



**Save & Grow**

BY CASA DE INVESTIMENTOS

Handwritten signatures and initials in the top right corner, including 'Aer', 'Xh', and a large stylized 'D'.

# Fundo Casa Global Value PPR Ações

Relatório e Contas 2021



Braga, 28 de março de 2022

*“Não me digas o que pensas, diz-me o que tens no teu portfólio”, Nassim Taleb*

**Caro Parceiro de Investimento, Estimado Cliente,**

Este é o segundo Relatório Anual do Fundo **Casa Global Value PPR**. Iniciámos a atividade do Fundo **Casa Global Value PPR Ações Classe FOUNDERS** (“Fundo”), em 1 de outubro de 2020, limitada aos Clientes de gestão discricionária de carteiras individuais e a uma lista de pessoas que aguardavam pelo seu lançamento há alguns anos. O Fundo foi lançado publicamente em março de 2021 com a disponibilização da plataforma de acesso online Save & Grow. Em 1 de outubro de 2021 foi lançada a Classe PRIME.

#### RENTABILIDADE DO FUNDO

	Retorno no Ano 31.12.20 – 31.12.21	Desde o lançamento (1.10.2020) Acumulado	Anualizado	Classe de Risco
<b>Casa Global Value<sup>1</sup></b>	<b>16,9%</b>	<b>34,7%</b>	<b>27,0%</b>	<b>6</b>
Ações <sup>2</sup>	31,1%	42,5%	32,8%	
Obrigações de governos <sup>3</sup>	-1,3%	-0,9%	-0,8%	
Liquidez <sup>4</sup>	-0,5%	-0,7%	-0,5%	

<sup>1</sup> Categoria Founders, rentabilidades líquidas de comissões a 31.12.2021

<sup>2</sup> MSCI World EUR Net Total Return

<sup>3</sup> Bloomberg Euro Government 5 Year Term Total Return

<sup>4</sup> Euribor 3M (média do período)

As rentabilidades apresentadas são líquidas de todos os custos. Para os retornos de 2021 os cinco maiores contribuidores positivos foram: Alphabet (+5,22%), Nvidia (+2,72%), Aercap (+2,05%), Microsoft (+1,94%) e Porsche (+1,77%). Os cinco piores contribuidores foram: Alibaba (-3,21%), Stone (-1,16%), Tencent (-0,44%), Illumina (-0,27%) e Disney (-0,24%).

Acreditamos que manter as empresas ganhadoras é a melhor estratégia de investimento para compor retornos a longo prazo. Ainda assim, procurámos ao longo do ano reduzir ou vender as posições em negócios mais cíclicos, que pela sua natureza não são os grandes capitalizadores de retornos a longo prazo.

Atendendo que durante o ano de 2021 explicámos nas Cartas Trimestrais a Clientes as razões que motivaram um desempenho negativo para cada uma destas empresas, não nos parece necessário repetir aqui os argumentos e justificações para cada compra ou venda realizada durante o ano. Na altura em que escrevemos este Relatório, mantemos essas considerações e a confiança na boa recuperação a prazo da performance das empresas que temos em carteira.



Continuamos focados em manter o Fundo com uma carteira de empresas cujos negócios têm grande qualidade, na capacidade das suas equipas de gestão trabalharem no melhor interesse dos acionistas com uma estratégia de longo prazo e mantendo balanços fortes que protejam e potenciem o seu crescimento em qualquer ambiente económico. Acreditamos que comprar boas empresas a preços sensatos é a melhor forma de proteger a criação de valor a longo prazo. O nosso portfólio de negócios é significativamente melhor do que a média dos índices e, por isso, é expectável que venham a produzir melhores retornos no futuro.

## PERFORMANCE

O gráfico abaixo apresenta a evolução da cotação da unidade de participação (U.P.) da classe Founders do Fundo Casa Global Value em comparação com o desempenho do índice MSCI World Net Total Return EUR desde o lançamento do Fundo até 31 de dezembro de 2021. Nessa data, a U.P. fechou no valor de 134,75 euros. A cotação do Fundo está disponível no sistema Bloomberg sob os tickers CASAGVF PL (Classe Founders) e CASAGVP PL (Classe Prime).



A 31 de dezembro, o Fundo tinha já 2.155 Participantes, um total de ativos sob gestão de 29,2 milhões de euros e uma rentabilidade desde o lançamento de 34,7% na classe Founders.

A TEC, taxa de encargos correntes ( comissão de gestão, comissão de depósito, taxa de supervisão, custos de contabilidade e auditoria e custos suportados pelo registo de subscrições nas entidades de mercado) da Classe *Founders* baixou de 1,62% para 1,59%. Na Classe *Prime*, a TEC foi de 1,73%. A 1 de outubro de 2021 a Casa de Investimentos baixou a comissão de gestão da Classe *Founders* de 1,4% para 1,3%, cujo efeito só foi sentido no último trimestre do ano. A Classe *Prime* foi lançada, a 7 de outubro de 2021, com uma comissão de gestão de 1,5%. À medida que os Ativos sob Gestão do Fundo aumentem, estes custos de estrutura tenderão a baixar.

**DESEMPENHO DO FUNDO**

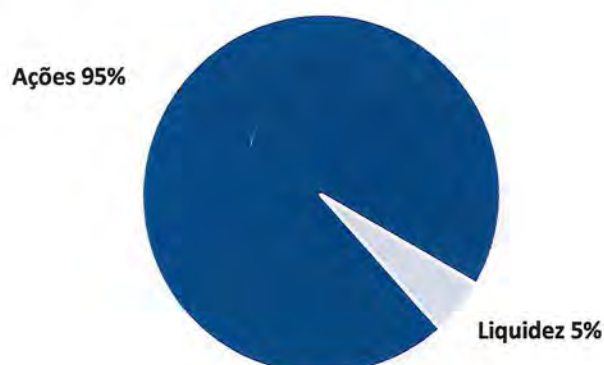
Valores a 31 de dezembro de 2021 em EUR

<b>Variação no valor da U.P.</b>	<b>Classe Founders</b>	<b>Classe Prime</b>
Valor da U.P. a 31.12.2020	115,31	- <sup>1</sup>
Retorno antes dos custos operacionais	21,52	0,91
Custos operacionais	2,08	0,41
Retorno após custos operacionais	19,44	0,50
Valor da U.P. a 31.12.2021	134,75	100,50
<b>Rentabilidade</b>		
Rentabilidade de 31.12.2020 a 31.12.2021	16,9%	- <sup>2</sup>
Rentabilidade de 1.10.2020 a 31.12.2021	34,7%	-
Classe de risco	6	6
<b>Movimentos de unidades de participação</b>		
Número de U.P. em circulação a 31.12.2020	49 452	-
U.P. subscritas / (resgatadas)	145 648	28 997
Número de U.P. em circulação a 31.12.2021	195 100	28 997
<b>Informação suplementar</b>		
Valor dos ativos a 31.12.2021	26 288 708	2 914 133
Taxa de encargos correntes <sup>3</sup>	1,59%	1,73%
<b>Detalhe dos custos correntes suportados no período</b>		
Comissão de gestão	231 380	3 127
Comissão de depósito	13 582	167
Taxa de supervisão	2 573	32
Custos de contabilidade e auditoria	6 683	82
Custos de subscrição e resgate	4 831	59
Imposto de selo	9 992	134
Total de custos suportados	269 041	3 601

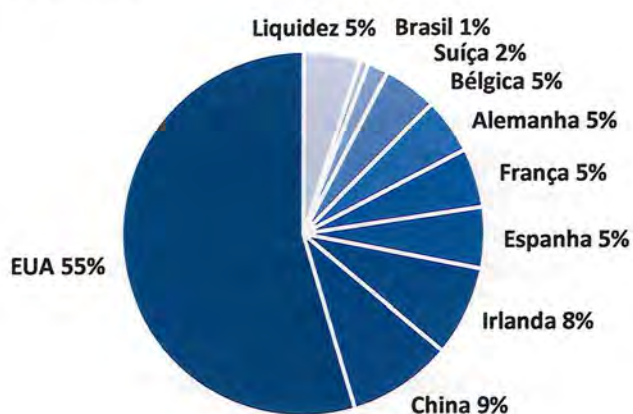
<sup>1</sup> A Classe Prime foi lançada a 7.10.2021 com um valor inicial da U.P. de 100,00 EUR.<sup>2</sup> A rentabilidade da Classe Prime desde o lançamento a 7.10.2021 até 31.12.2021 foi de 0,5%.<sup>3</sup> Taxa de encargos correntes correspondente aos custos suportados no período de 12 meses que termina a 31.12.21. A redução das comissões de gestão praticada a partir de 1.10.2021 só teve efeito sobre o último trimestre do ano.

