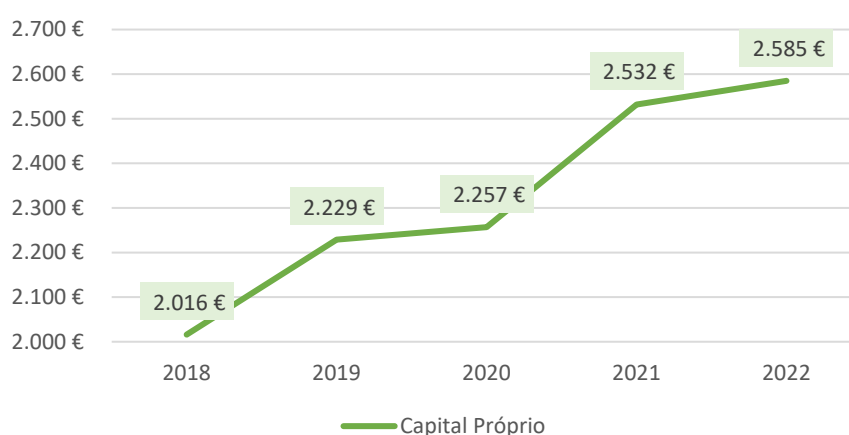
Com a estagnação do valor dos direitos de uso no período em análise - com um CAGR de 1.1% -, o peso destes tem vindo a diminuir ao longo dos anos, representando em 2022 cerca de 21% do total do ativo do grupo.

Durante estes cinco anos o ativo total do grupo registou um crescimento aproximado de 78% para os 11,8mM€ sendo metade do crescimento explicado pela adoção da IFRS 16 e, o restante, pelo elevado crescimento das rubricas de ativo corrente, em especial “Caixa e equivalentes de caixa” (+226%) e “Existências” (+54%), como demonstra a **Tabela 8.1**.

Os Quadros do Setor do BdP demonstram da mesma forma um aumento exponencial em 2019 do ativo total do setor (+27%), em especial do ativo não corrente (+52%), fruto do aumento dos investimentos não financeiros em 2,1mM€ rubrica onde se incluem as locações.

- Capital Próprio

As rubricas de capital próprio são, como demonstra a **Tabela 9.1**, tendencialmente imunes à aplicação da IFRS 16, tendo tido mesmo um impacto nulo nos dados re-expressos apresentados pelo grupo para o ano de 2018.



*valores em milhões de euros

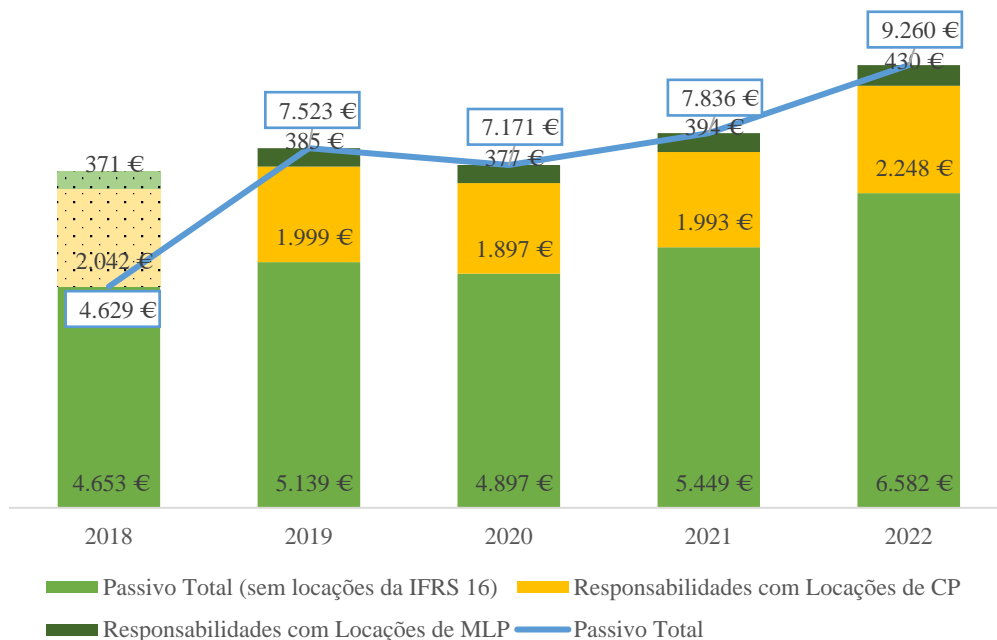
Figura 5.8 Capital Próprio - JMT (2018-2022)

Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023)

Através da **Figura 5.8** é possível perceber a evolução, sempre positiva, do Capital Próprio do grupo, com um crescimento acumulado durante o período de 28%, resultante do acumular de 0,7mM€ em resultados retidos (+55%), em especial durante o período de influência da pandemia da Covid-19.

- Passivo Total

O passivo foi, além do ativo, outra rubrica bastante impactada pela aplicação da IFRS 16, como previa o estudo A apresentado no primeiro capítulo, tendo no caso do grupo JMT apresentado a seguinte evolução para o período 2018-2022:



*valores em milhões de euros

Figura 5.9 Passivo Total e "Responsabilidades com Locações" - JMT (2018-2022)

Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023)

A adoção da IFRS 16, e o conseqüente reconhecimento dos 2,4mM€ em Responsabilidades com Locações no seu Balanço, provocaria, só no ano de 2018, um aumento da dívida em mais de 52%, ultrapassando os 7mM€

Como já referido anteriormente, as locações do grupo dizem respeito, na sua larga maioria, ao arrendamento a longo prazo de espaços comerciais. Desse modo uma grande parte (2,0mM€) das responsabilidades com locações são registadas no passivo não corrente do

grupo, provocando um agravar deste, aquando da implementação da IFRS 16, de 446%. Valor que vai de encontro ao valor registado pelo setor e Portugal que, segundo o BdP, registou um crescimento de 348%.

A **Figura 5.9** demonstra assim um duplicar da dívida do grupo no período em análise – 42% excluindo os impactos da IFRS 16 – apoiado também no crescimento de 53% da rúbrica “Credores, acréscimos e diferimentos”.

Durante este período as Responsabilidades com Locações mantiveram-se estáveis (+11%) tendo, no entanto, nos últimos dois anos, crescido 18% (+ 0,4mM€) acompanhando a expansão e modernização do parque de lojas do grupo.

Da análise ao Balanço do grupo JMT, e corroborado pelos dados do setor para Portugal, podemos observar uma alteração por completo do Balanço do grupo, com crescimentos exponenciais, no momento da adoção da norma, quer do Ativo (+36%), quer do Passivo (+52%). Decorrido este período é perceptível que, com menor impacto, os efeitos da aplicação da norma ainda são visíveis, ainda que residuais no dia a dia da empresa. Por forma a corroborar o descrito, e a perceber os impactos ocorridos entre os indicadores do Balanço, serão de seguida calculados, e analisados, dois indicadores estudados pela *Europe Economics*, no estudo presente no subcapítulo 4.6, o *debt-to-equity* e o *debt-to-asset*. Esses indicadores encontram-se representados na figura que se segue.

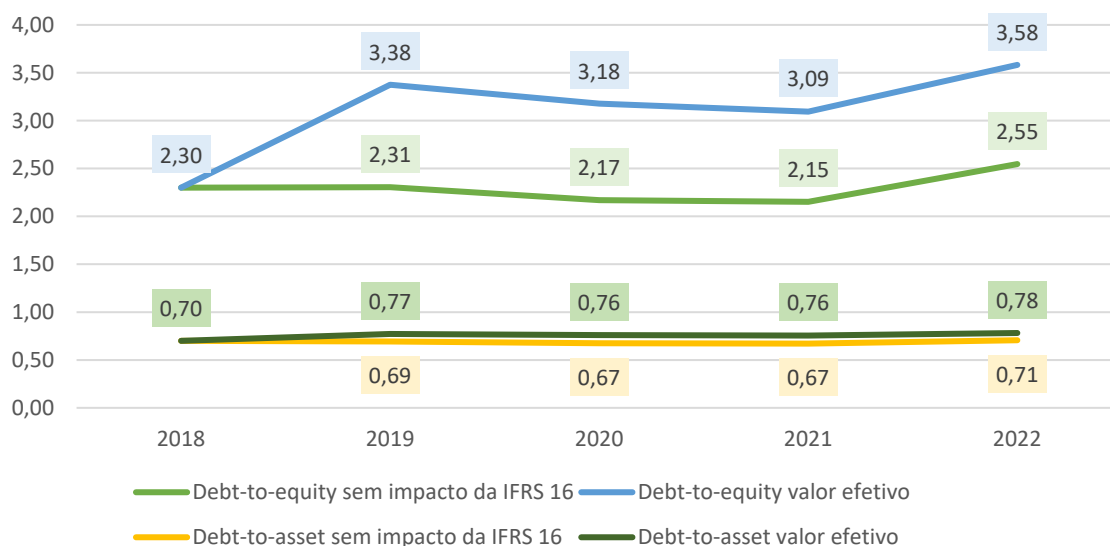


Figura 5.10 *Debt-to-equity* e *Debt-to-asset* - JMT (2018-2022)

Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023)

Estes dois indicadores permitem perceber o peso da dívida no CP e no ALT. Quanto maior for este indicador, menos peso tem o passivo da empresa no seu balanço. É possível observar que no caso do grupo JMT ambos foram afetados com a aplicação da norma. Em 2019, ano de entrada em vigor da norma o *Debt-to-Equity* cresceu 68% tendo em conta o valor que registaria sem a aplicação da norma, passando a dívida a representar mais de 3 vezes o CP. O mesmo cenário é possível identificar no *Debt-to-Asset*, onde a aplicação da norma levou a um aumento do peso da dívida no total do ativo de 12% em 2019. Entre 2019 e 2022 a alteração ao impacto registado pela aplicação da norma foi tendencialmente nula, em especial no *Debt-to-Asset*.

5.2.2 Análise à Demonstração de Resultados

Depois da análise *supra* ao Balanço, a análise à DR reveste-se de especial importância, para que seja possível perceber a correlação existente entre ambas as DF.

Esta análise tem como objetivo perceber quais das rubricas da DR foram afetadas, em que dimensão, e se vai de encontro ao perspectivado pelo IASB quando criou a norma, conforme indicado na **Tabela 4.2**.

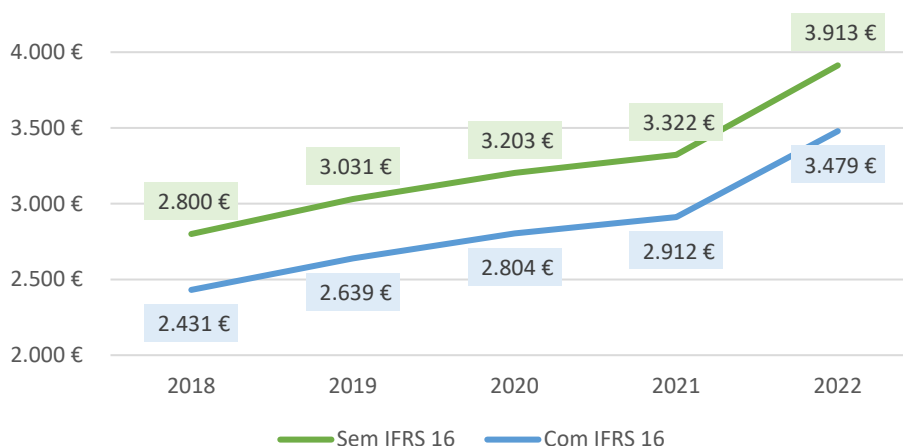
Esta análise será feita através dos dados recolhidos dos R&C da JMT entre 2018 e 2022. A **Tabela 8.3** e a **Tabela 8.4** dos anexos, apresentam os dados referidos de uma forma mais detalhada – com e sem o impacto da norma.

Tendo como exemplo de estudo um grupo do setor da distribuição alimentar, é de salientar *à priori*, que, pelas características do negócio, este é um setor de margens extremamente baixas e que, para conseguir diluir os elevados custos das suas operações, aposta tendencialmente no aumento do VN, dirigindo o seu investimento para ações que lhes permita escalar ao máximo esse indicador, apostando na diversificação do seu cabaz de produtos e em preços competitivos.

Os dados disponíveis na **Tabela 8.3** indicam-nos que a IFRS 16 não apresenta quaisquer impactos ao nível do VN e do CMVMC e, conseqüentemente, na margem bruta. Os custos associados às locações só se fazem sentir nas rubricas subsequentes da DR, nomeadamente nas rubricas de gastos desenvolvidas de seguida.

- Gastos fixos desembolsáveis

Esta rubrica inclui principalmente os custos de distribuição e os custos administrativos, tendo sido favoravelmente impactada pela aplicação da IFRS 16 – como era previsto pelo IASB. O impacto médio foi de 0,4mM€ (12.4%) no período em análise, contribuindo em igual montante para o crescimento do EBITDA do grupo, uma vez que as locações operacionais deixaram de ser contabilizadas como um gasto reembolsável do período.