## INFORMAÇÃO DO FUNDO

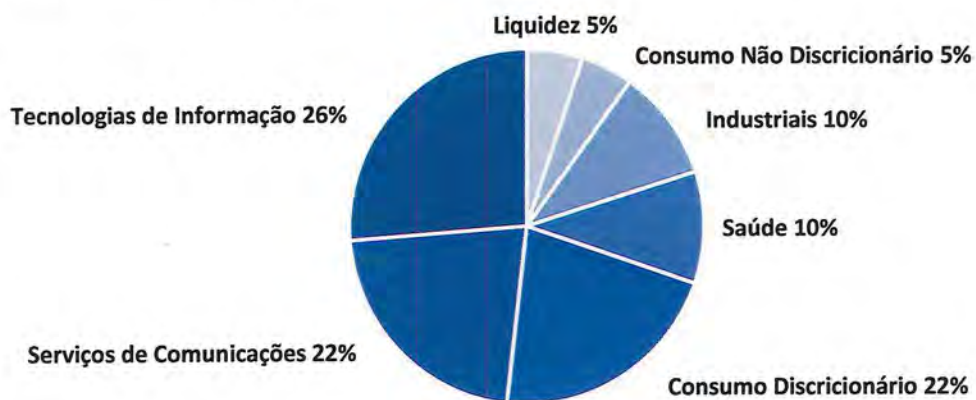
### 1 – Exposição por classe de ativo a 31.12.2021



### 2 - Exposição por país a 31.12.2021



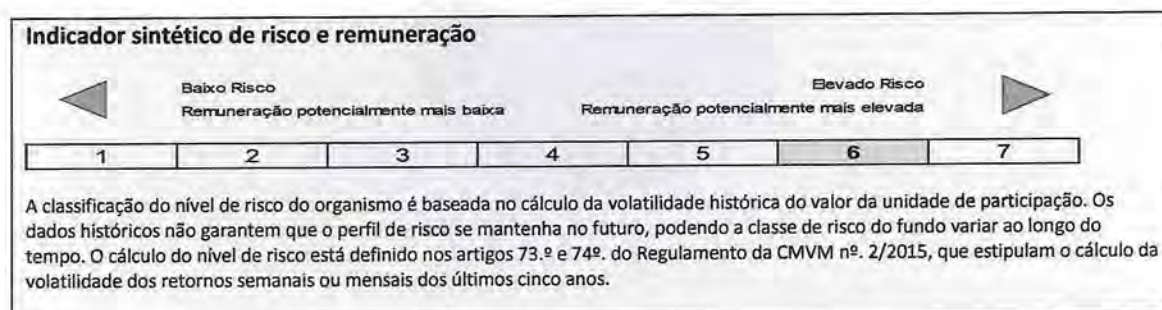
### 3 - Exposição por setor GICS a 31.12.2021





## PERFIL DE RISCO DO FUNDO

O Fundo assume apenas posições longas em ações de empresas de grande capitalização nas quais temos grande convicção. Estas empresas transacionam em mercados organizados e as suas ações têm muita liquidez. Uma vez que nada mudou quanto à política de investimentos, à classe de ativos que privilegiamos e à tipologia de classificação por parte do regulador, nada temos a acrescentar neste ponto que não tenha sido dito no primeiro Relatório do Fundo, escrito no ano passado.



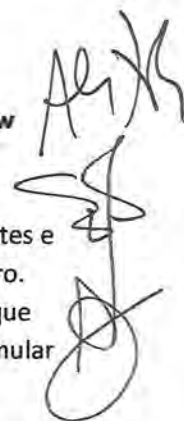
Qualquer investimento nos mercados financeiros envolve assumir riscos. Os investidores devem estar preparados para que os preços das ações subam e desçam. Consequentemente, o retorno do seu investimento pode ser positivo ou negativo e, dependendo do momento em que decidem resgatar os valores investidos, podem não receber todo o montante investido. Um horizonte de investimento alargado é essencial para acrescentarmos valor ao capital que nos entregam à gestão.

## POLÍTICA DE INCORPORAÇÃO DE RISCOS DE SUSTENTABILIDADE

A presente informação encontra-se publicada para dar cumprimento ao artigo 4.º, n.º 1, alínea b) do Regulamento 2019/2088 de 27 de novembro de 2019 e consolida a declaração de não consideração dos impactos negativos para a sustentabilidade.

A Casa de Investimentos entende que a quantificação de qualquer impacto depende de uma avaliação fidedigna e consistente, pelo que aguardará a entrada em vigor das técnicas de regulamentação definidas na "Regulatory Technical Standards" ("RTS") que estabelecem o teor, as metodologias e a apresentação de informações necessárias para proceder à correta aferição dos impactos negativos das decisões de investimento, a que se refere o artigo 4.º n.º 1 a) do Regulamento 2019/2088 de 27 de novembro de 2019.





## MENSAGEM DA CASA

Do Relatório & Contas da Casa de Investimentos deste ano, destacamos aqui alguns pontos importantes e que consideramos definem a nossa estratégia e filosofia de investimento do nosso e do Vosso dinheiro. Queremos que tenham consciência plena dos objetivos que procuramos alcançar e da preocupação que temos em que sejam os grandes beneficiários daquele que julgamos ser o melhor processo para acumular riqueza com consistência a longo prazo.

Este ano, deixámos muito dinheiro em cima da mesa. Isto significa, tal como escrevemos no Relatório e Contas de 2018 da Casa de Investimentos, que temos hoje uma carteira a transacionar com um desconto considerável face ao que realmente vale. O potencial de valorização e o facto de determos hoje a coleção de negócios com maior qualidade na história da Casa de Investimentos permite-nos estar muito confiantes que o futuro nos vai voltar a dar razão, com retornos superiores à média de mercado.

Este foi um ano extraordinário para a Casa de Investimentos e para os seus colaboradores. Foi com muito gosto, e sobretudo com enorme sentido de responsabilidade, que demos as Boas-Vindas a mais de 2.000 novos Clientes. O lançamento do fundo **Casa Global Value PPR** permite que qualquer investidor possa ter acesso a uma filosofia de valor a partir de 1.000 euros. Cabe-nos agora demonstrar que esta deve ser a conta para acumular riqueza a longo prazo. Com horizonte temporal que nos permite investir com risco limitado na classe de ativos com melhores rentabilidades na história financeira (as ações) e o facto de ser fundo PPR – garantindo um conjunto de vantagens fiscais que protege e potencia a acumulação de riqueza – esta deve ser a conta de poupança de longo prazo das famílias. Este é o produto financeiro com maiores vantagens fiscais associadas.

De uma forma geral, 2021 foi um ano de forte crescimento económico, com os Estados Unidos a registar neste século a maior margem de crescimento face à economia mundial. A taxa de desemprego atingiu o mínimo dos últimos 52 anos. Graças ao pagamento de estímulos, taxas de juro muito baixas e ao facto de não haver alternativas de investimento, o dinheiro foi chegando ao mercado de ações, de matérias-primas, e mesmo ao mercado de taxa fixa, comprando de forma quase indiscriminada o que era popular e estava a subir. De facto, com as poupanças das pessoas a serem “confiscadas” gradualmente pela inflação, não admira que o investimento em ações pelo americano médio tenha atingido máximos históricos.

De repente, eis que a inflação - tema que animou os mercados nos primeiros meses do ano passado - regressou à ordem do dia fixando máximos dos últimos 30 anos nos Estados Unidos. A questão é se estes números são temporários e resultado das disrupções nas cadeias de fornecimento ou se, pelo contrário, é permanente. Sobre o futuro da taxa de inflação, há bons argumentos dos dois lados do debate. Os que acreditam que a inflação é permanente argumentam que, 1) a globalização, grande motor de deflação das últimas décadas, tem sofrido reveses com os países a serem mais protecionistas; 2) a tendência de queda nos salários que observamos há décadas inverteu-se e 3) a Reserva Federal americana sentir-se-á forçada em manter as taxas baixas ajudando a que a dívida do Estado seja mais fácil de pagar. Do outro lado do debate estão os que defendem que: 1) os programas de estímulos económicos estão a acabar, 2) o envelhecimento da população nas economias desenvolvidas e 3) os níveis de endividamento das economias são forças deflacionárias.

Os avanços tecnológicos, que permitiram ganhos de produtividade sem precedentes, contribuíram para acelerar as pressões deflacionistas nas últimas décadas. O que fica claro desta pandemia, é que os avanços tecnológicos estão a ser massivamente adotados. O estratega David Rosenberg diz que “apostar na inflação é apostar contra o engenho humano”.



Em relação às taxas de juro, o mercado começa a descontar várias subidas ao longo deste ano nos Estados Unidos e apreçam já pelo menos quatro movimentos de subida que, a ocorrerem, levam as taxas de curto prazo de valores próximos do zero para 1,25% até ao final de 2022. No entanto, se as tendências inflacionistas se mantiverem ou agravarem, é natural que se verifiquem mais subidas ao longo do ano e que as taxas se aproximem dos 2%. Na Europa, a taxa de inflação atingiu os 5%. Contudo, excluindo as componentes de energia e alimentação a subida de preços foi de apenas 2,6%. A economia europeia está inclusivamente com uma maior folga já que só em 2022 é que vai recuperar os níveis de produto de 2019. Por isso, a premência de subidas de taxas está longe do que observamos na economia norte-americana, até porque o próprio BCE reviu a sua orientação estratégica no ano passado, passando a tolerar períodos transitórios de inflação mais elevada.

O impacto que uma subida das taxas de juro pode ter nos mercados acionistas preocupa sempre os investidores uma vez que estas atuam como gravidade para as ações, penalizando as empresas com múltiplos muito elevados até porque grande parte do seu valor está no seu desempenho futuro. Contudo, os níveis a que as taxas de juro se encontram não devem ser uma preocupação para quem investe em empresas rentáveis, com balanços fortes e a transacionar a múltiplos de mercado sensatos. As empresas mais penalizadas pelas subidas dos juros são as mais alavancadas: empresas com elevados níveis de endividamento e que vão ver essa dívida ter um custo mais alto, podendo mesmo em alguns casos colocar a sua sobrevivência em causa. Ora, as empresas que temos em carteira têm balanços fortes, grande parte delas tem mesmo saldos de caixa positivos (têm mais dinheiro em caixa do que dívida), o que significa que poderão obter algum rendimento na aplicação dessa liquidez que hoje não tem qualquer retorno.

É importante realçar que a subida de taxas poderá ter um impacto mais relevante nos mercados obrigacionistas, impondo perdas significativas aos investidores. Este é aliás um risco de que temos vindo a falar há vários anos e que parece agora materializar-se.



## É UMA QUESTÃO DE TEMPO NO MERCADO E NÃO DE *MARKET TIMING*

*"A primeira regra do retorno composto é nunca o interromper",* Charlie Munger

*"O risco advém de não sabermos o que estamos a fazer",* Warren Buffett



Mais de dois mil livros já foram escritos sobre Warren Buffett e sobre a forma como construiu a sua fortuna. Apesar de muitos serem excelentes, poucos valorizam o facto de Buffett ser investidor há cerca de três quartos de século. A sua fortuna não se deve apenas ao facto de ser um investidor excepcional, mas sobretudo ao facto de o ser desde tenra idade. Quando Warren Buffett fez 50 anos, a sua fortuna estava avaliada em cerca de 300 milhões de dólares. Quando atingiu a idade da reforma, valeria cerca de 3 biliões. Em dezembro de 2021, era de 96 biliões de dólares. A nossa mente, segundo Daniel Kahneman, não está construída para compreender estes "absurdos".

Se Warren Buffett tivesse começado a investir aos 30 anos e se tivesse reformado aos 60, provavelmente poucos saberiam quem era. A lição importante a tirar da vida de Buffett como investidor é que o rendimento composto funciona e que uma estratégia de valor o potencia. Um pequeno crescimento, ainda que de uma base pequena, serve como alavanca para o crescimento futuro, levando a resultados que desafiam a lógica.

De uma forma geral, as pessoas subestimam o que é possível, de onde vem o crescimento e ao que pode levar a conseguir. Investir bem não significa necessariamente conseguir os maiores retornos em todos os investimentos (esses tendem a ser raros). Investir bem é conseguir retornos bons que se possam manter e repetir pelo maior tempo possível. É neste caso que o rendimento composto ganha velocidade.

**Imagine que ouve falar de um investimento que paga 10% ao ano. É fenomenal! Tem subido sempre ao longo dos últimos 120 anos.**



Asseguram-lhe que este retorno é real. Imagine ainda que lhe dizem que também pode investir e ganhar este rendimento. É bem capaz de querer saber que investimento mágico é este. A verdade é que, muito provavelmente, até já ouviu falar: é o mercado acionista.

Este tipo de retorno parece um sonho. Mas, o facto de a “linha” não subir todos os dias (conforme no gráfico) e haver acontecimentos económicos, políticos, sociais ou outros, que fazem com que oscile para baixo – por vezes de forma considerável –, leva a que a maioria não consiga beneficiar deste investimento tão rentável. O gráfico abaixo, a que gostamos de chamar a longa curva da prosperidade, mostra que as ações foram, desde 1926 e por larga margem, a classe de ativos que melhor remunerou o capital.



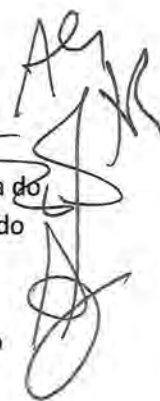
No livro *O Triunfo dos Otimistas*, Elroy Dimson, Paul Marsh e Mike Staunton, documentam este facto desde 1898. Segundo os autores, ao longo de mais de 120 anos triunfaram os otimistas, os que acreditaram no engenho humano e na sua capacidade de incorporar os avanços tecnológicos, conseguir ganhos de produtividade e produzir cada vez mais com menos recursos.

A realidade mostra-nos vezes sem conta que, apesar de conhecermos a história de como os mercados funcionam e que recuperam sempre, o ser humano nunca muda. Os investidores interrompem constantemente o processo do rendimento composto, cometem erros e têm resultados muito pobres ou negativos.

### **Porque é que os investidores tomam decisões tão más e o que podemos fazer sobre isso?**

Os vieses comportamentais a que todos estamos sujeitos levam-nos, previsivelmente, a comportamentos irracionais. No investimento, provas deste comportamento prejudicial podem ser encontradas nos estudos anuais da Dalbar – que medem os retornos reais conseguidos pelos investidores. Estes estudos capturam o grau com que os investidores tentam adivinhar o mercado com as suas entradas e saídas. Os resultados não são agradáveis: entre 1990 e 2010 o S&P gerou retornos anuais médios de pouco mais de 8%. Os gestores ativos (gestores de fundos de investimentos) subtraíram a este retorno entre 1% a 2% ao ano em custos de transação e em comissões de gestão. Daqui poderíamos concluir que os investidores teriam conseguido neste período retornos anuais médios entre 6% e 7%. Infelizmente não foi o caso. Os retornos que os investidores conseguiram nesses 20 anos foram de apenas 1,9% ao ano.





Ao contrário do que a maioria é tentada a concluir, a principal razão para que os investidores tenham retornos muito inferiores aos índices não deve ser (apenas) atribuída aos gestores de fundos, mas sobretudo ao facto de comprarem ou venderem nas piores alturas e estarem constantemente à procura do fundo ou da estratégia que permitirá ganhar sempre os maiores retornos. Tal como o condutor apressado numa estrada com meia dúzia de faixas de rodagem está sempre a tentar mudar para a faixa onde lhe parece que o trânsito está a fluir mais rapidamente (conduzindo com mais perigo e maior consumo de combustível), a maioria dos investidores não suporta ver ao lado alguém que esteja a ganhar mais e não participar na “festa”.

## 1. Vieses Comportamentais – o nosso pior inimigo somos nós

Psicólogos e neurocientistas descobriram duas características que são particularmente relevantes na tomada de decisões. A primeira, é que estamos programados para o curto prazo e consideramos a possibilidade de ganhos no curto prazo extremamente atrativa. A segunda, é a nossa tendência para adotar comportamentos de rebanho. Adotar estratégias de investimentos contrárias à maioria é muito difícil. Ou seja, somos afetados por desafios (vieses) comportamentais que condicionam o nosso processo de tomada de decisões racionais.

**O excesso de otimismo e o excesso de confiança**, embora importantes na nossa sobrevivência como espécie, nas decisões de investimento levam-nos a cometer graves erros. Estes vieses têm origem na ilusão de controlo e ilusão de conhecimento. A ilusão de conhecimento é a tendência que as pessoas têm de acreditar que a precisão das suas previsões aumenta com mais informação. A verdade é que mais informação não é necessariamente melhor informação. A utilização que fazemos da informação disponível é que importa. A tendência para sobrevalorizar as nossas capacidades é amplificada pela ilusão de controlo — a crença que as pessoas têm de que conseguem controlar acontecimentos incontroláveis. A aleatoriedade é frequentemente confundida com controlo.

**O viés confirmatório, mostra-me o que quero ver**, realça o mau hábito que temos de procurar apenas a informação que concorda connosco. Tendemos a formar um ponto de vista e passamos o tempo a procurar informação que o confirme. Gostamos de ouvir quem concorda connosco, de ouvir as nossas próprias opiniões refletidas nos outros. Hoje, com os algoritmos dos *media* sociais, este viés é altamente potenciado porque nos apresentam o que procuramos e nada que o contradiga e nos ajude a clarificar o pensamento.

Um problema adicional ao viés confirmatório é o viés dos médios hostis. Isto é, não só procuramos apenas a informação que concorda connosco, mas, quando somos confrontados com informação que discorda de nós, temos a tendência de considerar a fonte dessa informação como tendo um ponto de vista enviesado.

**Autoatribuição, caras é mérito nosso, coroa é azar**, evidencia que temos um relativamente frágil sentido de autoestima e um dos mecanismos-chave para o proteger é o viés da autoatribuição: a tendência de atribuir os bons desfechos à nossa habilidade e os maus desfechos ao azar. Este viés constitui um dos mais fortes limites à aprendizagem que os investidores encontram. Este mecanismo de defesa impede-nos de reconhecer os erros que cometemos e, desta forma, de aprendermos com os erros cometidos no passado. Nas palavras de George Santayana, “a história repete-se e esquecer o passado é estar condenado a repeti-lo”.

**Hindsight: eu já sabia**, um dos mais perigosos vieses que enfrentamos é o viés do retrovisor (*hindsight*). Refere-se ao facto de, após um evento ter tido lugar, nós estarmos convencidos de que sabíamos o que se iria passar. Se olharmos para a bolha tecnológica, para a grande crise financeira de 2008 ou mesmo para a



COVID-19 em 2020, os exemplos deste comportamento abundam. Seguramente, assim será com a Guerra Ucrânia/Rússia. Hoje, os mesmos investidores que cometeram estes erros, reescreveram a sua história.

Obviamente, se todos estão convencidos de que conseguem prever o passado, é natural que estejam excessivamente certos de que conseguem prever o futuro. Assim, o *hindsight* é o mais poderoso gerador de excesso de confiança.

**Ancoramento, o irrelevante tem valor**, quando confrontados com a incerteza, todos temos a tendência de nos agarrarmos ao irrelevante como se fosse uma muleta ou uma âncora. Esta incorporação do irrelevante acontece frequentemente sem qualquer reconhecimento consciente do facto. Que âncoras influenciarão os investidores? A toda a hora, os preços das ações são publicitados: nos jornais, na *internet*, no *ticker* que está permanentemente a rodar na parte inferior dos canais financeiros de televisão. Os investidores agarram-se a estas miragens de preços e, erradamente, fazem-nos equivaler ao valor dos negócios subjacentes.

Por último, um viés relacionado com o medo, o **viés da aversão à perda**, explica a tendência natural do ser humano de tentar evitar perdas em contraponto com ganhos equivalentes. Por exemplo, uma pessoa que ganhe 100 euros numa lotaria atribui uma importância menor a esse evento do que a uma perda de 100 euros. Este viés reflete uma tendência natural de tentarmos evitar perdas no património financeiro ao manter o capital em dinheiro ou equivalentes de curto prazo, explicando por isso uma tendência natural para o *market timing*.

## 2. Market Timing – o erro mais frequente no investimento

Entre os principais erros que os investidores cometem destaca-se o *market timing*, que se resume à ideia de que há momentos para estar investido e há momentos para estar completamente fora de mercado. É a tentativa de inúmeros investidores de “proteger” o seu dinheiro saindo de mercado quando pressentem uma correção, ou aumentando a sua exposição a ações mais arriscadas quando pressentem a sua recuperação.

Antes de mais, deixem-me esclarecer isto sem margem para dúvidas: o *market timing* não funciona e, apesar de todos já o termos tentado sem sucesso, continua a ser praticado em massa por três grupos de pessoas:

***“Há três tipos de pessoas que fazem previsões no mercado. Aquelas que não sabem, aquelas que não sabem que não sabem, e aquelas que sabem muito bem que não sabem, mas são muito bem pagas para fingir que sabem”***, Burton Malkiel, autor do livro *A Random Walk Down Wall Street*.