*valores em milhões de euros

Figura 5.11 Gastos Fixos Desembolsáveis - JMT (2018-2022)

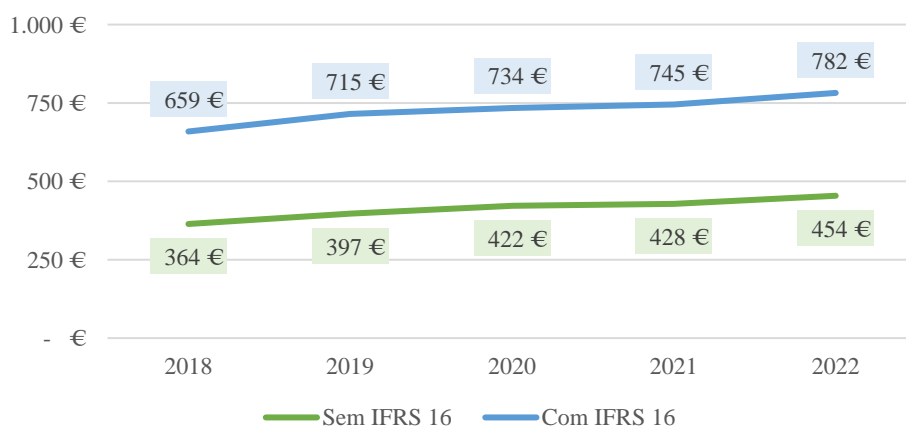
Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023)

- Gastos fixos não desembolsáveis

Esta rubrica diz respeito, na sua larga maioria, aos custos de depreciação e amortização, e conforme indicado na **Tabela 4.2**, passou a incluir, com a aplicação da IFRS 16, os custos das locações operacionais que dizem respeito a esta rubrica.

O impacto registado ronda anualmente no grupo JMT, em média, valores superiores a 0,3mM€ provocando um crescimento desta rubrica de cerca de 81% para os valores re-expressos referentes ao ano de 2018 – substancialmente acima dos 49% do setor, segundo dados do Banco de Portugal –, passando a representar cerca de 45% do total dos gastos fixos não desembolsáveis.

Atualmente os gastos associados às depreciações das locações ainda representam cerca de 42% do total, sendo a melhoria registrada neste período explicada pela estagnação do valor dos contratos de locação, principalmente quando comparado com os outros investimentos realizados.



*valores em milhões de euros

Figura 5.12 Gastos Fixos Não Desembolsáveis - JMT (2018-2022)

Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023)

- Encargos financeiros líquidos

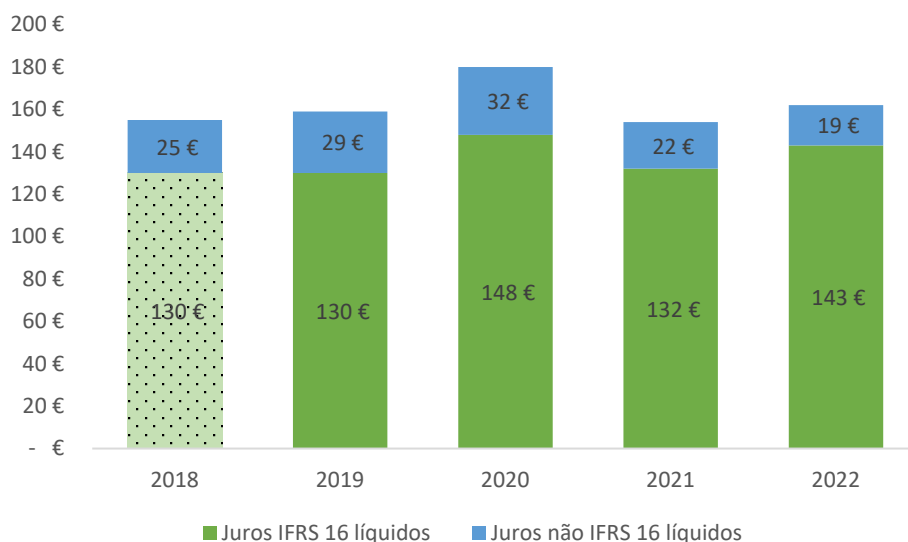
Os encargos financeiros líquidos correspondem ao valor líquido entre os juros pagos pelo passivo e os juros recebidos pelas aplicações financeiras.

Com a adoção da nova norma esta rúbrica apresentou um crescimento expressivo, uma vez que as empresas foram obrigadas a registar o valor dos juros associados ao passivo de locação nas suas demonstrações de resultados.

Esses juros são calculados através da Taxa de Juro Incremental (TJI) que está implícita aos “contratos, portanto [o grupo] utiliza a sua TJI para mensurar as responsabilidades com locações. A TJI é a taxa de juro que o Grupo teria de pagar para obter empréstimos de prazo e garantias similares, para adquirir um ativo idêntico ao ativo da locação num ambiente económico semelhante” (JMT, 2021).

A aplicação da IFRS 16 fez os custos com esta rúbrica crescerem cerca de 520%, passando estes a representar entre 82% e 86% dos encargos financeiros líquidos do grupo.

Este crescimento é corroborado pelo impacto registado em todo o setor, se bem que em menor grau, com o crescimento do setor a fixar-se nos 400%, no entanto, o peso desta rúbrica nas receitas totais do grupo tem sido consistentemente inferior ao do setor, rondando em 2022 os 0.64% (+0.5 p.p. Vs 2018).



*valores em milhões de euros

Figura 5.13 Juros líquidos - JMT (2018-2022)

Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023)

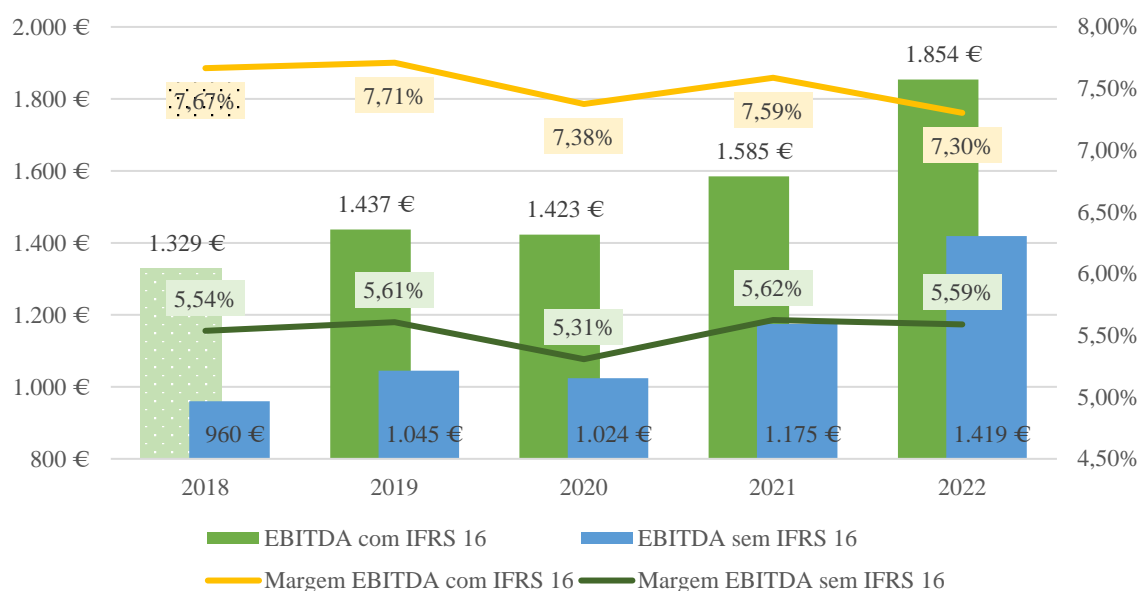
Por consequência da evolução das rúbricas de gastos diretamente relacionadas com a atividade, os indicadores de rentabilidade também são afetados, em concreto:

- EBITDA

Impactado positivamente pela forma de reconhecimento dos gastos associados às locações operacionais, este indicador reveste-se de especial importância para as companhias, pois revela a sua capacidade de gerar capital através da sua atividade corrente.

Com a aplicação da IFRS 16 o EBITDA apresentou no período em análise valores substancialmente mais elevados, na ordem dos 0,4mM€ (+36%), face à mensuração realizada anteriormente.

No que diz respeito à margem EBITDA, que dilui sobre as vendas o valor do EBITDA, esta cresceu em média cerca de 2 p.p., atingindo os 7.5%, no entanto, esta evolução extremamente positiva registada no EBITDA do grupo JMT não foi transversal ao registado no mercado português, pois enquanto a margem EBITDA do grupo, na transição entre 2018 e 2019, subiu quase 40%, a margem do setor em Portugal cresceu apenas 2.4%. Esta diferença poderá ser explicada pelo peso dos negócios internacionais do grupo, uma vez que, como descrito na nota 29 do R&C 2019 (Jerónimo Martins, 2020), o grupo identifica que dos 2,4mM€ em responsabilidades com locações, apenas 0,46mM€ são em euros, sendo os restantes 1.9mM€ em *zlotys* e pesos colombianos.



*valores do EBITDA em milhões de euros

Figura 5.14 EBITDA e Margem EBITDA - JMT (2018-2022)

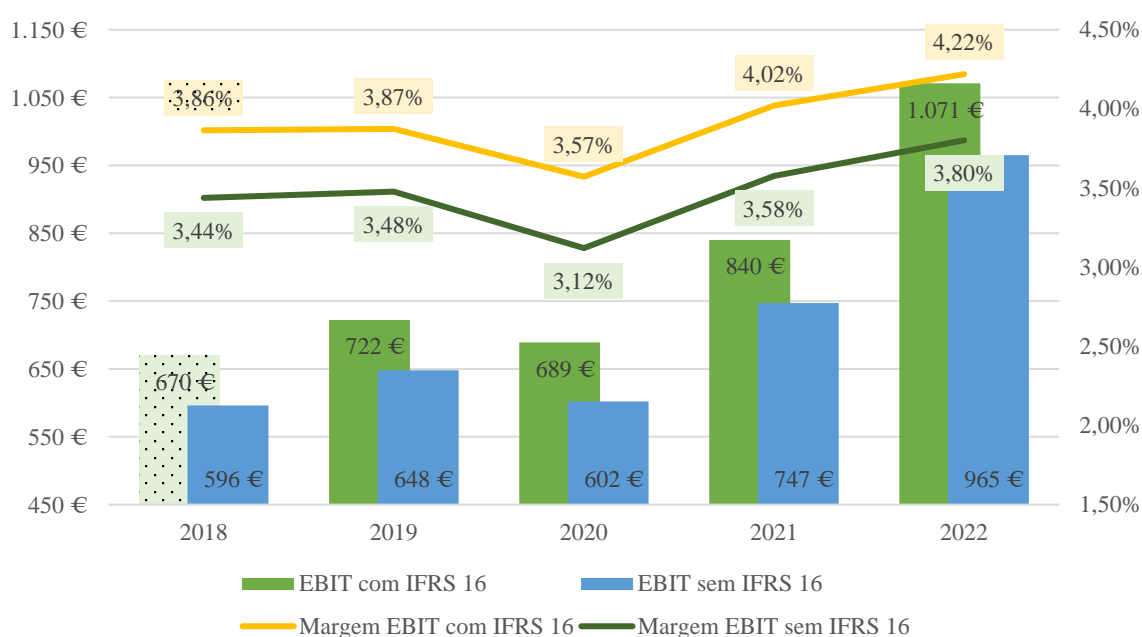
Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023)

- EBIT

Além do obvio impacto positivo do não reconhecimento das locações operacionais como um gasto puro, o EBIT é ainda negativamente impactado pelo aumento dos Gastos fixos não desembolsáveis, através do aumento das responsabilidades com locações. Durante o período em estudo, a aplicação da IFRS 16 provocou a existência de um EBIT em média 12% superior ao registado sem o impacto da norma, correspondendo a 87M€

A margem EBIT do grupo evoluiu de forma mais modesta que a margem EBITDA, sendo em média cerca de 0.4 p.p. superior.

Comparando o impacto existente com a transição das normas – um aumento da margem EBIT de 0.43 p.p. de 2018 para 2019 – do grupo JMT com o setor nacional, é possível perceber que um menor peso dos contratos de locações nas empresas nacionais, conforme referido no ponto anterior, levaria as empresas a apresentarem uma evolução mais limitada do indicador, tendo estas registado uma quebra do seu EBIT em valor (0,12mM€) e em margem (30%).



*valores do EBIT em milhões de euros

Figura 5.15 EBIT e Margem EBIT - JMT (2018-2022)

Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023)

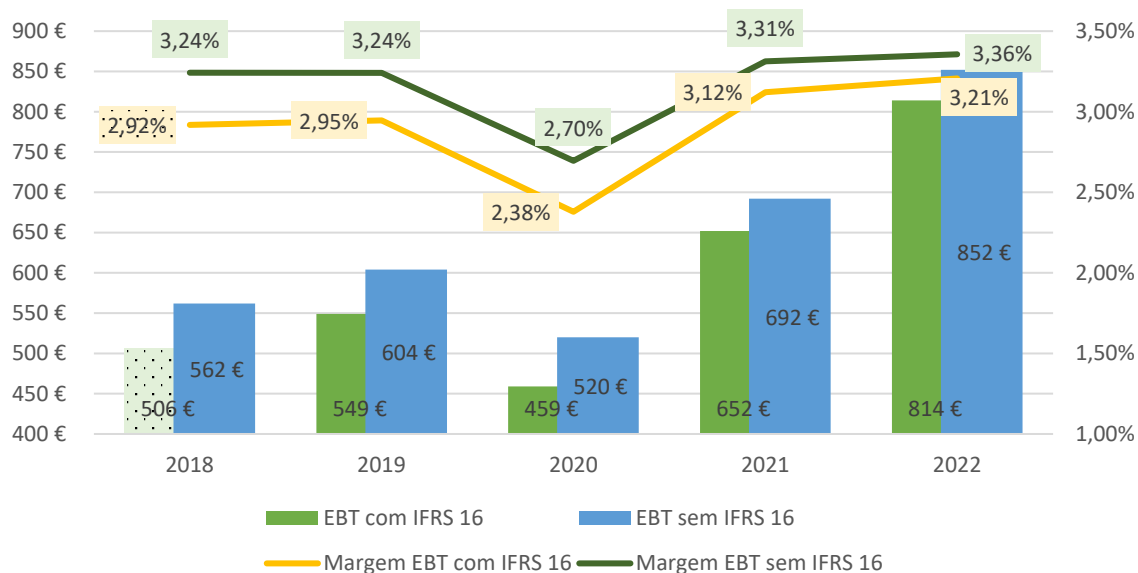
- EBT

Com o reconhecimento das locações operacionais no passivo das companhias, a fatura dos juros é inevitavelmente impactada - conforme demonstrado na **Figura 5.13** -, dessa forma o EBT será um dos indicadores mais “sacrificados” pela aplicação da norma.