Já alguma vez disse ou pensou alguma coisa do género:

- “Eu tenho dinheiro de lado, mas estou à espera que as coisas acalmem e não haja tanta incerteza”,
- “Recebi um bónus, mas vou esperar por um recuo de mercado”,
- “O mercado subiu muito, vou vender e volto a investir daqui a uns meses”,
- “Vou investir depois de, por exemplo, passarem as eleições, ver se a inflação vem para ficar ou não, se os bancos centrais vão subir taxas, no próximo ano quando tudo estiver mais calmo, etc.”

Tudo isto é *market timing*. Não funciona.



*Handwritten signature and scribbles.*

### Não vale a pena o esforço

Peter Lynch, que geriu o fundo Magellan da Fidelity entre 1977 e 1990, refere diversas vezes um estudo realizado internamente sobre a performance do fundo e a performance que os seus investidores conseguiram efetivamente obter. Durante os seus 13 anos como gestor, o fundo obteve um retorno anual de 29%, tendo sido um dos fundos a obter a maior rentabilidade anual de sempre. No entanto, segundo Peter Lynch, o investidor médio do fundo perdeu dinheiro com o seu investimento, apesar da rentabilidade alcançada pelo gestor. Segundo Peter Lynch, tentar adivinhar o mercado não faz sentido, não é possível e não vale apenas o esforço.

O fundo Magellan obteve naquele período anos de rentabilidade muito elevada (por exemplo em 1980 obteve um retorno de 70%), tendo, no entanto, nalguns anos, ficado significativamente aquém da performance do mercado. Provavelmente, muitos investidores, ao observarem o retorno de 70% em 1980, decidiram perseguir os retornos (isto é, entraram no fundo *a posteriori*), observando um ano depois uma performance negativa em relação ao mercado. Muitos destes investidores terão vendido as suas posições para tentar encontrar um novo fundo ganhador, assumindo desta forma as suas perdas neste fundo.

As decisões dos investidores ao longo dos 13 anos, de sair ou entrar no fundo, levaram à destruição, em média, de pelo menos 29% de retorno anual. Este é um facto incrível! Tendo este conhecimento, os investidores insistem nos mesmos comportamentos e ignoram que os resultados, inevitavelmente, serão os mesmos.

De acordo com o relatório de 2021 da Dalbar, no período entre janeiro de 2001 e dezembro de 2020, o investidor médio em fundos de investimento obteve um retorno anual no seu portfólio de ações de 5,96%, o que compara com um retorno anual do S&P500 de 7,43% (isto é, cerca de 1,47% ao ano de diferencial). O diferencial entre o retorno do mercado (S&P500) e o retorno efetivamente alcançado pelos investidores individuais depende significativamente dos momentos analisados. O gráfico seguinte ilustra esta dispersão ao longo dos últimos 20 anos.



Fonte: Dalbar, *Quantitative Analysis of Investor Behavior: Variable Annuities, 2020*

Observamos que os 3 anos onde o diferencial de retorno foi maior coincidiu com o período seguinte à crise financeira. Os investidores, em momentos de recessão ou *bear market*, tendem a tomar a decisão emotiva de sair do mercado, perdendo os períodos de recuperação e, por isso, de maiores retornos. Os mercados

acionistas começam a recuperar muito antes de haver notícias positivas. Os investidores, por seu turno, ficam à espera que as notícias sejam boas e que a sua percepção de risco seja menor.

Parece inegável que o contributo das decisões de um investidor de tentar adivinhar o momento de mercado para permanecer investido, saindo ou entrando de um fundo de investimento (seja um fundo ativamente gerido ou um fundo passivo que replique o mercado ou um segmento de mercado), é, em média, negativo. A melhor e mais difícil decisão para um investidor parece ser a de permanecer investido e não fazer nada.

### 3. A decisão de venda

A definição da estratégia de investimento e seleção de ativos que compõem a carteira é uma parte fundamental da nossa atividade enquanto gestores. A decisão de vender (ou permanecer investidos) é um ponto crucial neste processo. Os investidores tomam frequentemente essa decisão ao decidirem aumentar ou reduzir o capital que nos confiam para gerir. Existem pelo menos três motivos que os levam a tomar uma decisão de vender que são profundamente errados e destinados a produzir maus resultados:

#### Vender porque estão a ganhar

A popularmente também chamada “tomada de lucros” é uma das razões mais comuns para se vender um investimento. Uma decisão apenas emocional, que tenta não deixar fugir os lucros conseguidos, independentemente do retorno potencial que o investimento ainda apresente. Este é um comportamento essencialmente explicado pela psicologia: o investidor, para evitar sentimentos de autorrecriminação e arrependimento, prefere vender um investimento, bloqueando um determinado retorno sem correr o risco de ele desaparecer mais tarde. Tendem, por isso, a vender os investimentos em que estão a ganhar e a manter aqueles em que estão a perder.

Esta lógica de pensamento falha numa questão fundamental. O resultado dessa venda é necessariamente alocado a um outro investimento ou parqueado em dinheiro. Qualquer uma dessas alternativas tem um risco e retorno futuro associados, estando igualmente sujeitos a uma desvalorização futura.

#### Vender porque estão a perder

Muitos investidores seguem, ainda que por vezes inconscientemente, uma regra ainda pior, que é vender os investimentos quando estes se desvalorizam. À medida que o mercado nos vai dando cotações cada vez mais baixas, é humano e natural questionar se existe algo que não estamos a conseguir ver, colocando em causa a ideia de investimento. Tal como no caso dos investidores que querem fazer a tomada de lucros, muitos investidores preocupam-se em não deixar as perdas acumularem-se.

Uma vez mais, apenas as emoções explicam o comportamento dos investidores nestes momentos. À medida que os preços caem, a racionalidade apontaria para que o nível de conforto com os investimentos aumentasse. Na realidade, normalmente o que acontece é exatamente o inverso.



### Viagem na cabeça de um investidor



Fonte: Howard Marks, Oaktree

### Vender porque acreditam conseguir acertar no *timing* do mercado

Nesta situação, a clarividência sobre os futuros movimentos de mercado produziria resultados excecionais. Esta é a justificação suportada num dos adágios mais antigos do investimento: “comprar em baixa, vender em alta”. O *market timing* é até considerado um dos estilos de investimento. Tipicamente a sua popularidade aumenta em períodos em que o mercado cai (*bear market*), com os investidores a depositarem a sua crença neste estilo como a cura para os seus problemas.

Esta estratégia tem tudo contra si. Em primeiro lugar, necessita que os investidores tenham capacidades muito acima da média para adivinharem os movimentos do mercado ao longo do tempo. Quanto maior o horizonte temporal, maior a probabilidade de o investidor cometer erros que comprometerão os seus retornos. Em segundo lugar, a esmagadora maioria dos investidores e *experts* que seguem uma estratégia de *market timing* tem performances ao longo do tempo inferiores à performance do mercado. Por último, o investidor tem contra si poderosos vieses comportamentais (aversão ao risco, excesso de confiança, para citar alguns) que necessita de combater para não cometer erros importantes nas tomadas de decisão.

Charlie Munger, *vice-chairman* da Berkshire Hathaway e sócio de longa data de Warren Buffett, refere que a venda com o propósito de fazer *market timing* dá ao investidor duas formas distintas de estar errado: o declínio na cotação pode ou não acontecer e, caso aconteça, o investidor precisa ainda de perceber quando é que será a altura certa para voltar ao mercado. Adicionalmente, poderíamos acrescentar uma terceira forma de estar errado, já que o investidor terá ainda que decidir o que irá fazer com o resultado da venda enquanto não volta ao mercado.

Quando vender um ativo então? Existem razões fundamentais que nos levam enquanto investidores a repensar as posições:

1. Quando o ativo valoriza e cota a preços elevados que justifiquem uma redução de posição (como forma de limitar a exposição da carteira ao título) ou uma venda total.

2. Se a tese de investimento se revelar menos válida do que inicialmente assumido, ou o cenário futuro se tornar mais improvável devido a circunstâncias várias (alteração das dinâmicas competitivas, regulação, questões judiciais, etc.), poderá justificar-se vender uma parte ou a totalidade da posição.

3. Se existir uma alternativa de investimento que apresente um perfil de risco-retorno mais atrativo, poderá também fazer sentido vender um ativo de forma a criar a liquidez e espaço necessários para essa alternativa. As decisões de compra ou de venda são sempre decisões de seleção relativa, que comparam diferentes oportunidades de investimento (incluindo liquidez, em caso de ausência de alternativas de investimento interessantes).

#### 4. Market Timing – ganhos potenciais

Num artigo publicado em 1975, *Likely Gains from Market Timing* (ganhos prováveis de market timing), William Sharpe, prêmio Nobel da Economia em 1990, estuda a probabilidade de um investidor que siga uma estratégia de *market timing* conseguir retornos acima de mercado. No estudo, compara a performance de dois investidores hipotéticos: o primeiro investidor adota uma estratégia de comprar e manter (*buy and hold*), isto é, compra o índice de mercado norte-americano de ações S&P500 no início do período em análise e mantém-se investido até ao final; já o segundo investidor, segue uma estratégia de *market timing*, decidindo no início de cada ano se permanece investido no mercado de ações ou se converte o seu portfólio em títulos de dívida de tesouro de curto prazo. O segundo investidor consegue adivinhar com total clarividência se o ano vai ser positivo ou negativo para o mercado de ações (relativamente à alternativa de permanecer investido em títulos de dívida de curto prazo).

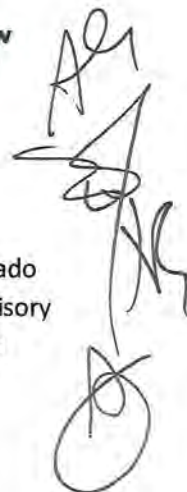
São analisados três períodos distintos, começando em 1929, 1934 e 1946, terminando todos em 1972. O período entre 1929 e 1972 é afetado significativamente pela grande depressão, pelo que perde significado. Para os dois períodos adicionais, a estratégia de um *market timer* perfeito produziria, comparativamente, um retorno adicional de 3,23% ao ano (começando em 1934) e 2,26% ao ano (começando em 1946). Este resultado só seria possível se o investidor tivesse uma capacidade perfeita de adivinhar o futuro. O que aconteceria caso essa capacidade não fosse perfeita?