Conforme demonstra a **Figura 5.16** a IFRS provocou quedas anuais que rondam os 50M€ no EBT do grupo JMT, impacto esse que se tem reduzido ligeiramente nos últimos anos.

Paralelamente, e apesar de já apresentar níveis de rentabilidade semelhantes aos de 2018, a margem EBT também tem sido paulatinamente afetada. Há a destacar, no entanto a diminuição do *gap* existente na margem EBT, em especial nos dois últimos anos, explicada pelo fraco crescimento das locações quando comparados com o crescimento acentuado que se verificou nas vendas, tornando-se esta diferença quase residual em 2022.

No que diz respeito ao agregado das DF do setor para Portugal, é possível perceber que o grupo JMT apresentou uma evolução muito mais positiva com a aplicação da nova norma, uma vez que o já baixo EBIT do setor é ainda afetado pelo exponencial crescimento dos gastos de financiamento, provocando quebras de 56% no EBT do setor, conduzindo a sua margem para 1.07% - cerca de um terço da margem do grupo.



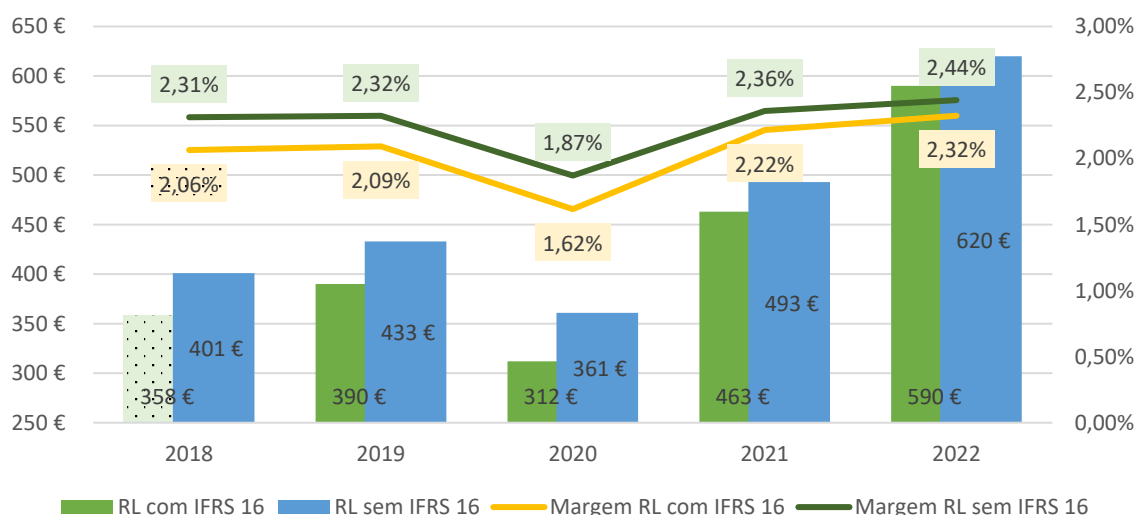
*valores em milhões de euros

Figura 5.16 EBT e Margem EBT - JMT (2018-2022)

Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023)

- Resultado líquido

Como indicador agregador de todos os impactos da implementação da IFRS 16 na Demonstração de Resultados, o RL deveria ser, teoricamente, neutralmente impactado pela adoção da IFRS 16, o que não acontece, como demonstra a Figura que se segue:



*valores em milhões de euros

Figura 5.17 RL e Margem RL - JMT (2018-2022)

Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023)

É possível observar que, apesar da diminuição da diferença apresentada nos últimos anos, o impacto da norma nos RL do grupo chegou a representar mais de 10% do RL do grupo entre 2018 e 2020. À data de 31 de dezembro de 2022 a margem RL apresentava já valores pré IFRS 16, com o estreitar da diferença face aos resultados que a empresa teria sem a aplicação da norma a situar-se nos 0.12 p.p..

A não neutralidade do impacto da IFRS 16 no RL, conforme era previsto pelo IASB (2016), é também corroborada por Xavier (2022) num estudo que desenvolve sobre o impacto da IFRS 16 na Transportes Aéreos Portugueses, SGPS, S.A.. Apesar do grupo JMT não apresentar uma explicação para essa diferença, esta pode ser explicada pelos impactos que decorrem das alterações anuais das taxas de juro e de câmbio.

Conclui-se assim que, à semelhança dos impactos ocorridos no Balanço, a DR também é significativamente impactada pela aplicação da nova norma de contabilidade, com a divisão do reconhecimento dos custos associados – amortizações e juros – a demonstrarem impactos muito variados nos diferentes indicadores de rentabilidade.

Paralelamente à análise das várias rúbricas da DR reveste-se de especial importância, analisar alguns indicadores que interligam as rúbricas da DR, como o *EBIT-to-Interest Ratio*,

e outros que analisam em simultâneo a evolução da DR e do Balanço, como é o caso do *Debt-to-EBITDA*.

- *EBIT-to-Interest Ratio*

Sendo o EBIT, um indicador de rentabilidade que exclui aos lucros o valor dos juros líquidos e dos impostos sobre o rendimento, o *EBIT-to-Interest Ratio* permite perceber qual é o grau de cobertura dos custos financeiros pelo EBIT.

Este foi um dos indicadores estudados pela Europe Economics, o qual demonstrou, como demonstrado no capítulo 4.6., que com a aplicação da IFRS 16 este indicador apresentaria uma diminuição de 30%, passando o EBIT a cobrir 3,4 vezes os gastos com financiamento, face às 4,8 vezes apresentadas anteriormente.

Tendo em conta o demonstrado na **Tabela 4.2**, em que os juros das locações operacionais passam a ser reconhecidos como gastos de financiamento na DR, é expectável que se registem alterações significativas em ambos os lados da equação, pois apesar de existir um aumento do EBIT também ocorrerá um aumento dos gastos de financiamento.

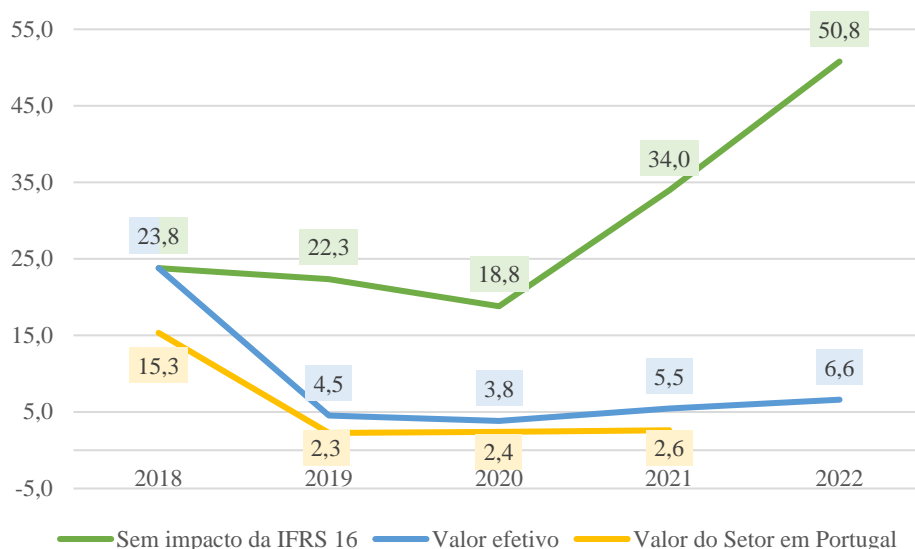


Figura 5.18 *EBIT-to-Interest Ratio* - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021)

Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023)

A Figura acima indica-nos que o impacto da aplicação da norma foi muito mais pronunciado em Portugal do que o que era esperado pelo estudo, com o rácio a resvalar 85% para valores entre as 2,3 vezes e as 2,6 vezes, ficando substancialmente abaixo das 3,4 vezes previstas pelo estudo.

No caso do grupo JMT, o impacto causado pela aplicação da norma foi de ordem semelhante ao registado em Portugal, com o grupo a apresentar uma quebra de 81% do *EBIT-to-Interest Ratio*, passando de 23,8 vezes em 2018, para 4,5 vezes em 2019, uma quebra de 81%.

Esta quebra deve-se ao perfil de endividamento do grupo e à sua gestão financeira. Como será demonstrado mais à frente, o grupo gere a sua dívida a fornecedores como forma de se financiar sem recorrer a empréstimos bancários/obrigacionistas. A prova disso mesmo são os valores demonstrados na Figura acima, em que, se forem ignorados os pagamentos de juros relacionados com as locações operacionais, o grupo apresentaria valores extremamente elevados, atingido em 2022 valores em que o EBIT seria 51 vezes maior que os Encargos Financeiros Líquidos.

- *Debt-to-EBITDA*

O *Debt-to-EBITDA* mede o peso do passivo no EBITDA e, em 2016, foi estudado pela PwC com o intuito de se perceber qual o impacto da aplicação da IFRS 16 neste indicador. Conclui-se então que, com o aumento previsto de 98% do Passivo e de 41% do EBITDA, este rácio tenderia a aumentar de 1,17 vezes para 2,47 vezes.

A Figura abaixo tem como objetivo exemplificar o impacto registado no grupo JMT e no setor em Portugal, da aplicação da norma. Através da sua análise é possível observar o impacto reduzido da aplicação da norma no grupo JMT, com o indicador a registar valores superiores, face ao que se registaria sem a aplicação da norma, em cerca de 0,3 vezes. Apesar deste tímido crescimento ser muito inferior ao previsto pela PwC (2016), é possível perceber que o endividamento do grupo é particularmente superior ao valor previsto pela consultora.

O efeito da aplicação da norma no setor do comércio a retalho em Portugal foi muito superior, com a dívida a crescer de um ano para o outro o equivalente a 2,3 vezes o EBITDA.

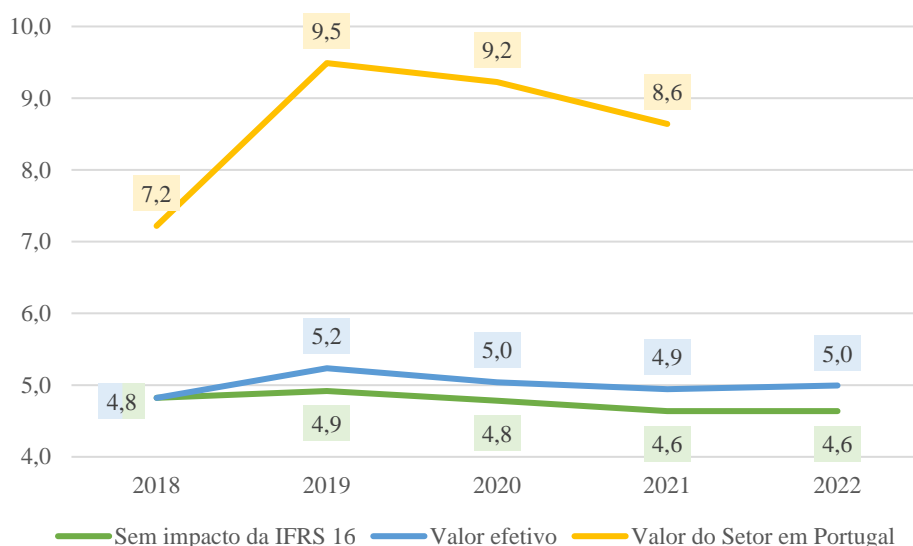


Figura 5.19 Debt-to-EBITDA - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021)

Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023) e Banco de Portugal (2023)

5.2.3. Análise de Médio Longo Prazo – Estrutura de Capital

A Análise de Médio Longo Prazo incide sobre a estrutura de capital, conforme estudado no capítulo 2. Nesta análise será possível identificar a evolução recente da Autonomia Financeira (AF), do Nível de Endividamento (NE) e da Solvabilidade Total (ST), e o impacto que a adoção da IFRS 16 teve nestes indicadores.

- Autonomia Financeira

A Autonomia Financeira identifica o peso do Capital Próprio no total do ativo da empresa e, consequentemente, qual o valor do investimento da mesma que é financiado através do Capital Próprio. Quanto maior for a Autonomia Financeira da empresa, maior é a sua capacidade para financiar o seu investimento sem recorrer a capital alheio.

Conforme demonstram a **Tabela 8.1** e a **Tabela 8.2** o capital próprio do grupo JMT não foi afetado pela adoção da nova norma, tendo registado um crescimento nos últimos cinco anos de mais de 0,5mM€ (+28% em comparação com 2018), em grande parte explicado pelo aumento da rúbrica de resultados retidos.

Por outro lado, as mesmas tabelas demonstram um efeito contrário no que diz respeito ao efeito da aplicação da norma no ativo total do grupo.

Tendo isto em consideração é de esperar uma diminuição da autonomia financeira do grupo, como efeito da diluição do peso do CP no ALT. A **Figura 5.20** demonstra esse impacto, com o grupo a registar quebras da AF em 2019 de 28%, ou seja, 7,5 p.p. – semelhante à quebra em 7,6 p.p. registada pelo setor em Portugal – para os 22,9%, ou seja, apenas 23€ por cada 100€ do ativo, passam a ser financiados com recurso a capitais próprios, sendo os restantes 77€ com recurso a capital alheio.

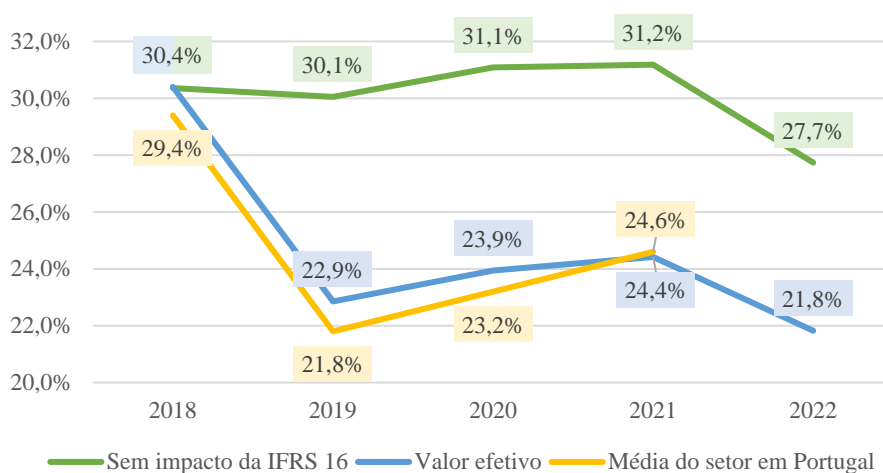


Figura 5.20 Autonomia Financeira - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021)

Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023) e Banco de Portugal (2023)

É possível observar dois comportamentos distintos deste indicador, se por um lado a AF evoluiu favoravelmente até 2021, quer se tenha em consideração o impacto da IFRS 16, ou não. Por outro lado, em 2022 podemos observar uma quebra substancial do nível da AF de quase 3 p.p.. Essa desaceleração foi fortemente impactada pela inflação registada em 2022, que provocou o aumento do valor das existências, valores de caixa e seus equivalentes.

Apesar destas oscilações, com o passar dos anos, os impactos da aplicação da norma têm diminuído, tendo mesmo, em 2022, registado valores ligeiramente abaixo dos 6 p.p., como resultado da estagnação do valor dos direitos de uso, que no período em análise apresentou um CAGR de 1,1%.

Conclui-se que, no que diz respeito á Autonomia Financeira, houve um forte impacto com a implementação da IFRS 16, com uma diminuição do valor do ativo que é financiado pelo Capital Próprio, contudo o impacto da IFRS 16 tem sido mitigado.

- Nível de Endividamento

O Nível de Endividamento, representa, como o nome indica, o grau de endividamento de uma empresa, medindo o peso do Passivo Total da empresa no seu Ativo Líquido Total.

Pelas suas características está inversamente ligado com a autonomia financeira da empresa e permite-nos perceber qual é a percentagem do investimento da empresa que é financiado através de capital alheio.

Este indicador está claramente interligado com o grau de crescimento recente da empresa, sendo que tende a ser negativamente influenciado por baixos níveis de capitalização das empresas e pela capacidade que estas têm de gerar margens elevadas.

Os gestores financeiros das empresas trabalham normalmente com o objetivo de reduzir ao máximo o grau de endividamento das empresas, até um nível onde o custo de oportunidade do capital o permita – tendencialmente, para valores inferiores ao custo do capital próprio. Nestes casos os gestores financeiros têm de ter a capacidade de perceber quais são os interesses dos vários *stakeholders* da empresa, nomeadamente acionistas e financiadores, que devem ser satisfeitos.

O impacto da IFRS 16 no Passivo Total e no Ativo Total da empresa em 2018 foi, como demonstra a **Tabela 9.1**, equivalente, com ambos a serem influenciados pelos 2,4mM€ que a empresa foi obrigada a escriturar nas suas DF. No entanto, enquanto no ALT implicou um aumento de 36%, no PT ultrapassou os 51%.

A **Figura 5.21** indica-nos o nível de endividamento do grupo JMT, com e sem o impacto da IFRS 16, para o período em estudo, assim como a tendência do setor para Portugal.

Neste caso podemos concluir que entre 2018 e 2019, o reconhecimento das locações segundo a nova norma, provocou um aumento de 7,4 p.p. no endividamento do grupo que atingiu os 77,1%. De notar que as alterações que ocorreram no nível de endividamento da empresa entre 2019 e 2022 foram especialmente causadas pelo aumento dos passivos relacionados com credores, acréscimos e diferimentos, e que apesar do aumento deste indicador, os

empréstimos obtidos pelo grupo apresentaram quedas expressivas de 45% a curto prazo e 23% a médio longo prazo.

A estagnação das responsabilidades com locações entre 2019 e 2021 foi um dos principais impulsionadores, do lado do passivo, para o abrandamento do nível de endividamento.

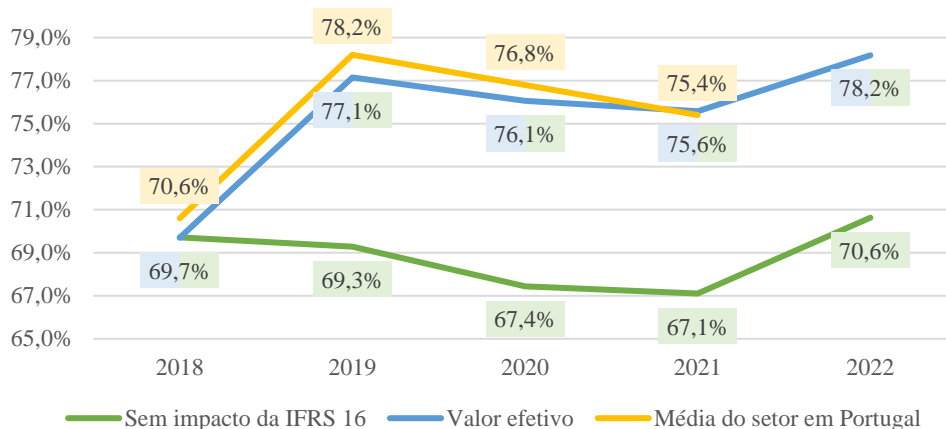


Figura 5.21 Nível de Endividamento - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021)

Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023) e Banco de Portugal (2023)

- Solvabilidade Total

A Solvabilidade Total indica o grau de cobertura que os Capitais Próprios têm sobre o Passivo Total de uma empresa, ou seja, o grau de capacidade desta em pagar as suas dívidas recorrendo apenas ao seu CP.

No caso do grupo JMT o capital próprio era constituído, em 2022 e na sua maioria, pelo capital social (0,6mM€) da sociedade e pelos resultados retidos (1,9mM€), tendo no período em análise apresentado valores sempre crescentes.

Não havendo da parte do Capital Próprio, influência da aplicação da IFRS 16, é de notar que a probabilidade de haver uma diminuição da Solvabilidade Total é elevada, uma vez que o passivo, como já referido, é fortemente impactado por esta norma.

A **Figura 5.22** apresenta aquela que foi a evolução sentida pelo grupo JMT, e a comparação com o setor do retalho em Portugal. Através da sua análise, é possível concluir que a solvabilidade total do grupo, assim como do setor, foi fortemente impactada pela adoção da norma. A perda de 14 p.p. de solvabilidade fez com que a empresa passasse a ser capaz de

pagar menos de um terço do seu passivo recorrendo ao Capital Próprio, ou seja, enquanto em 2018 o passivo excedia o CP em 2,6mM€ em 2019 esse valor aumentou para 5,3mM€ Em 2022 o PT do grupo excedia o valor do CP em 6,7mM€

Apesar das melhorias registadas nos anos subseqüentes, o ano de 2022 foi particularmente penoso no que diz respeito a este indicador para o setor, ao atingir mínimos de 28%. Esta alteração foi particularmente influenciada pelas rúbricas do passivo já anteriormente referidas, nomeadamente “Credores, acréscimos e diferimentos”.

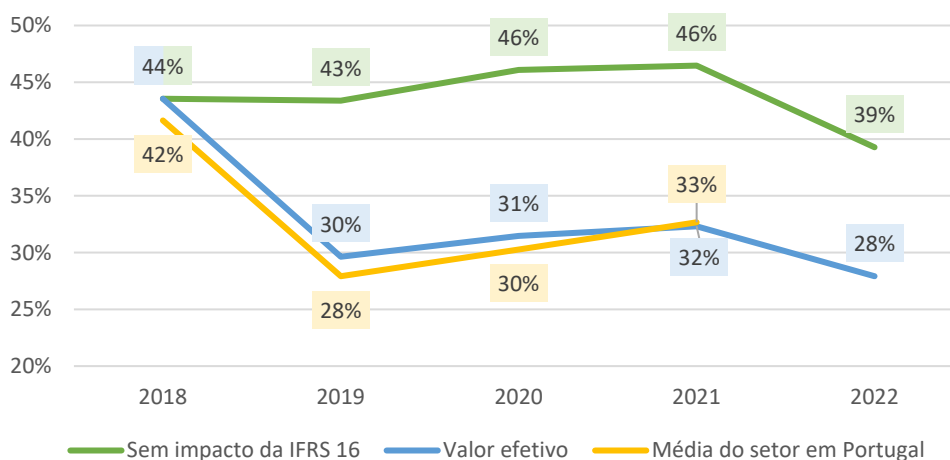


Figura 5.22 Solvabilidade Total - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021)

Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023) e Banco de Portugal (2023)

5.2.4. Análise de Equilíbrio Financeiro

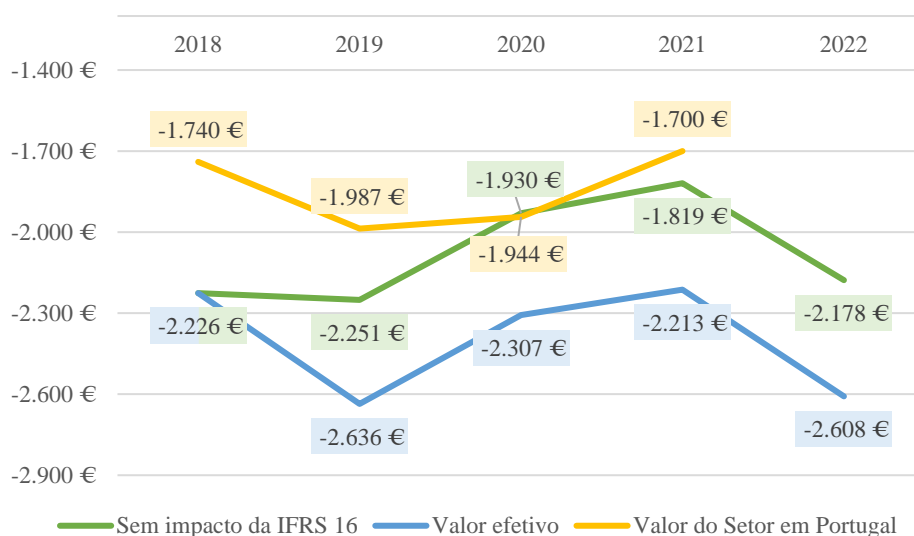
Esta análise permite perceber a interligação que existe entre as rúbricas de curto prazo e médio-longo prazo, englobando os indicadores estudados no capítulo 3, nomeadamente, o Fundo de Maneio, as Necessidades de Fundo de Maneio e a Tesouraria Líquida.

- Fundo de Maneio

O fundo de maneio é uma das métricas financeiras mais importantes de uma empresa, permitindo concluir se a empresa está ou não a financiar o seu ativo de médio-longo prazo com capitais com características de permanência.

Uma das regras de equilíbrio financeiro é, como demonstrado no capítulo 3 a chamada Regra de Equilíbrio Financeiro Mínimo, que preconiza a existência de um fundo de maneio nunca inferior a zero, em que os ativos de curto prazo conseguem cobrir, pelo menos, a totalidade das responsabilidades a curto prazo.

A Figura seguinte, reflete aquele que é o montante do Fundo de Maneio do grupo Jerónimo Martins, e os dados para o setor.



*valores em milhões de euros

Figura 5.23 Fundo de Maneio - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021)

Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023) e Banco de Portugal (2023)

É notório que nem da parte do grupo JMT, nem da parte do setor em Portugal, se registou o cumprimento da regra do equilíbrio financeiro mínimo, o que se deve às características do negócio do retalho, nomeadamente:

- As baixas margens do negócio, que geram poucos lucros, quando comparado com o capital que é preciso investir; e
- Ao Prazo Médio de Pagamentos (PMP) muito superior ao Prazo Médio de Recebimentos (PMR), conforme demonstrado no subcapítulo 655.2.5.

A adoção da IFRS 16 veio agravar ainda mais o valor do Fundo de Maneio do grupo JMT e do setor, como consequência do aumento considerável do passivo corrente, que se situa no período em análise em cerca de 400M€

É notório a evolução negativa do FM do grupo JMT em 2019, face a 2018, explicada, quase em exclusivo, pela adoção da IFRS 16. No que diz respeito à evolução registada nos dois anos seguintes, a melhoria é explicada à custa da melhoria da rubrica “Caixa e equivalentes de caixa” em quase 600M€ e na diminuição de 300M€ dos Empréstimos obtidos com maturidade a menos de um ano.

Durante o período entre 2019 e 2021 a adoção da IFRS 16 produziu um efeito negativo em 385M€ no FM, que se manteve tendencialmente constante no período. O ano de 2022 efetivou uma alteração da evolução do impacto da norma neste indicador, certamente resultante do acelerar da abertura de lojas do grupo nos últimos dois anos, com um aumento de 55M€face a 2020.

Analisando as DF do grupo JMT como um todo, é possível concluir o agravar dos valores do FM em 2022 deveu-se ainda ao crescimento exponencial da rubrica “Credores, acréscimos e diferimentos” em mais de mil milhões de euros, ainda que parcialmente compensada pelo aumento da rubrica de “Caixa e equivalentes de caixa”, pelo efeito da inflação, em cerca de 300M€

Quando o Fundo de Maneio é negativo, a empresa pode ter dificuldades em ter recursos financeiros que lhe permitam saldar os financiamentos que se vão vencendo. No setor do retalho este constrangimento não é tão provável, por força do baixo PMR, principalmente quando comparado com o PMP.