Sharpe faz a análise para diferentes graus de probabilidade de o investidor adivinhar a direção do mercado no ano seguinte. Os resultados são muito interessantes.

Um investidor “normal”, que consiga adivinhar em 50% dos anos se o mercado produzirá um retorno superior ou inferior à alternativa de manutenção do capital em dinheiro ou equivalentes de curto prazo, perderia em média (entre 1934 e 1972) cerca de 5,7% ao ano em relação a um investidor que permaneça investido no mercado de ações. Mesmo aumentando o grau de precisão das previsões do investidor para 70%, o retorno esperado desta estratégia seria de cerca de -2,24% ao ano (*versus comprar e manter*). Apenas conseguindo aumentar a probabilidade para 83%, é que o investidor conseguiria produzir um retorno superior a uma estratégia de permanecer investido.

A conclusão retirada neste estudo de 1975 é evidente: um investidor que não acredite conseguir adivinhar a direção do mercado em pelo menos 3 em cada 4 situações, não deve tentar de todo perseguir esta estratégia. Mesmo um investidor que o consiga fazer de uma forma perfeita, não deverá esperar que isto produza retornos muito elevados. Conforme referido, mesmo uma precisão de 100% não deverá produzir retornos adicionais acima de 4% ao ano.





## 5. Gurus de mercado

Uma tentativa de aferir o que poderá ser uma probabilidade razoável de adivinhar a direção do mercado seria analisar os resultados das previsões dos especialistas em *market timing*. Um estudo da CXO Advisory recolheu 6.582 previsões para o mercado norte-americano de ações, entre 2005 e 2012, feitas por 68 “experts”. Os resultados deste trabalho são reveladores:

- Em média, os “gurus do mercado” acertaram em apenas 47% das suas previsões,
- Analisando a precisão das suas previsões de uma forma individual, observar-se-ia que a maioria dos *experts* se situa em níveis alinhados pela média (isto é, entre 40% e 56%), com o *expert* com maior nível de precisão a conseguir obter um rácio total de sucesso nas suas previsões de 68%,
- 42 dos 68 *experts* (62%) obtiveram resultados inferiores a 50%.

Considerando a conclusão do estudo de William Sharpe que uma estratégia de *market timing* teria que conseguir acertar em pelo menos 83% das previsões de movimento de mercado – precisão que nenhum guru do mercado conseguiu atingir –, o significado para um investidor particular é evidente, na nossa opinião. Uma estratégia de *market timing* está condenada, no longo prazo, ao insucesso.

Um outro estudo realizado em 1994 por John Graham e Campbell Harvey analisou o resultado das previsões de 237 *newsletters* sobre *market-timing* entre 1980 e 1992. Os resultados aqui são ainda piores, com um grau de precisão médio inferior a 25%.

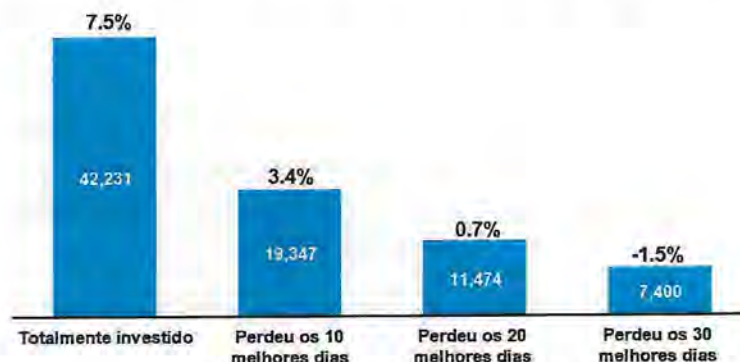
Se os autointitulados gurus de mercado, *market timers*, falham sucessivamente nas previsões de curto prazo realizadas, porquê tentar adivinhar se o mercado vai cair ou subir nos próximos meses?

## 6. O efeito de perder os melhores dias

Um comportamento muito comum é a decisão de vender depois de quedas do mercado, na tentativa de “estancar” as perdas. Esta é normalmente uma reação emotiva e que, segundo o Prémio Nobel da Economia, Daniel Kahneman – autor do livro *Pensar Rápido e Devagar* e do mais recente *Noise* –, é explicada por um conjunto de vieses que nos afetam a todos sem exceção. Estar alerta para estes vieses e contrariá-los é a chave para melhorarmos o nosso processo de decisão.

Anualmente, o banco americano JPMorgan publica um estudo onde descreve o que seria o retorno anual de um investidor nos últimos 10 anos caso perca os melhores dias do mercado. Estes dados são relevantes, dado que, normalmente, os melhores dias do mercado ocorrem tipicamente após os piores dias (onde há uma maior probabilidade de um investidor “emotivo” tomar a decisão de sair do mercado de ações). Sete dos dez melhores dias do mercado (entre 2 de janeiro de 2001 e 31 de dezembro de 2020) ocorreram nas duas semanas seguintes aos dez piores dias de mercado.

### Performance de um investimento de 10.000 USD entre jan-2001 e dez-2020



Fonte: JPMorgan, 2021 Retirement Guide

As diferenças de performance para um investidor que permaneça no mercado em comparação com um investidor que perca os 10 melhores dias são muito expressivas. O investidor que permaneceu investido no S&P500 entre 2001 e 2020 conseguiu um retorno de 7,5% ao ano, o que compara com uma performance de 3,4% ao ano para o investidor que decidiu vender o portfólio em diferentes momentos de tempo e perdeu as 10 maiores subidas.

Para além do diferencial de retorno existem outras considerações importantes a fazer, nomeadamente, custos de transação de compra e venda da carteira e tributação sobre as mais-valias, que na prática aumentariam ainda mais o diferencial de retorno das duas situações comparadas acima. Este exercício ilustra o impacto que a decisão de permanecer fora do mercado em alguns momentos de tempo pode ter na rentabilidade de longo prazo dos investidores. O *market timer*, não só precisa de adivinhar com precisão quando sair do mercado, como também precisa de adivinhar com grande precisão sobre quando voltar a investir.

## 7. O papel do gestor de ativos

David Swensen foi *Chief Investment Officer* do *Endowment* da Universidade de Yale nos Estados Unidos desde 1985 até à sua morte, em maio do ano passado (a quem prestámos homenagem na nossa *newsletter O Investidor Inteligente* de maio 2021, sob o título *In Memoriam: David F. Swensen*). De 1,3 biliões com que iniciou o *endowment* em 1985, chegou a 31,2 biliões. Para além de ter contribuído para a acumulação de muita riqueza, contribuiu para que aquela universidade pudesse dispor anualmente de parte dela através de um vasto orçamento para investir e para potenciar o conhecimento e o seu alcance a nível mundial. Neste período, revolucionou o investimento institucional de *endowments*, a que se veio a chamar o Modelo de Yale ou Modelo de *Endowment*. Num excerto de um dos seus livros excecionais, *Unconventional Success*, refere:

**“Tentar adivinhar o momento para estar dentro ou fora de mercado – estratégia conhecida por *market timing* – representa uma aposta de curto prazo contra uma política de alocação de ativos bem estruturada e pensada a longo prazo”.**

Esta citação remete-nos para o papel que nós, Casa de Investimentos, temos na proteção e adição de valor aos nossos Clientes. O propósito do nosso trabalho é salvaguardar e fazer crescer a riqueza dos nossos Clientes, conquistar ganhos de poder de compra a longo prazo e procurar fazê-lo com risco limitado. O



nosso objetivo é contribuir para que acumulem riqueza que lhes permita concretizar propósitos de vida, sonhos de longa data ou simplesmente deixar um legado para a geração seguinte. Para o fazermos com responsabilidade e orientação a longo prazo e de forma estruturada:

1.º delineamos uma estratégia consistente de alocação de ativos, que significa definir por classes de ativos que percentagem do património total alocar a cada uma: de entre ações/participações de empresas (cotadas ou não), obrigações (de governos ou de empresas), imobiliário (onde a maioria, através da posse da sua própria casa tem uma parte mais substancial do que consegue acumular ao longo da vida), e disponibilidades para acomodar um contratempo ou levar a cabo o cumprimento de um objetivo de curto ou médio prazo. Outros ativos, como arte e ouro, podem ser considerados, dependendo das preferências/conforto individual. Apesar de apoiarmos os Clientes na melhor definição desta alocação (em linha com o que é feito por algumas das famílias mais ricas do mundo), a decisão é tomada pelo investidor considerando as suas preferências pessoais e horizontes temporais para as diferentes classes.

A maior parte dos investidores sucumbe logo neste ponto, não conseguindo manter uma estratégia por classes de ativos e frequentemente alterando a percentagem alocada a cada classe.

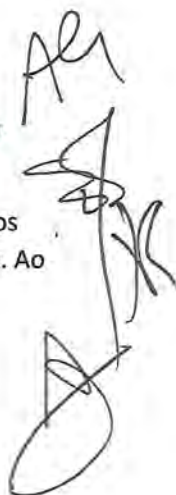
2.º definimos a filosofia e estratégia de investimento e, não menos importante, os processos que devem assegurar o cumprimento da mesma. Definida a percentagem a alocar à classe das ações e obrigações, é nossa função implementar uma filosofia de valor, cujo foco no nosso caso é a qualidade absoluta das empresas em que investimos. Procuramos negócios de qualidade excecional, que componham os retornos dos acionistas a taxas elevadas e acima da média. Estes negócios devem ser suportados por balanços fortes, capacidade de geração de *cash-flow* elevado e boas oportunidades de crescimento no mercado global. A orientação para qualidade e a disciplina para comprar a desconto face à estimativa de valor intrínseco é crucial para reduzirmos o risco do investimento e obtermos taxas de rentabilidade atrativas para os Clientes. De importância crucial neste processo são as equipas de gestão das empresas em que investimos, que procuramos que tenham provas dadas a alocar capital, estejam focadas na criação de valor a longo prazo, e cuja remuneração esteja alinhada com os interesses dos acionistas.