- Necessidades de Fundo de Maneio

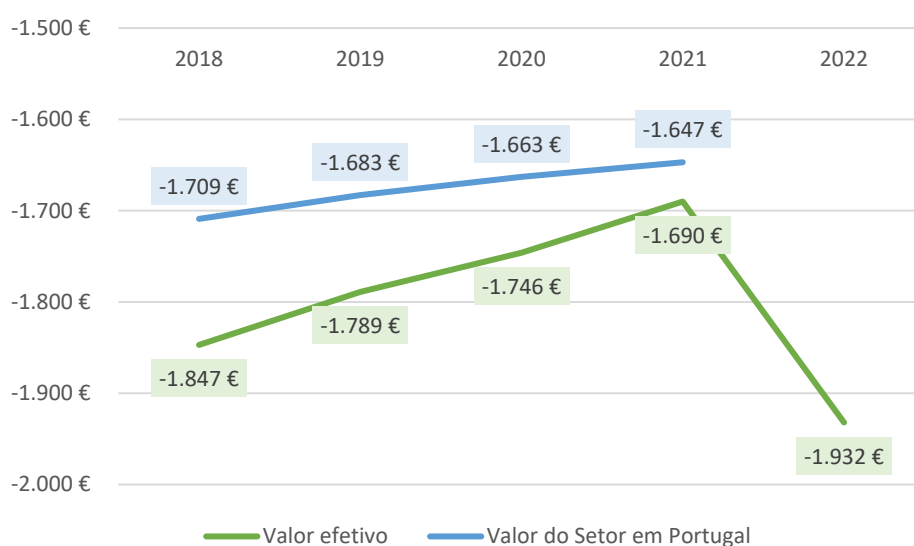
As NFM “correspondem ao valor do fundo de maneio associado ao financiamento do ciclo de exploração” (Breia, Mata, & Pereira, 2014), estas incidem assim sobre os ativos e passivos que apresentam características de renovação, ou seja, que advém do ciclo de exploração da empresa e que se vão renovando no decorrer da atividade do dia-a-dia da empresa.

Breia, Mata e Pereira (2014, p. 76) identificavam, como exemplo típico das NFM negativas, o caso das empresas de distribuição, dizendo que, quando isto acontece “o ciclo [de

exploração] não só é autossuficiente como gera excedentes, reduzindo a margem de segurança necessária em termos de fundo de maneiio”.

A **Figura 5.24** identifica a evolução das NFM do grupo JMT e do setor do retalho em Portugal. Para o cálculo das NFM do grupo JMT foram tidos em conta as rúbricas do balanço com características de exploração, nomeadamente:

- Ativo Corrente: “Existências”, “Devedores, acréscimo e diferimentos”, e “Caixa e equivalentes de caixa”; e
- Passivo Corrente: “Credores, acréscimos e diferimentos”.



*valores em milhões de euros

Figura 5.24 Necessidades de Fundo de Maneio - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021)

Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023) e Banco de Portugal (2023)

Posto isto, podemos observar que quer o grupo JMT quer o setor corroboram o identificado pelos autores, como consequência de um curto ciclo de exploração associado à sua atividade.

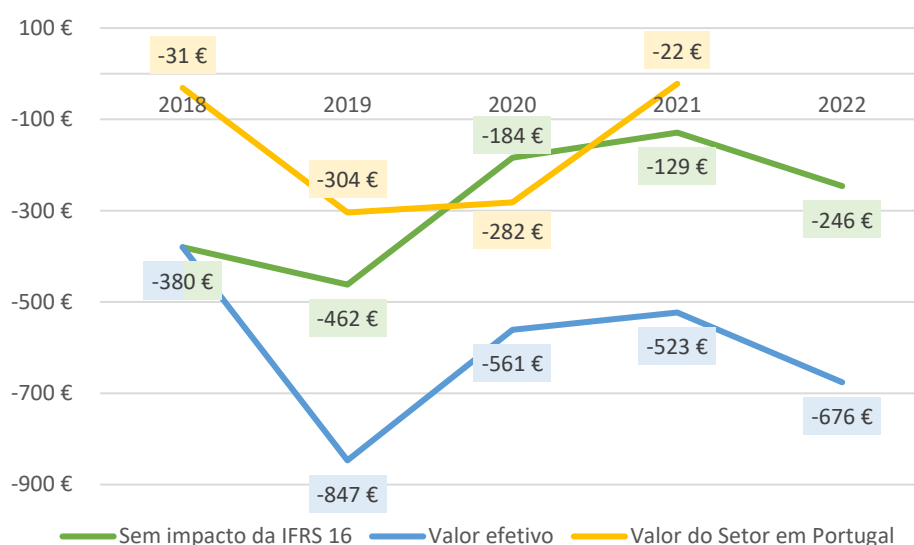
É de notar que, uma vez que a norma IFRS 16 não incide diretamente sobre rúbricas do ciclo de exploração, o seu impacto nas NFM é praticamente nulo. O valor de 5M€ identificado na **Tabela 9.1**, como impacto registado com a adoção da IFRS 16 na rúbrica “Devedores, acréscimos e diferimentos”, implicou uma melhoria do indicador de apenas 0,3%.

- Tesouraria Líquida

A TL é outro dos indicadores que fazem parte das regras de equilíbrio financeiro, a denominada regra de equilíbrio financeiro de tesouraria, em que se preconiza que as empresas devem apresentar uma TL que, quando não seja positiva, deva ser pelo menos igual a zero.

Apesar do preconizado pela norma, o caso de estudo em análise demonstra a existência de uma TL negativa, como demonstra a **Figura 5.25**. Existem algumas justificações para o sucedido, uma delas, e talvez a mais impactante no setor da distribuição, é o elevado valor que as empresas apresentam em dívidas a fornecedores relacionados com a sua atividade *core*. No caso do grupo JMT, só no ano de 2022, esse indicador ascendia a quase 4,6mM€ As empresas, ao atuarem desta forma, transferem para o lado dos fornecedores os custos de financiamento da sua atividade operacional corrente.

A influência da adoção da IFRS 16 neste indicador é a semelhante à influência registada aquando da análise das implicações no FM, nomeadamente o aumento do passivo corrente.



*valores em milhões de euros

Figura 5.25 Tesouraria Líquida - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021)

Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023) e Banco de Portugal (2023)

No que respeita à TL, podemos concluir que a existência de valores negativos neste indicador prende-se com a gestão das dívidas de curto prazo da empresa, e do setor, nomeadamente no que diz respeito às dívidas a fornecedores, existindo um PMP muito mais elevado que o PMR.

5.2.5. Rácios de Funcionamento

Neste subcapítulo será analisada a evolução dos últimos cinco anos e os impactos provenientes da adoção da IFRS 16 nos vários rácios de funcionamento, concretamente, nos Prazos Médios de Recebimentos, de Pagamentos e de Stocks; na Duração Líquida do Ciclo de Tesouraria de Exploração e na Rotação Anual de Disponibilidades, do Ativo Líquido Total e do Ativo Corrente.

Tabela 5.1 PMR, PMP, PMS, DLCTE e RAD - JMT (2018-2022)

	2018	2019	2020	2021	2022
PMR	7	7	6	7	7
PMP	80	81	78	79	80
PMS	26	26	24	24	27
DLCTE	61	62	61	62	60
RAD	6x	6x	6x	6x	6x

*valores em dias, exceto o RAD

Fonte Adaptado de R&C 2018 a R&C 2022 da JMT

- Prazo Médio de Recebimentos, de Pagamentos e de Stocks

Estes rácios permitem avaliar quais são os prazos médios de entrada e saída de capital e mercadorias.

O PMR analisa o tempo médio que a empresa precisa para conseguir ver as dívidas dos seus clientes saldadas, enquanto o cálculo do PMP devolve aquele que é o tempo médio que a empresa demora a solver as dívidas com os seus fornecedores.

Para uma gestão sã da tesouraria de uma empresa, esta deve conseguir que o seu PMR seja menor que o PMP para, dessa forma, conseguir receber primeiro o valor da venda de um produto e só depois pagar por ele. Esta é uma das principais características do negócio da

grande distribuição, pois as empresas recebem maioritariamente os pagamentos a pronto, e só solvem as dívidas com os seus fornecedores *à posteriori*, como demonstra a tabela que se segue:

A **Tabela 5.1** apresenta também o PMS, este indicador permite-nos perceber quantos dias os *stocks* adquiridos para venda permanecem na posse da empresa. No caso do grupo JMT estamos a falar de cerca de 25 dias.

É possível assim observar, como referido anteriormente, que a empresa consegue, através de uma gestão eficiente dos seus *stocks*, financiar a sua atividade recorrendo ao PMP para gerir a sua necessidade de capital.

- Duração Líquida do Ciclo de Tesouraria de Exploração (DLCTE) e Rotação Anual das Disponibilidades (RAD)

A **Tabela 5.1** indica-nos ainda a Duração Líquida do Ciclo de Tesouraria de Exploração (DLCTE) que se tem fixado em cerca de 2 meses, permitindo perceber o tempo que dura todo o ciclo económico associado a um bem dentro da empresa.

Além dos indicadores mencionados, é possível ainda perceber qual a Rotação Anual das Disponibilidades da empresa, esta permite perceber qual o número de vezes que o ciclo de exploração roda durante um ano. No caso da JMT o ciclo de exploração roda 6 vezes durante cada um dos anos do período em análise.

Todos os indicadores nos dois pontos acima identificados não foram impactados pela aplicação da IFRS 16, pois incidem sobre rúbricas do balanço e da DR relacionadas com a atividade corrente da empresa, que se revelaram imunes à aplicação da nova norma. É de destacar ainda a estabilidade destes indicadores ao longo dos anos, mesmo tendo a economia e as empresas, sido atingidas por uma pandemia e por uma guerra, e os efeitos severos e permanentes que delas advém.

- Rotação do Ativo Líquido Total e do Ativo Corrente

Os rácios de rotação relacionados com o ativo de uma empresa permitem perceber quantas unidades monetárias esta consegue gerar através da aplicação de uma unidade de capital. Ou seja, por cada unidade monetária que a empresa investe, quantas consegue gerar em vendas.

O objetivo das empresas deve ser o de conseguir a maior ROT ALT e do AC possível, pois, dessa forma, conseguem utilizar de forma mais eficiente o capital investido. Neste ponto serão analisados esses dois indicadores, com o intuito de apresentar a sua evolução recente, e um eventual impacto proveniente de aplicação da IFRS 16.

A ROT AC não é impactada pela aplicação da nova norma, uma vez que nem o Ativo Corrente nem as vendas do grupo JMT foram influenciados ao ponto de fazer qualquer alteração no índice apresentado na **Figura 5.26**. No que diz respeito a este indicador é possível ainda concluir que o grupo JMT, mesmo apresentado valores consecutivamente superiores aos valores do setor para Portugal, tem vindo a registar quebras acentuadas, que nos últimos cinco anos se situaram nos 27%. Estas quebras são maioritariamente explicadas pelo aumento exponencial da rubrica de “Caixa e equivalentes de caixa”.

A empresa consegue assim menos vendas face ao capital que tem alocado ao negócio.

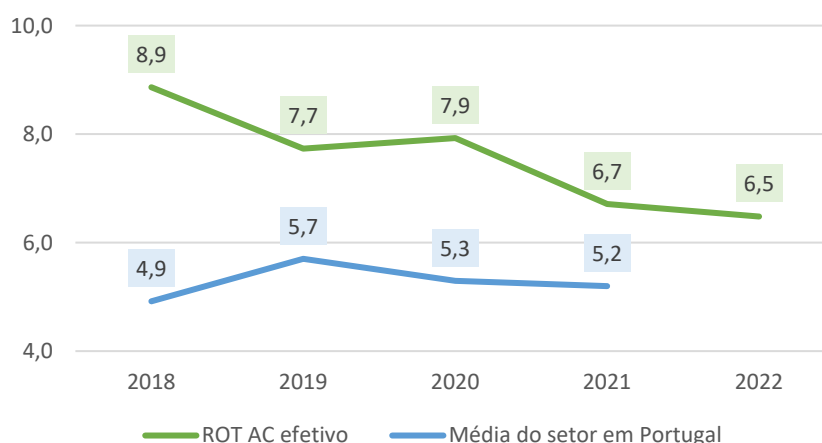


Figura 5.26 Rotação do Ativo Corrente - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021)

Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023) e Banco de Portugal (2023)

Relativamente à ROT ALT, presente na **Figura 5.27**, esta já é impactada pela aplicação da IFRS 16 como consequência do impacto que a aplicação da norma tem no aumento do Ativo não corrente.

Se é certo que, à semelhança da ROT AC, o grupo JMT apresenta uma melhor prestação que a média do setor para Portugal, também é certo que este foi muito mais impactado pela aplicação da norma ao ver a ROT ALT cair de 2,6 vezes para 1,9 vezes. Esta quebra indica que as vendas do grupo passaram a representar apenas 1,9 vezes o ativo total do grupo, face

às 2,6 vezes que representavam um ano antes, enquanto no setor essa quebra foi substancialmente menos notória. É ainda de referir que, se for excluído o impacto da IFRS 16, o grupo até apresentaria uma melhoria neste indicador.