Conscientes que existe apenas um número limitado de negócios capazes de cumprir com estes nossos filtros de seleção de investimentos, procuramos concentrar o nosso capital e o dos nossos Clientes em 20 a 30 negócios de qualidade excecional e que são líderes no mercado global. O conhecimento da teoria financeira e de imensos estudos demonstram que este número é suficiente para uma diversificação adequada.

A maioria dos investidores tem muita dificuldade em ver alguém a ganhar mais dinheiro do que ele(a) própria e não resiste à tentação de seguir o “cardume” para ver lucros mais rápidos, ainda que não perceba o que os origina.

3.º assistimos os nossos Clientes na racionalização da tomada de decisões, nomeadamente evitando e minimizando erros de movimentos indesejados, como tentativas de adivinhar os momentos para permanecerem dentro ou fora do mercado (*market timing*) ou de adivinhar os melhores momentos para reforçarem os valores que têm connosco. Assumimos a responsabilidade de lhes dar conta do que pensamos em momentos críticos, como o que hoje vivemos com o conflito Rússia/Ucrânia ou com a COVID-19 em março de 2020. Assumimos, desde a fundação da CASA, o compromisso de providenciar aos nossos Clientes, atuais e prospetivos, informação transparente com qualidade informativa e educativa, que permita que façam também um processo de acumulação de conhecimento que contribua para decidirem melhor e protegerem o seu património.





Embora nenhum de nós na Casa de Investimentos acredite que consegue prever o mercado, estamos confiantes que conseguimos avaliar com sucesso negócios individuais, o que nos permite gerar retornos absolutos atrativos através da procura de diferenças entre preço e valor, um investimento de cada vez. Ao avaliarmos negócios individualmente, queremos saber:

- Quais são as perspetivas para o negócio
- Se a equipa de gestão é capaz e quais são as suas prioridades
- Quais são os maiores riscos para o sucesso do investimento

Procuramos filtrar entre numerosas oportunidades e identificar aquelas com os melhores retornos ajustados ao risco. Não tentamos comprar o que está na moda no momento (porque está a subir), à espera que continuem a subir. Pelo contrário, mantemo-nos ancorados à avaliação e focados nos fundamentais económicos do negócio, tentando fazer investimentos que conseguirão bons retornos num vasto espectro de futuros cenários económicos e de mercado.

O nosso processo de investimento leva-nos à recolha de toda a informação disponível – incluindo, cada vez mais, dados que novas tecnologias colocam à nossa disposição, e serviços independentes de análises setoriais e de empresas que contratamos para ter a melhor informação possível, reunir factos e integrá-los nos nossos processos de decisão. Construimos modelos de avaliação, falamos com especialistas, analisamos *research* independente e debatemos as nossas avaliações para chegarmos à melhor decisão possível. O objetivo da aplicação destes princípios é evitar que os vieses comportamentais e o ruído afetem a tomada de decisão.

Um processo de investimento robusto beneficia dos erros cometidos no passado, de uma consciência sempre presente das muitas coisas que podem correr mal em qualquer investimento, e da procura constante de factos. Capacidade de julgamento imparcial e consistência intelectual é fundamental.

A consistência no processo de investimento implica que, com os mesmos factos, cheguemos às mesmas conclusões, quer seja janeiro ou agosto ou quer tenhamos rentabilidade positiva ou negativa.

Procuramos fazer crescer o capital dos Clientes de forma segura, ao longo dos três a cinco anos seguintes, não na semana ou trimestre seguinte. A nossa estratégia de investimento, apesar de fixa nos seus princípios gerais, é flexível na sua implementação.

Enquanto a qualidade do negócio se mantiver intacta, os gestores continuem a manter a sua reputação e estes negócios não cotarem preços extravagantes, é natural que nos mantenhamos investidos durante um tempo considerável. Não acreditamos em *market timing* nem em estratégias de *trading* de curto prazo. Quando encontramos um investimento com o potencial de crescer ao longo do tempo e uma perceção de risco razoável, uma das coisas mais difíceis de fazer é ter paciência e manter a posição. Naturalmente, seremos sempre testados porque, inevitavelmente, haverá notícias negativas, opiniões contrárias e factos extraordinários que nos põem à prova. Facilmente poderíamos ser afetados por uma notícia negativa, um trimestre de resultados menos positivo, ou uma ideia alternativa que nos parece mais emocionante. É nestes momentos mais difíceis que os processos de investimento robustos e tomadas de decisões bem estruturadas são fundamentais e nos permitem proteger e potenciar a riqueza.

***“Como tantas coisas no investimento, manter-se investido é mais fácil de dizer do que fazer. Demasiadas pessoas confundem atividade com adição de valor”, Howard Marks.***

Um exemplo prático ilustra que existem ao longo do tempo múltiplas situações onde a entrada ou saída num título parecem a melhor decisão:





- Consideremos que um investidor teria comprado ações da Microsoft no final de 1997 (a 16,2 USD). Dois anos depois o seu investimento teria multiplicado por quase 4 vezes. Uma boa parte dos investidores teriam decidido que os ganhos já eram bons e por isso iriam vender para fazer a “tomada dos lucros”.
- No espaço de um ano, no final de 2000, com a crise das *dotcom*, a cotação caiu 62% voltando para níveis um pouco acima do final de 1997 (21,7 USD). Teria um investidor conseguido permanecer investido e ver os seus lucros desaparecerem?
- Nos 12 anos seguintes, a Microsoft teve uma performance fraca com o título a cotar 26,7 USD no final de 2012, tendo resultado numa rentabilidade anual de 4,1% (ainda assim superior ao índice S&P500 de 2,6%). Um investidor que tivesse decidido sair do título, provavelmente consideraria que tinha tomado uma boa decisão, enquanto que os investidores que permaneceram investidos na Microsoft questionariam se não estariam a cometer um erro.
- Desde então, a cotação da Microsoft multiplicou por quase 12 vezes, estando hoje a transacionar acima de 300 USD.
- Um investidor que tivesse comprado Microsoft no final de 1997 e tivesse permanecido investido, estaria a ganhar anualmente um retorno de 15,2%, ou seja cerca de 6,6% acima do índice S&P500. Posto de outra forma, um investidor que tivesse investido 10.000 USD em ações da Microsoft no final de 1997, esse investimento valeria atualmente cerca de 303 mil dólares, enquanto que um investidor que tivesse investido no S&P500 teria cerca de 74 mil dólares (24% do valor em Microsoft).

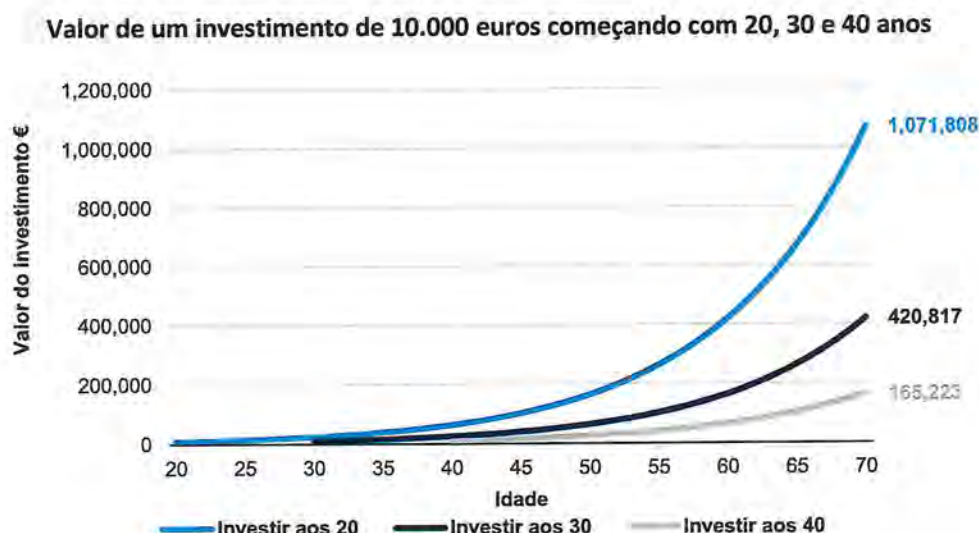
Há um paralelismo óbvio entre este exemplo e a própria decisão de um Cliente em permanecer investido com a CASA em detrimento de outras alternativas de investimento (um fundo de investimento passivo, uma ação recomendada por um amigo, ou ainda uma oportunidade de investimento imobiliário, por exemplo). A decisão racional terá necessariamente que ponderar, não só a rentabilidade passada, mas também o nível de conforto com a estratégia e a rentabilidade potencial a prazo.

O “nível de conforto com a estratégia” é, a nosso ver, uma mais-valia para os nossos Clientes, sendo na verdade o ativo intangível mais valioso que acreditamos oferecer. Este ativo, que reflete um maior conhecimento por parte dos nossos Clientes, permite evitar cair nas “armadilhas emocionais” do mercado e, desta forma, proteger os patrimónios individuais.

## 8. *Time IN the Market* – o tempo é o melhor aliado do investidor

“A melhor altura para plantar uma árvore foi há 20 anos. A segunda melhor altura é agora.”, provérbio chinês.

O mais importante no investimento – para ter retornos consistentes com risco limitado – é o tempo que estamos investidos (*time in the market*). Já que *adivinhar estar dentro ou fora de mercado (market timing)* não é possível – e nem sequer é necessário – para ter sucesso. Vejamos o exemplo:



Este gráfico ilustra o poder dos retornos compostos e como, a partir de alguns anos, ganha *momentum*. O diferencial de valor acumulado no final do período (para ilustração, selecionamos os 70 anos de idade como final do investimento) é abismal para diferentes idades de realização do investimento:

- Um investidor que tenha aplicado 10 mil euros aos 20 anos com rendimento líquido anual de 9,8% (idêntico ao retorno do S&P entre 1927 e 2019), teria ao fim de 50 anos 1.071.808 euros.
- Um investidor que faça o investimento aos 30 anos, conseguiria alcançar cerca de 421 mil euros com a idade de 70 anos (cerca de 39% do valor do investidor mais precoce).
- Um investidor que decida investir aos 40 anos, conseguirá alcançar cerca de 165 mil euros, ou seja, 15% do valor do investidor que tenha tomado a decisão de investir mais cedo. Iniciar o investimento 20 anos mais cedo permite atingir um património final quase 6 vezes superior.

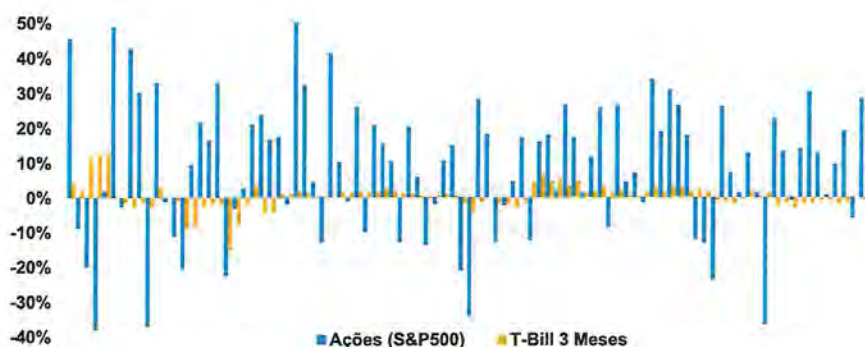
O horizonte temporal permite, não só beneficiar plenamente deste fenómeno extraordinário que é o rendimento composto, mas faz também com que o momento em que se investe se torne menos relevante.

O gráfico seguinte mostra o rendimento anual (em termos reais, isto é, levando em conta a inflação) de um investimento no mercado de ações (S&P500) e em obrigações de curto prazo. Conforme é evidente, existem anos com rentabilidades muito positivas e anos com rentabilidades muito negativas. Se o horizonte temporal é curto, o investidor enfrenta uma “lotaria” e tanto poderá ter um retorno de 30% no espaço de um ano como estar a perder 20% ou 30% ao final de doze meses.



Handwritten signature and scribbles.

**Retornos reais para períodos de 1 ano (1927-2020)**

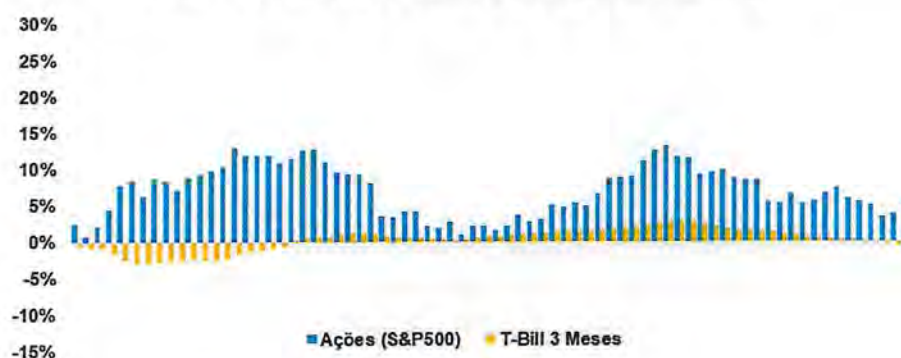


Fonte: Bloomberg

Salientamos que os investimentos em obrigações têm entre 1927 e 2020 muitos anos com rendimentos reais negativos (o que significa que a taxa de juro paga é inferior à taxa de inflação). Tal como hoje acontece, a taxa de juro obtida em obrigações de curto prazo ou em depósitos a prazo é inferior à inflação e faz com que os investidores percam poder de compra. Este é uma espécie de “imposto” escondido que, na nossa opinião, os investidores não precisam de pagar.

Retomando a análise do horizonte temporal, o caso muda radicalmente de figura à medida que se for alargando o horizonte temporal e período de detenção do investimento, conforme os gráficos seguintes:


**Retornos reais para períodos de 20 anos (1927-2020)**



Fonte: Bloomberg

Ao aumentar o horizonte temporal, o investidor reduz a importância de acertar no momento de mercado para investir. Na verdade, um investidor que ao longo dos últimos 93 anos tenha decidido investir no mercado de ações norte-americano (S&P500), desde que tenha permanecido investido por um horizonte temporal igual ou superior a 20 anos, terá tido sempre um retorno anual real positivo (e significativamente superior à alternativa de permanecer investido em títulos de dívida pública norte-americana, que, como podemos observar, mantém retornos negativos neste período).

Uma conclusão poderosa e que deveria ser retida por qualquer investidor é que o horizonte temporal é o maior determinante da rentabilidade futura de um investimento. As tentativas de acertar no momento de mercado, não só são fúteis e condenadas ao insucesso, como se tornam quase irrelevantes à medida que o horizonte temporal do investimento vai aumentando.



## 9. Breve história sobre o poder da capitalização e como funciona

A história que se conta da venda da ilha de Manhattan pelos nativos americanos é um bom exemplo. Segundo a história, a contraparte vendedora recebeu, em 1626, bugiangas avaliadas em 20 dólares. Como é que a capitalização entra na história? Digamos que os investidores investiram os 20 dólares iniciais a uma taxa anual de 9% e mantiveram este investimento nos 380 anos seguintes. Hoje, os 20 dólares iniciais valeriam mais de 3.335.000.000.000,000 dólares.

Este exemplo ilustra bem o facto de a taxa de retorno de um investimento não precisar de ser extraordinária para que se obtenham resultados extraordinários. O que é crucial é ter a capacidade de manter uma estratégia de investimentos ininterruptamente durante um longo período de tempo.

No mundo real do investimento, “a vida intromete-se”. É raro que um investidor consiga gozar uma sequência de décadas de capitalização num investimento sem as interrupções de distribuição de dividendos e impostos. É importante percebermos que, ao interrompermos o processo de investimento, estamos a interromper o processo pelo qual o rendimento composto se torna verdadeiramente poderoso.

Sabemos que investir a longo prazo é mais fácil de dizer do que fazer. No investimento, na educação dos filhos, na construção de uma empresa, nos relacionamentos – em tudo o que verdadeiramente vale a pena e traz grandes recompensas –, o longo prazo é o melhor aliado.

A verdade é que o longo prazo é mais difícil do que a maior parte das pessoas julga e muito mais lucrativo do que podem imaginar. Como tudo o que vale a pena tem um preço, no investimento nem sempre é óbvio. Para além das capacidades exigidas, é necessário a mentalidade certa. O preço a pagar é aguentar com imensa coisa que não faz sentido, com problemas de curto prazo, com dados económicos negativos de tempos a tempos, com muitas previsões e profecias de especialistas que inevitavelmente erram e, depois, conseguem justificar porque motivo erraram. Para além disso, para conseguirmos estar a longo prazo e beneficiar das maravilhas do rendimento composto, também é necessário convenceremos o nosso cônjuge, os nossos colegas de trabalho, o nosso chefe – e todos com quem convivemos, que podem, num *click*, deitar por terra uma estratégia bem pensada a longo prazo e que já vem sendo executada e de repente é interrompida.

Esta história da ilha de Manhattan recorda-nos muito simplesmente que o esforço por conseguir uma capitalização sustentada e ininterrupta durante longos períodos de tempo é um investimento inteligente, e é este precisamente o nosso objetivo – capitalizar durante o máximo tempo possível os valores que os Clientes nos confiam.

## A MELHOR CARTA DE SEMPRE

Do último ano realçamos a carta do primeiro trimestre, a que demos o nome “A melhor carta de sempre”, escrita por Jeff Bezos, em abril do ano passado aos acionistas da Amazon, entre os quais todos nós nos incluímos. Apesar de muitos de vós já terem tido acesso a ela, porque condensa a essência do que fazemos e a nossa estratégia de alocação de capital, é importante que conste deste Relatório.

***“Se queremos ser bem-sucedidos nos negócios (na realidade, na vida), temos de criar mais do que consumimos. O nosso objetivo deverá ser criar valor para todos aqueles com quem interagimos”,***  
Jeff Bezos, Carta aos Acionistas, abril 2021



O trabalho mais importante que fazemos para os nossos Clientes é estudar e analisar as empresas, os seus modelos de negócios, as suas demonstrações financeiras, e avaliar até que ponto os seus gestores executam o que prometem. Nesta nossa carta partilhamos parte de uma leitura recente da que é já considerada a melhor carta de sempre dirigida aos acionistas.

*"Aos nossos acionistas:*

*Na carta da Amazon aos acionistas de 1997, a nossa primeira carta, falei acerca da nossa esperança em criar uma "empresa duradoura", que reinventasse o que significa servir um cliente através do poder da internet. Observei que a Amazon tinha crescido de 158 para 614 colaboradores e que tínhamos ultrapassado os 1,5 milhões de contas de clientes. Tínhamos acabado de cotar na bolsa a um preço ajustado de 1,5 dólares por ação. Escrevi também que era o Dia 1.*

*Desde então, já percorremos um longo caminho e estamos a trabalhar mais do que nunca para servir e deliciar clientes. No ano passado, contratámos 500.000 funcionários e empregamos agora 1,3 milhões de pessoas em todo o mundo. Temos mais de 200 milhões de clientes Prime pelo mundo inteiro. Mais de 1,9 milhões de pequenas e médias empresas vendem produtos na nossa loja e representam cerca de 60% das nossas vendas a retalho. Os clientes ligaram mais de 100 milhões de casas aos nossos dispositivos Alexa. A Amazon Web Services serve milhões de clientes e terminou 2020 com uma receita anualizada de 50 biliões de dólares. Em 1997, ainda não tínhamos inventado o Prime, Marketplace, Alexa ou AWS. Não eram sequer ideias ainda e nenhuma delas estava predestinada. Corremos enormes riscos em cada uma e canalizámos suor e engenho em cada uma delas.*

*Pelo caminho, criámos 1,6 triliões de dólares de riqueza para os acionistas. Quem são eles? O vosso CEO é um deles e as minhas ações da Amazon tornaram-me rico. No entanto, mais de 7/8 das ações, que representam 1,4 triliões de riqueza, são propriedade de outros. Quem são eles? São fundos de pensões, universidades, planos de poupança reforma e são a Mary e o Larry, que me enviaram esta carta, precisamente na altura em que me preparava para escrever esta carta aos acionistas:*

5 de março de 2021

Sr. Jeff Bezos  
Executive Chairman  
Amazon.com Inc.  
410 Terry Avenue North  
Seattle, WA 98109

Caro Sr. Bezos,

Obrigado por fazer da Amazon uma empresa excepcional! Acreditamos que gostaria de saber como a Amazon beneficiou a nossa família.