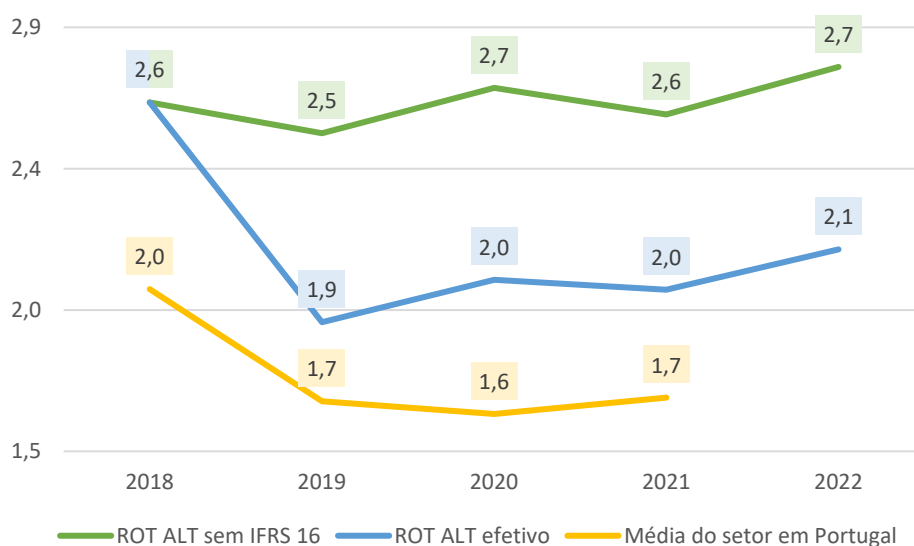


Figura 5.27 Rotação do Ativo Líquido Total - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021)

Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023) e Banco de Portugal (2023)

5.2.6. Rácios de Liquidez

Estes rácios permitem avaliar a capacidade de uma empresa em cumprir com os compromissos que se lhe apresentam no curto prazo. Sendo estes rácios que se baseiam em indicadores de curto prazo, nomeadamente ativos e passivos correntes, o efeito causado pela implementação da IFRS 16 ocorre pelo reconhecimento das “Responsabilidades com locações” de curto prazo.

Por forma a poder existir uma comparação com os dados publicados pelo Banco de Portugal para o setor, serão apenas analisados os rácios de Liquidez Geral e de Liquidez Reduzida.

O indicador da Liquidez Geral permite perceber o peso dos ativos de curto prazo face aos passivos de curto prazo, enquanto o rácio de Liquidez Reduzida, retira da equação o valor dos inventários, por forma a precaver o não escoamento do inventário.

O objetivo dos gestores financeiros passa por conseguir que os ativos de curto prazo cubram da melhor forma os passivos de curto prazo, ainda que, quando o valor é superior a 1 seja

necessário ter em atenção as rúbricas que o provocam, nomeadamente se estamos perante quantias substanciais retidas em inventários ou clientes, como nos explicam Breia, Mata e Pereira (2014).

No caso em estudo a **Figura 5.28** indica-nos que o grupo JMT, assim como o setor, apresentam valores de Liquidez Geral paulatinamente abaixo de 1, ainda que com melhorias expressivas no período em análise.

Tendo em consideração o efeito da aplicação da IFRS 16, podemos observar que o crescimento do passivo de curto prazo, fruto do surgimento da rúbrica “Responsabilidades com locações” provocou uma deterioração deste indicador em cerca de 0,05 pontos.

A existência de um FM negativo já pressupunha este cenário para a Liquidez Geral, uma vez que já nesse indicador se tinha percebido que não haveria dinheiro para solver todos os compromissos a curto prazo através da transformação dos ativos correntes em dinheiro.

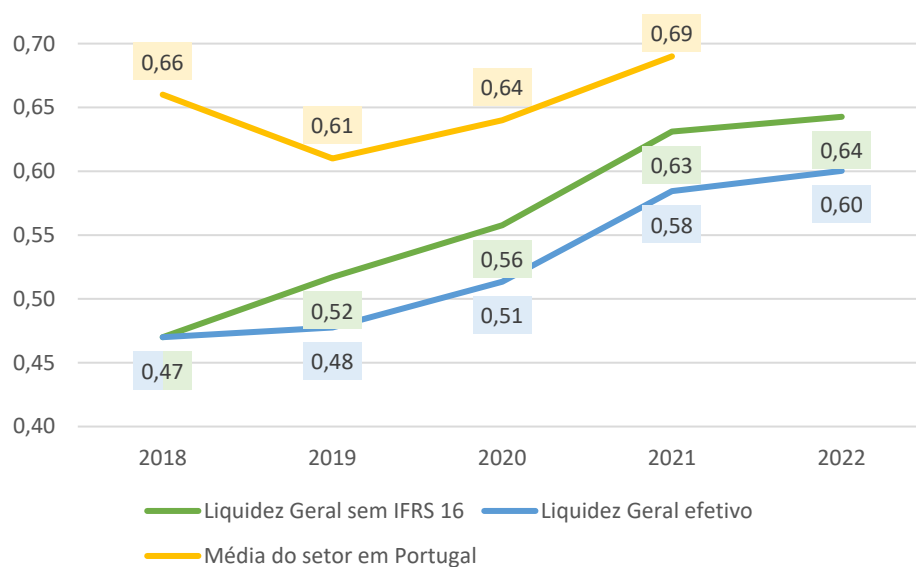


Figura 5.28 Liquidez Geral - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021)

Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023) e Banco de Portugal (2023)

Apesar de estarmos perante um possível desequilíbrio financeiro, agravado pela aplicação da norma, não parece haver grandes preocupações para a empresa (e setor) pois a melhoria apresentada no período em análise, mesmo sobre períodos de elevada pressão económico-

financeira, parece de elevada significância, uma vez que este indicador tende a ser posto à prova em momentos de incerteza.

Referente à Liquidez Reduzida, conforme demonstra a **Figura 5.29**, esta também foi impactada pela aplicação da IFRS 16, com o indicador a ser em média 0,03 inferior ao que se registaria sem a aplicação da norma. À semelhança da Liquidez Geral, e como seria de esperar, o grupo JMT apresenta um valor mais baixo que a média do setor em Portugal, ainda que em franca recuperação no período, no entanto, é de salientar que, mesmo aplicando a nova norma respeitante às locações, o indicador apresentou uma melhoria em 2019 face ao ano anterior, em contraste com o registado no setor em Portugal, que foi particularmente afetado pela aplicação da norma.

Esta quebra expressiva do setor, entre 2018 e 2019, em ambos os indicadores de Liquidez permitem perceber que os Inventários impactam especialmente mais o setor que o grupo JMT, indicando uma melhor gestão do inventário por parte deste último.

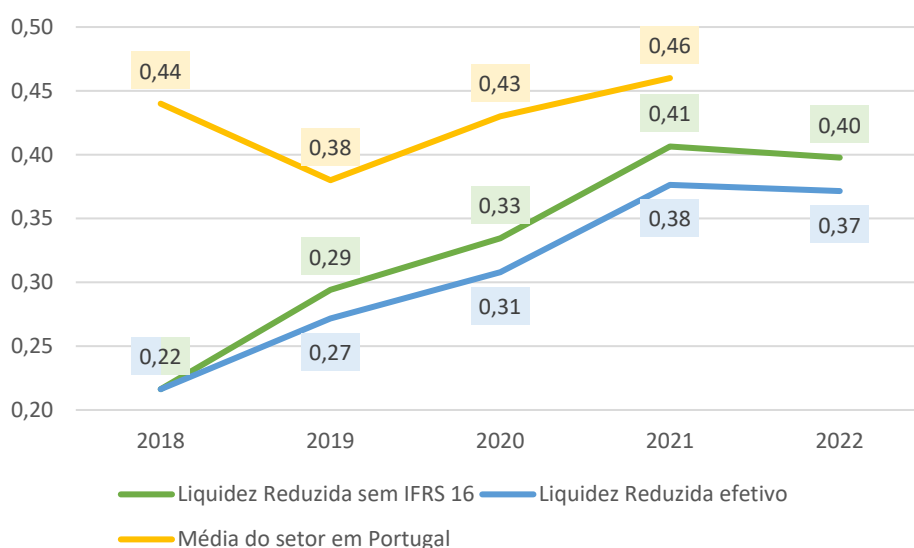


Figura 5.29 Liquidez Reduzida - JMT (2018-2022) e setor (2018-2021)

Fonte Jerónimo Martins (2019 a 2023) e Banco de Portugal (2023)

6. Conclusões

A presente dissertação foi desenvolvida com o objetivo de analisar as alterações normativas preconizadas na nova norma financeira que regula as Locações, a IFRS 16. Recorrendo aos reportes financeiros do grupo Jerónimo Martins SGPS, S.A. (2018-2022) e aos dados do Banco de Portugal para o setor (2018-2021) tentou-se obter dados que ajudassem a corroborar os estudos divulgados antes da aplicação da norma e, ainda, encontrar novas evidências de impactos substanciais nas demonstrações financeiras.

Com a IFRS 16 as empresas passaram a ter uma forma regulamentada para contabilizar as locações operacionais. A norma, além de estipular que as mesmas não deveriam ser consideradas como “custos puros”, passando estes a ser repartidos pelas várias rúbricas de gastos, como amortizações e juros, obrigou também as empresas a registarem no seu balanço os ativos e passivos associados aos custos totais dos contratos de locações.

Como consequência do modelo de negócios do retalho, todos os estudos indicavam o setor como um dos mais afetados, algo também corroborado por este estudo. O setor do retalho tem um modelo de negócio assente no arrendamento a longa duração do seu parque de lojas, pelo que, o reconhecimento dos grandes custos associados a esses contratos resultaram numa cambalhota das demonstrações financeiras das empresas do setor.

É necessário ter em atenção que estes impactos nos indicadores devem ser vistos com alguma cautela e sentido crítico, uma vez que, embora seja reconhecido o valor total do contrato, este não é um acréscimo efetivo de custos para a empresa na sua gestão diária.

Na análise feita ao Balanço do grupo foi possível concluir que a aplicação da norma provocou um aumento de 36% do ativo e de 52% do passivo – aqui substancialmente abaixo dos 98% previstos no estudo A –, fruto do reconhecimento de 2.4mM€ em direitos de uso e responsabilidades com locações, e um impacto nulo no capital próprio. No que respeita ao aumento do passivo há a ressaltar que mais de 80% do seu aumento se refere a passivo não corrente, o que seria de esperar, tendo em conta o prazo dos contratos de arrendamento.

O estudo C indicava que o peso do passivo sobre o capital próprio e sobre os ativos iria apresentar um crescimento robusto, respetivamente, de 0,8 vezes para 1,4 vezes e de 0,26 vezes para 0,38 vezes. A verdade é que no caso do JMT, em que o peso do passivo já era bem maior, o crescimento foi mais pronunciado. No caso do peso do passivo sobre o capital

próprio este aumentou de 2,3 vezes para 3,38 vezes, e sobre os ativos cresceu de 0,69 vezes para 0,77 vezes.

A Demonstração de Resultados permitiu perceber as alterações ocorridas no reconhecimento da locação na vertente dos gastos. Os gastos fixos desembolsáveis registaram uma melhoria significativa de 12%, enquanto que com o reconhecimento das amortizações e dos juros associadas aos contratos, os gastos fixos não desembolsáveis e os encargos financeiros líquidos apresentaram um comportamento totalmente diferente, crescendo, respetivamente 81% e 520% - valores corroborados, ainda que em menor escala, pelo setor em Portugal (49% e 400%).

Com estas alterações abruptas nas rúbricas de gastos os indicadores de rentabilidade também foram extremamente afetados. O EBITDA – aquele que para muitos é o indicador mais importante – apresentou uma melhoria de 36%, corroborando os 41% previstos pelo estudo A, tendo a sua margem crescido 220pb, face aos 65pb esperados pelo estudo B. Revela-se ainda importante analisar a relação existente entre a dívida e o EBITDA uma vez que o estudo A previa o duplicar do endividamento face ao EBITDA, para 2,27 vezes e o estudo D referia que esse crescimento seria mais modesto, de 0,9 vezes para 1,2 vezes. Analisando os dados conclui-se que, embora o JMT e o setor sejam extremamente mais endividados face ao EBITDA, o crescimento em ambos os casos foi abaixo do esperado, crescendo, respetivamente, de 4,9 vezes para 5,2 vezes e de 7,2 vezes para 9,5 vezes.

No que respeita aos restantes indicadores de rentabilidade, registaram todas evoluções mais modestas. O reconhecimento das amortizações fez com que o EBIT do grupo crescesse apenas 12%, enquanto o reconhecimento exponencial dos juros levou o EBT a diminuir 10%. O estudo C indicava-nos que o *EBIT-to-interest* iria cair de 4,8 vezes para 3,4 vezes, mas a verdade é que os valores apurados são muito mais impactantes. O crescimento abrupto dos juros pagos – passando as locações a representar 80% dos mesmos – levou o grupo a registar uma diminuição deste indicador de 23,8 vezes para 4,5 vezes e o setor de 15,3 vezes para 2,3 vezes. Isto indica-nos que embora as empresas tenham mais dívida – excluindo as locações operacionais – esta tem um perfil mais barato, tendo em conta o típico modelo de negócios em Portugal assente em crédito de fornecedores.

A análise à estrutura de capital do grupo revelou uma quebra de 28% da autonomia financeira, semelhante à quebra registada pelo setor, e o conseqüente aumento do nível de endividamento em mais de 7 p.p., em ambos os casos, para valores muito próximos dos 80%.

Com este crescimento do peso do passivo a Solvabilidade total do grupo e do setor saiu seriamente afeta, caindo em ambos os casos 14 p.p., para os 30% e 28%, respetivamente.

O equilíbrio financeiro, típico do setor, apresentou (i) um fundo de maneo negativo, agravado em 20% pela aplicação da norma; (ii) necessidades de fundo de maneo negativas que não são impactadas pela aplicação da norma; e (iii) uma tesouraria líquida negativa também ela (bastante) impactada pela aplicação da norma em montante semelhante ao impacto registado no fundo de maneo, deduzido das variações das necessidades de fundo de maneo.

Analisando os rácios de funcionamento do grupo percebemos que apenas o rácio de rotação do ativo corrente foi visivelmente impactado pela aplicação da norma – uma vez que é o único que não incide sobre rúbricas afetas à atividade comercial da empresa –, com o crescimento muito mais acelerado do ativo face às vendas, apresentando uma quebra de 2,5 vezes para 1,9 vezes.

Por fim os rácios de Liquidez foram pouco impactados no caso do JMT, com os rácios de liquidez geral e reduzida - apesar de apresentarem valores melhores que em 2018 - a serem impactados, respetivamente, em 0,05 p.p. e 0,03 p.p.

É possível assim concluir a existência de grandes impactos para o setor do retalho com a aplicação desta norma. No entanto apesar da grande alteração ocorrida nas demonstrações financeiras das empresas, não é muito expectável que os gestores financeiros das empresas alterem de forma significativa o seu modo de operar, pelo que este parece ser um ponto interessante a investigar em artigos futuros.

O reconhecimento de uma forma detalhada dos custos das locações operacionais traz certamente um grau de confiança maior aos investidores, que assim conseguem ter melhores perspetivas das contas das empresas, nomeadamente do seu nível real de EBITDA e dos custos por detrás destes contratos de tão grande impacto para as empresas.

6.1 Limitações do estudo

A não disponibilização, por parte das empresas, de dados que nos permitam calcular o impacto da aplicação da IFRS 16 em todos os rácios e indicadores necessários aliado à

evolução normal do negócio que é impactada por eventos externos e internos, nomeadamente o investimento, pode revelar alguma influência nos resultados finais do estudo.

A dimensão do grupo JMT face ao setor em Portugal, pode, em certos pontos desvirtuar algumas comparações, uma vez que umas partes do setor representam empresas de micro e muito pequena dimensão que terão DF bastante diferentes.

6.2 Futuras investigações

Por forma a desenvolver melhor o conhecimento desta área, e complementando o estudo aqui em análise, revelar-se-ia interessante perceber as diferenças existentes entre empresas com operações noutros países, podendo assim ser analisada não só as diferenças culturais, mas também as diferentes estruturas de custos e rentabilidades existentes. Nomeadamente para Portugal, uma vez que o grupo JMT apresenta uma parte significativa do seu negócio a nível internacional, pelo que, uma desagregação do estudo pelas várias empresas do estudo certamente traria resultados muito interessantes.

Apesar das afirmações dos gestores que indicam um impacto nulo nas decisões tomadas, a realização de um estudo nessa área seria interessante pelos resultados que poderia entregar da avaliação que os gestores fazem do impacto da dívida.

7. Referências Bibliográficas

- Aibar-Guzmán, B., García-Sánchez, I., Aibar-Guzmán, C., & Hussain, N. (2021). Sustainable product innovation in agri-food industry: Do ownership structure and capital structure matter? *Journal of Innovation & Knowledge*.
- Bae, K.-H., Tan, H., & Welker, M. (2008). International GAAP Differences: The Impact on Foreign Analysts. *The Accounting Review*, Vol. 83, No. 3, pp. 593-628.
- Bilgin, R., & Dinc, Y. (September de 2019). Factoring as a determinant of capital structure for large firms: Theoretical and empirical analysis. *Borsa Istanbul Review*, XIX(3), 273-281.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance - Thirteenth Edition*. New York: McGraw-Hill Education.
- Breia, A., Mata, M., & Pereira, V. (2014). *Análise Económica e Financeira - Aspetos Teóricos e Casos Práticos*. Rei dos Livros.
- Breuer, W., Nguyen, L., & Steininger, B. I. (2022). Decomposing Industry Leverage: the Special Cases of Real Estate Investment Trusts and Technology & Hardware Companies.
- Cuevas- vargas, H., Cortés-palacios, H. A., Lozano-García, & J., J. (2021). Impact of capital structure and innovation on firm performance. Direct and indirect effects of capital structure. *The 8th International Conference on Information Technology and Quantitative Management (ITQM 2020 & 2021)* (pp. 1082-1089). Chengdu: Procedia Computer Science 199.
- Delfino, T. (2022). *Locações - Impacto da IFRS 16 - Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa*.
- Deloitte. (2019). *IFRS 16 Valuation Impact - What you need to know now*. Johannesburg: Deloitte Touche Tohmatsu Limited.
- Deloitte Touche Tohmatsu Limited. (2023). *Global Powers of Retailing 2023*.
- Esperança, J. P., & Matias, F. (2009). *Finanças Empresariais*. Texto Editores, Lda.
- Europe Economics. (2017). *Ex ante Impact Assessment*. London.
- Fernandes, C., Peguinho, C., Vieira, E., & Neiva, J. (2012). *Análise Financeira - Teoria e Prática - Aplicação no âmbito do SNC*. Lisboa: Edições Sílabo, Lda.
- FFMS. (2023). *Recessão de 2019: T4-2020:T2*. Fundação Francisco Manuel dos Santos.
- Fields, E. (2016). *The Essentials of Finance and Accounting for Nonfinancial Managers*. Nova Iorque: AMACOM.
- Griffin, M. (2015). *How to Read and Interpret Financial Statements: A Guide to Undestraining What the Numbers Mean to You*.
- Hillier, D., Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., & Jordan, B. (2016). *Corporate Finance*. Glasgow: McGraw.Hill Education.

- IASB. (2016). *Effects Analysis - IFRS 16*. London: International Accounting Standards Board.
- IASB. (2016). *IFRS 16 - Leases Project Summary and Feedback Statement*. London: IFRS Foundation.
- Ioachim, M. V. (2015). Financial Balance – An Important Objective for the Stakeholders in Romania's Energy Sector. *Procedia Economics and Finance*, Volume 30, Páginas 324-335.
- Jerónimo Martins, SGPS, S.A. (2018). *Relatório e contas anual 2017 - versão não conforme com ESEF*.
- Jerónimo Martins, SGPS, S.A. (2019). *Relatório e contas anual 2018 - versão não conforme com ESEF*.
- Jerónimo Martins, SGPS, S.A. (2020). *Relatório e contas anual 2019 - versão não conforme com ESEF*.
- Jerónimo Martins, SGPS, S.A. (2022). *Relatório e contas anual 2021 - versão não conforme com ESEF*.
- Jerónimo Martins, SGPS, S.A. (2023). *Relatório e contas anual 2022 - versão não conforme com ESEF*.
- Jerónimo Martins, SPGS, S.A. (2021). *Relatório e contas anual 2020 - versão não conforme com ESEF*.
- Márcia, R. (setembro de 2006). Determinantes da estrutura de capitais das empresas cotadas portuguesas: evidência empírica usando modelos de dados em painel. Covilhã.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, 261-297.
- Mota, A., Narroso, C., Nunes, J., Oliveira, L., Ferreira, M., & Inácio, P. (2020). *Finanças da Empresa - Teoria e Prática*. Lisboa: Edições Sílabo, Lda.
- Orlova, S., Harper, J. T., & Sun, L. (2020). Determinants of capital structure complexity. *Journal of Economics and Business*.
- PwC. (2016). *A study on the impact of lease capitalization - IFRS 16: The new leases standard*.
- Rehan, R., Hadi, A., Hussain, H., & Hye, Q. (2023). Capital structure determinants across sectors: Comparison of observed evidences from the use of time series and panel data estimators. *Heliyon*.
- Rodrigues, D. (2019). *Comparação do nível de divulgação de elementos da demonstração da posição financeira das entidades do PSI 20* Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa. Lisboa.

- Romão, R. M. (2013). *Será que as empresas portuguesas seguem a Pecking Order das alternativas de financiamento? Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa*. Lisboa.
- Sandra, R. (2020). *Gestão de Tesouraria no Curto Prazo - Análise das Fontes de Financiamento das PME - Dissertação submetida ao Instituto Superior de Gestão*. Lisboa.
- Serrasqueiro, Z., & Caetano, A. (2015 Volume 16(2)). Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: capital structure decisios in a peripheral region of Portugal. *Jornal of Business Economics and Management*, 445-466.
- Silva, E. S. (2016). *Introdução às Finanças*. Porto: Vida Económica - Editorial, SA.
- Smeur, J. (2017). *Financial Management [Revised Edition]: A Practical and Accessible Introduction for Students and Entrepreneurs*. Wilmington: Vernon Press.
- The World Bank. (july 27, 2023). *Food Security Update*. Washington: International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank.
- Velez, A. (2023). *A relevância, a comparabilidade e a compreensibilidade da informação sobre os fluxos de caixa: Uma análise às entidades cotadas europeias - Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa*. Lisboa.
- Regulamento n.º 2017/1986 da Comissão Europeia. (2017). *Jornal Oficial da Comissão Europeia*: 09.11.2017.

8. APÊNDICE A

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS – GRUPO JMT (2018-2022)

- Tabela 8.1 – Balanço;
- Tabela 8.2 – Balanço (sem rubricas da IFRS 16);
- Tabela 8.3 – Demonstração de Resultados (com efeitos da IFRS 16); e
- Tabela 8.4 – Demonstração de Resultados (em percentagem das vendas).

Tabela 8.1 Principais rúbricas do Balanço - JMT

	S/IFRS 16	C/IFRS 16				
	2018	2018	2019	2020	2021	2022
Ativo						
Ativos Fixos Tangíveis	3.687 €	3.673 €	3.970 €	3.817 €	3.993 €	4.340 €
Ativos intangíveis	793 €	793 €	794 €	757 €	757 €	755 €
Direitos de uso	- €	2.418 €	2.335 €	2.167 €	2.248 €	2.526 €
Total Ativo Não Corrente	4.698 €	7.102 €	7.342 €	6.994 €	7.256 €	7.928 €
Existências	971 €	971 €	1.039 €	974 €	1.108 €	1.493 €
Devedores, acréscimos e diferimentos	436 €	430 €	425 €	393 €	479 €	593 €
Caixa e equivalentes de caixa	546 €	546 €	929 €	1.041 €	1.494 €	1.781 €
Total Ativo Corrente	1.961 €	1.956 €	2.410 €	2.434 €	3.112 €	3.917 €
Total Ativo	6.660 €	9.058 €	9.752 €	9.428 €	10.368 €	11.845 €
Capital Próprio						
Capital	629 €	629 €	629 €	629 €	629 €	629 €
Resultados retidos	1.209 €	1.209 €	1.396 €	1.491 €	1.773 €	1.869 €
Interesses que não controlam	238 €	238 €	254 €	249 €	254 €	254 €
Total Capital Próprio	2.016 €	2.016 €	2.229 €	2.257 €	2.532 €	2.585 €
Passivo						
Empréstimos Obtidos	288 €	278 €	309 €	364 €	347 €	238 €
Responsabilidades com locações	- €	2.042 €	1.999 €	1.897 €	1.993 €	2.248 €
Total Passivo Não Corrente	456 €	2.488 €	2.477 €	2.430 €	2.511 €	2.735 €
Empréstimos Obtidos	351 €	347 €	424 €	160 €	113 €	232 €
Responsabilidades com locações	- €	371 €	385 €	377 €	394 €	430 €
Credores, acréscimos e diferimentos	3.794 €	3.794 €	4.182 €	4.154 €	4.771 €	5.799 €
Total Passivo Corrente	4.187 €	4.554 €	5.046 €	4.741 €	5.325 €	6.525 €
Total Passivo	4.643 €	7.042 €	7.523 €	7.171 €	7.836 €	9.260 €
Total Capital Próprio e Passivo	6.660 €	9.058 €	9.752 €	9.428 €	10.368 €	11.845 €

Nota: valores em milhões de euros

Fonte Adaptado de R&C 2018 a R&C 2022

Tabela 8.2 Balanço sem "Direitos de Uso" e "Responsabilidades com locações" - JMT

	2018	2019	2020	2021	2022
Ativo					
Total Ativo Não Corrente	4.684 €	5.007 €	4.827 €	5.008 €	5.402 €
Total Ativo Corrente	1.956 €	2.410 €	2.434 €	3.112 €	3.917 €
Total Ativo	6.640 €	7.417 €	7.261 €	8.120 €	9.319 €
Capital Próprio					
Total Capital Próprio	2.016 €	2.229 €	2.257 €	2.532 €	2.585 €
Passivo					
Total Passivo Não Corrente	446 €	478 €	533 €	518 €	487 €
Total Passivo Corrente	4.183 €	4.661 €	4.364 €	4.931 €	6.095 €
Total Passivo	4.629 €	5.139 €	4.897 €	5.449 €	6.582 €
Total Capital Próprio e Passivo	6.645 €	7.368 €	7.154 €	7.981 €	9.167 €

Nota: valores em milhões de euros

Fonte Adaptado de R&C 2018 a R&C 2022

Tabela 8.3 DR - com e sem a IFRS 16 - JMT

	Com IFRS 16					Sem IFRS 16				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
Volume de Negócios	17.337 €	18.638 €	19.293 €	20.889 €	25.385 €	17.337 €	18.638 €	19.293 €	20.889 €	25.385 €
CMVMC	- 13.577 €	- 14.563 €	- 15.067 €	- 16.392 €	- 20.053 €	- 13.577 €	- 14.563 €	- 15.067 €	- 16.392 €	- 20.053 €
Margem Bruta	3.760 €	4.076 €	4.227 €	4.497 €	5.332 €	3.760 €	4.076 €	4.227 €	4.497 €	5.332 €
Gastos Fixos Desembolsáveis	- 2.431 €	- 2.639 €	- 2.804 €	- 2.912 €	- 3.479 €	- 2.800 €	- 3.031 €	- 3.203 €	- 3.322 €	- 3.913 €
EBITDA	1.329 €	1.437 €	1.423 €	1.585 €	1.854 €	960 €	1.045 €	1.024 €	1.175 €	1.419 €
Gastos Fixos Não Desembolsáveis	- 659 €	- 715 €	- 734 €	- 745 €	- 782 €	- 364 €	- 397 €	- 422 €	- 428 €	- 454 €
EBIT	670 €	722 €	689 €	840 €	1.071 €	596 €	648 €	602 €	747 €	965 €
Encargos financeiros líquidos	- 155 €	- 159 €	- 180 €	- 154 €	- 162 €	- 25 €	- 29 €	- 32 €	- 22 €	- 19 €
Outras perdas e ganhos	- 9 €	- 14 €	- 50 €	- 34 €	- 95 €	- 9 €	- 15 €	- 50 €	- 34 €	- 95 €
EBT	506 €	549 €	459 €	652 €	814 €	562 €	604 €	520 €	692 €	852 €
Impostos s/ rendimento	- 123 €	- 128 €	- 136 €	- 168 €	- 207 €	- 132 €	- 137 €	- 146 €	- 174 €	- 213 €
Interesses que não controlam	- 25 €	- 31 €	- 11 €	- 21 €	- 17 €	- 29 €	- 34 €	- 13 €	- 24 €	- 19 €
Resultado Líquido	358 €	390 €	312 €	463 €	590 €	401 €	433 €	361 €	493 €	620 €

Nota: valores em milhões de euros

Fonte Adaptado de R&C 2018 a R&C 2022

Tabela 8.4 Rúbricas da DR em percentagem do VN - com e sem da IFRS 16 - JMT

	Com IFRS 16					Sem IFRS 16				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2019
Volume de Negócios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
CMVMC	-78,31%	-78,14%	-78,10%	78,47%	-79,00%	-78,31%	-78,14%	-78,10%	-78,47%	-79,00%
Margem Bruta	21,69%	21,87%	21,91%	21,53%	21,00%	21,69%	21,87%	21,91%	21,53%	21,00%
Gastos Fixos Desembolsáveis	-14,02%	-14,16%	-14,53%	-13,94%	-13,70%	-16,15%	-16,26%	-16,60%	-15,90%	-15,41%
EBITDA	7,67%	7,71%	7,38%	7,59%	7,30%	5,54%	5,61%	5,31%	5,62%	5,59%
Gastos Fixos Não Desembolsáveis	-3,80%	-3,84%	-3,80%	-3,57%	-3,08%	-2,10%	-2,13%	-2,19%	-2,05%	-1,79%
EBIT	3,86%	3,87%	3,57%	4,02%	4,22%	3,44%	3,48%	3,12%	3,58%	3,80%
Encargos financeiros líquidos	-0,89%	-0,85%	-0,93%	-0,74%	-0,64%	-0,14%	-0,16%	-0,17%	-0,11%	-0,07%
Outras perdas e ganhos	-0,05%	-0,08%	-0,26%	-0,16%	-0,37%	-0,05%	-0,08%	-0,26%	-0,16%	-0,37%
EBT	2,92%	2,95%	2,38%	3,12%	3,21%	3,24%	3,24%	2,70%	3,31%	3,36%
Impostos s/ rendimento	-0,71%	-0,69%	-0,70%	-0,80%	-0,82%	-0,76%	-0,74%	-0,76%	-0,83%	-0,84%
Interesses que não controlam	-0,14%	-0,17%	-0,06%	-0,10%	-0,07%	-0,17%	-0,18%	-0,07%	-0,11%	-0,07%
Resultado Líquido	2,06%	2,09%	1,62%	2,22%	2,32%	2,31%	2,32%	1,87%	2,36%	2,44%

Fonte Adaptado de R&C 2018 a R&C 2022

ANEXO 1

BALANÇO DE 2018 DO GRUPO JMT AJUSTADO

Tabela 9.1 Demonstração dos impactos da IFRS 16 no Balanço do JMT de 2018

Valores expressos em milhares de euros

	Ajust. Transição		
	31/12/2018	IFRS 16	01/01/2019
Activo			
Activos fixos tangíveis	3.687.053	(14.211)	3.672.842
Activos intangíveis	792.514		792.514
Propriedades de investimento	11.676		11.676
Direitos de uso	-	2.417.652	2.417.652
Activos biológicos	3.398		3.398
Partes de capital em joint ventures e associadas	3.245		3.245
Outros investimentos financeiros	1.321		1.321
Devedores, acréscimos e diferimentos	84.713		84.713
Impostos diferidos activos	114.840		114.840
Total de activos não correntes	4.698.760	2.403.441	7.102.201
Existências	970.653		970.653
Activos biológicos	3.790		3.790
Imposto sobre o rendimento a receber	5.035		5.035
Devedores, acréscimos e diferimentos	435.642	(5.435)	430.207
Instrumentos financeiros derivados	59		59
Caixa e equivalentes de caixa	545.988		545.988
Total de activos correntes	1.961.167	(5.435)	1.955.732
Total do activo	6.659.927	2.398.006	9.057.933
Capital próprio e passivo			
Capital	629.293		629.293
Prémios de emissão	22.452		22.452
Acções próprias	(6.060)		(6.060)
Outras reservas	(77.046)		(77.046)
Resultados retidos	1.209.259		1.209.259
	1.777.898	-	1.777.898
Interesses que não controlam	238.356		238.356
Total do capital próprio	2.016.254	-	2.016.254
Empréstimos obtidos	288.390	(10.866)	277.524
Responsabilidades com locações	-	2.042.191	2.042.191
Credores, acréscimos e diferimentos	774		774
Instrumentos financeiros derivados	62		62
Benefícios concedidos a empregados	65.069		65.069
Provisões para riscos e encargos	26.565		26.565
Impostos diferidos passivos	75.627		75.627
Total de passivos não correntes	456.487	2.031.325	2.487.812
Empréstimos obtidos	350.814	(4.283)	346.531
Responsabilidades com locações	-	370.964	370.964
Credores, acréscimos e diferimentos	3.794.411		3.794.411
Instrumentos financeiros derivados	159		159
Imposto sobre o rendimento a pagar	41.802		41.802
Total de passivos correntes	4.187.186	366.681	4.553.867
Total do capital próprio e passivo	6.659.927	2.398.006	9.057.933

Fonte R&C 2019 (p. 79)

ANEXO 2

QUADROS DO SETOR “COMÉRCIO A RETALHO EM SUPERMERCADOS E HIPERMERCADOS” – BANCO DE PORTUGAL (2023)

- Balanço;
- Demonstração de Resultados;
- Fluxos de Caixa; e
- Outros indicadores.

Tabela 9.2 Quadros do Setor “Comércio a Retalho em Supermercados e Hipermercados” - Balanço



BANCO DE PORTUGAL
EUKOSISTEMA

Quadros do Setor

Ano: 2021

Setor da Atividade Económica: 47111 - Comércio a retalho em supermercados e hipermercados

Classe de Dimensão: Todas as dimensões

Balanço (milhares de euros)					
	2017	2018	2019	2020	2021
Ativo	7 620 720	8 251 544	10 462 078	11 194 744	11 287 183
Ativo não corrente	4 944 926	4 868 472	7 417 327	7 772 101	7 658 074
Investimentos não financeiros	3 364 885	3 508 283	5 612 298	5 980 087	5 854 476
Investimentos financeiros	1 499 019	1 243 550	1 328 325	1 328 837	1 307 235
Restantes ativos não correntes	81 022	116 639	476 704	463 177	496 364
Ativo corrente	2 675 794	3 383 072	3 044 751	3 422 643	3 629 109
Inventários e ativos biológicos consumíveis	1 076 980	1 104 533	1 115 724	1 099 559	1 167 932
Clientes	225 559	246 534	237 805	284 437	321 259
Caixa e depósitos bancários	562 842	625 089	497 483	647 195	894 586
Restantes ativos correntes	810 413	1 406 916	1 193 740	1 391 452	1 245 332
Capital próprio	2 162 021	2 425 682	2 283 351	2 601 276	2 779 519
Capital próprio, exceto resultado líquido	1 930 286	2 093 928	2 177 373	2 476 542	2 568 013
Resultado líquido do período	231 735	331 754	105 978	124 734	211 506
Passivo	5 458 699	5 825 862	8 178 728	8 593 468	8 507 665
Passivo não corrente	682 779	703 028	3 146 644	3 226 523	3 208 887
Financiamentos obtidos não correntes	602 919	602 636	2 699 722	2 729 747	2 679 965
Restantes passivos não correntes	79 861	100 392	446 921	496 777	528 922
Passivo corrente	4 775 919	5 122 835	5 032 084	5 366 945	5 298 778
Fornecedores	2 531 351	2 885 135	2 852 510	2 853 074	2 946 990
Financiamentos obtidos correntes	1 389 538	1 294 706	1 244 205	1 443 728	1 126 152
Restantes passivos correntes	855 030	942 994	935 369	1 070 142	1 225 635

Fonte Banco de Portugal (consultado a 30.08.2023)

Tabela 9.3 Quadros do Setor “Comércio a Retalho em Supermercados e Hipermercados” - DR



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Quadros do Setor

Ano: 2021

Setor da Atividade Económica: 47111 - Comércio a retalho em supermercados e hipermercados

Classe de Dimensão: Todas as dimensões

Demonstração dos Resultados (milhares de euros)					
	2017	2018	2019	2020	2021
Vendas e serviços prestados	15 752 199	16 638 693	17 358 850	18 123 922	18 861 627
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	12 604 087	13 183 332	13 660 940	14 120 691	14 613 988
Fornecimentos e serviços externos	1 713 348	1 787 774	1 686 458	1 758 085	1 877 969
Margem bruta	1 434 764	1 667 587	2 011 452	2 245 147	2 369 670
Outros rendimentos, exceto rendimentos financeiros e de financiamento	810 996	681 816	700 350	635 780	690 242
Gastos com o pessoal	1 495 572	1 586 979	1 690 240	1 815 758	1 872 687
Outros gastos, exceto gastos financeiros e de financiamento	154 486	162 260	185 827	175 132	216 576
Resultado de exploração	595 701	600 165	835 735	890 036	970 649
Rendimentos financeiros e de financiamento	118 053	199 170	52 039	48 225	36 140
Gastos financeiros, exceto de financiamento	31 241	- 7 594	25 894	6 801	22 188
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos (EBITDA)	682 513	806 929	861 879	931 460	984 600
Gastos de depreciação e de amortização	338 112	355 020	528 584	566 016	580 432
Resultado antes de gastos de financiamento e impostos (EBIT)	344 401	451 909	333 295	365 444	404 169
Gastos de financiamento	30 259	29 459	147 452	152 503	154 808
Resultado antes de impostos (EBT)	314 142	422 451	185 844	212 941	249 361
Imposto sobre o rendimento do período	82 408	90 696	79 866	88 207	37 855
Resultado líquido do período	231 735	331 754	105 978	124 734	211 506

Tabela 9.4 Quadros do Setor “Comércio a Retalho em Supermercados e Hipermercados” - Fluxos de Caixa



BANCO DE PORTUGAL
E UROSISTEMA

Quadros do Setor

Ano: 2021

Setor da Atividade Económica: 47111 - Comércio a retalho em supermercados e hipermercados

Classe de Dimensão: Todas as dimensões

Fluxos de caixa (milhares de euros)					
	2017	2018	2019	2020	2021
Fluxos de caixa operacionais	585 635	662 860	815 060	877 250	1 002 431
Recebimentos de clientes	16 942 434	17 868 018	18 642 079	19 391 704	20 355 310
Pagamentos a fornecedores	- 13 830 860	- 14 636 049	- 15 178 912	- 15 680 908	- 16 934 233
Outros recebimentos operacionais líquidos	- 2 525 939	- 2 569 109	- 2 648 107	- 2 833 546	- 2 418 646
Fluxos de caixa de investimento	- 521 235	- 565 589	- 672 529	- 870 569	- 356 452
Fluxos de caixa de financiamento	91 432	- 37 290	- 265 227	142 948	- 369 017
Varição de caixa e seus equivalentes	155 832	59 981	- 122 696	149 629	276 963
Efeito das diferenças de câmbio	86.7	-0.6	0.0	0.0	139.9
Caixa e seus equivalentes no início do período	402 234	554 328	612 663	487 709	610 230
Caixa e seus equivalentes no fim do período	558 152	614 309	489 967	637 338	887 332
Tesouraria					
Aquisição líquida de investimentos não financeiros (tangíveis e intangíveis)	475 190	545 402	1 273 542	904 679	798 993
Free cash flow	64 400	97 271	142 531	6 681	645 979
Decomposição da tesouraria líquida:					
Fundo de maneo	- 2 100 126	- 1 739 763	- 1 987 333	- 1 944 302	- 1 669 668
Necessidades (+) / Recursos (-) de fundo de maneo	- 1 393 599	- 1 708 928	- 1 683 436	- 1 662 637	- 1 647 435
Tesouraria líquida	- 706 526	- 30 834	- 303 897	- 281 665	- 22 233

Tabela 9.5 Quadros do Setor “Comércio a Retalho em Supermercados e Hipermercados” - Outros Indicadores



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Quadros do Setor

Ano: 2021

Setor da Atividade Económica: 47111 - Comércio a retalho em supermercados e hipermercados

Classe de Dimensão: Todas as dimensões

Indicadores (Cont.)					
Liquidez (em percentagem)	2017	2018	2019	2020	2021
Liquidez geral	56.03	66.04	60.51	63.77	68.49
Liquidez reduzida	33.48	44.48	38.33	43.29	46.45
Atividade (em número de dias)					
Prazo médio de recebimentos	4	5	4	5	5
Prazo médio de pagamentos	56	61	59	57	57
Prazo médio de rotação de inventários	31	30	30	28	29
Duração líquida do ciclo de exploração	-20	-26	-25	-24	-22
Prazo médio de recebimentos face ao exterior	68	85	49	50	38
Prazo médio de pagamentos face ao exterior	80	62	60	55	50
Financiamento					
Financiamento líquido por dívida comercial em percentagem do volume de negócios	14.64	15.86	15.06	14.17	13.92
Financiamentos obtidos em percentagem do passivo	36.50	32.57	48.22	48.57	44.74
Financiamentos obtidos correntes em percentagem dos financiamentos obtidos	69.74	68.24	31.55	34.59	29.59
Custo dos financiamentos obtidos (Percentagem)	1.52	1.55	3.74	3.65	4.07
Rácio dos financiamentos obtidos sobre EBITDA (Unidades)	2.92	2.35	4.58	4.48	3.87
Cobertura dos gastos de financiamento (Unidades)	22.56	27.39	5.85	6.11	6.36