Em 1997, quando a Amazon entrou em bolsa, o nosso filho Ryan tinha 12 anos e era um leitor voraz. No aniversário dele, oferecemos-lhe duas ações da sua empresa que vendia livros – não tínhamos dinheiro para mais na altura. Passado um ano, as ações tiveram um stock split de 2 para 1, depois de 3 para 1 e finalmente de 2 para 1 e o Ryan ficou com 24 ações. As ações estavam em nosso nome devido à sua idade. Pretendíamos colocá-las em nome dele, mas nunca chegámos a fazê-lo, mas ele sabia que eram dele.



Por várias vezes, ao longo dos anos, o Ryan quis liquidar as ações, mas sempre lhe dissemos que lhas comprávamos. Depois, eventualmente, acabávamos por lhas oferecer novamente. Era uma espécie de piada privada na família.

Dado o crescimento exponencial no valor das ações, decidimos dividi-las entre nós próprios e ambos os nossos filhos, Ryan e Katy.

O Ryan vai comprar casa este ano e gostaria de vender algumas ações. Antes de as vender, tivemos de converter os certificados originais em papel para um formato digital. Reparámos que o primeiro certificado tinha um número extremamente baixo. Nem consigo imaginar quantas mais ações foram emitidas desde essa data!

Anexo uma cópia do certificado original das ações de 1997 – há 24 anos. Essas duas ações tiveram uma influência maravilhosa na nossa família. Todos nós adoramos testemunhar o crescimento da Amazon ano após ano e esta é uma história que adoramos contar.

Parabéns pela sua carreira como CEO da Amazon. Nem conseguimos imaginar o esforço e o trabalho que o Sr. Bezos e a sua equipa tiveram de fazer para tornar a Amazon na empresa mais bem-sucedida e inventiva do planeta. Desejamos que tenha agora tempo para relaxar e para fazer as coisas que deseja fazer, tal como explorar o espaço!

Mal podemos esperar para ver onde a Amazon vai entregar de seguida! No Dia Seguinte em Marte!

Com os melhores cumprimentos,

Mary e Larry

*Recebo constantemente histórias parecidas. Conheço pessoas que utilizaram o dinheiro das ações da Amazon para a universidade, para emergências, casas, férias, para dar início à sua empresa, para ajudar os outros – e a lista é interminável. Tenho muito orgulho na riqueza que criámos para os acionistas. É significativa e melhora as suas vidas. No entanto, estou seguro de outra coisa: este não é o maior quinhão do valor que criámos.*

***Recordemos que os preços das ações não têm a ver com o passado. Os preços das ações são uma previsão dos cash flows futuros descontados para o presente. O mercado de ações antecipa.***

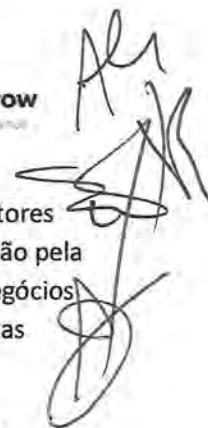
Nesta carta, Bezos continua com um exercício em que estima a riqueza que a Amazon criou em 2020 para acionistas, funcionários, vendedores e Clientes e diz:

“Resumindo:

Acionistas:	21 biliões de dólares
Funcionários:	91 biliões de dólares
Vendedores:	25 biliões de dólares
Clientes:	164 biliões de dólares
Total:	301 biliões de dólares

*Se cada grupo tivesse uma demonstração de resultados representando as suas interações com a Amazon, os números acima seriam os “lucros” dessas demonstrações de resultados. Estes números são parte da razão pela qual estas pessoas trabalham para nós, pela qual os vendedores vendem através da nossa plataforma, e pela qual os clientes compram na nossa loja. Nós criamos valor para eles. E esta criação de valor não é um jogo de soma zero. Não é apenas mover dinheiro de um bolso para outro. Se desenharmos um círculo à volta de toda a sociedade, descobrimos que a invenção está na raiz de toda a verdadeira criação de valor. E o valor criado é, no fundo, uma métrica para a inovação.”*





Este é o verdadeiro Triunfo dos Otimistas. O triunfo dos que acreditam que as empresas são os motores criadores de riqueza e de distribuição de valor para todos os intervenientes. Esta é a verdadeira razão pela qual acreditamos que os nossos Clientes podem e devem participar nestes negócios. Muitos dos negócios nos quais o Fundo está investido, são detidos pelas famílias mais ricas do mundo e fundadoras destas empresas e é nelas que têm investida a maior percentagem das suas fortunas.

Na Casa de Investimentos trabalhamos para ser o principal parceiro financeiro dos nossos Clientes, trabalhamos para ser o “**agente capitalizador**” da riqueza que nos é confiada. Isto significa que procuramos investir em negócios que têm a capacidade de capitalizar retornos ao longo de muitos anos e que conseguem criar valor para os seus colaboradores, para os seus clientes, para os seus acionistas e para a sociedade.

Pensar como um investidor **capitalizador** é muito natural para as pessoas que comprem pequenas empresas não cotadas. O investidor em empresas não cotadas concentra-se cuidadosamente num punhado de investimentos e espera que os contabilistas reportem consistentemente, no final de cada ano, que o seu capital por ação cresceu. Estes investidores não pensam em entrar e sair dos seus investimentos mensalmente ou diariamente.

Esta abordagem é tão básica que, muitas vezes, é esquecida nos mercados acionistas. Nos mercados acionistas, é muito fácil distrairmo-nos com as flutuações hora a hora e com a excitação dos corretores e dos canais financeiros com as notícias de curto prazo. Para ser um investidor capitalizador, precisamos de nos abstrair do ruído de curto prazo. Refletimos profundamente sobre os ingredientes necessários para que um negócio consiga capitalizar o valor ao longo de muitos anos. São estas as empresas que procuramos e que hoje fazem parte da nossa carteira, entre as quais a Amazon.

É importante reconhecer que o mercado acionista não é nem realidade nem verdade, mas antes o reflexo do julgamento coletivo da “multidão” com uma grande dose de irracionalidade e emoção à mistura. Para tornar isto ainda pior, o curto prazo é o máximo denominador comum. A título de exemplo, a cotação de mercado da TESLA há algumas semanas transformou-a na sexta empresa mais valiosa do mundo, apesar da sua história quase sem lucros. Contudo, para muitos investidores, este facto não é relevante. Apesar de parecer que os preços das ações se podem manter irracionais indefinidamente, os desenvolvimentos da vida real das empresas, com frequência, servem de mecanismos de reversão para o correspondente valor que geram. Muitos dos grandes excessos de 2020 e 2021 estão já com correções muito substanciais. Muitas empresas, há meses tão “queridas” pelos investidores, viram a sua cotação cair 70% a 80% nas primeiras semanas de 2022. Cerca de 42% das empresas do Nasdaq já corrigiram mais de 50% dos máximos recentes.

Gerimos o dinheiro dos nossos Clientes como gostávamos que fizessem com o nosso. Ao longo deste documento, dizemos o que pensamos e o que fazemos. Dizemos e investimos com os nossos Clientes, nos mesmos negócios, na mesma proporção. Toda a Equipa da CASA investe no fundo **Casa Global Value PPR**.

Trabalhamos para nos tornarmos no maior parceiro financeiro dos nossos Clientes. Para o conseguirmos, promovemos um relacionamento justo, dedicamos recursos consideráveis à divulgação de conhecimento e comunicamos com clareza e regularidade. É nossa convicção que, entendendo como tomamos decisões de investimento, se construirá uma relação de confiança e nos entregarão uma fatia maior do Vosso esforço do trabalho e poupança.

É um privilégio e uma honra para a Casa de Investimentos poder gerir o dinheiro de Famílias e de investidores institucionais. Nós, acionistas-gestores e quadros da CASA, estamos verdadeiramente

comprometidos com o longo-prazo e é esse compromisso que torna possível manter uma perspetiva de investimento de anos, que resultará em retornos mais elevados para o benefício de todos.

O nosso objetivo é criar uma legião de investidores que se identifique com a filosofia de investimento em valor, um horizonte de investimento de longo prazo e o investimento em ações. Procuramos que nos entreguem o dinheiro paciente que nos permitam, investindo num conjunto limitado de excelentes negócios mundiais, capitalizar os valores que nos são entregues e prestar contas com regularidade.

Prevalecemo-nos desta oportunidade para deixar um convite a todos os Clientes para estarem presentes na primeira **ASSEMBLEIA ANUAL DE CLIENTES 2022**, já no próximo dia 28 de maio, que se realizará no Salão Medieval da Reitoria da Universidade do Minho, em Braga.

Concluindo, ainda não somos uma legião. Precisamos da Vossa ajuda - junto dos Vossos familiares, amigos e colegas de trabalho – para o conseguirmos. A Vossa confiança e apoio fortalecem a nossa vontade e propósito de proteger e valorizar os patrimónios que nos confiam. Tudo faremos para que se mantenham connosco, para que se sintam seguros e para que esta seja uma parceria rentável a longo prazo. Contamos convosco para criarmos uma legião de investidores em valor.

Aos nossos Clientes deixamos um agradecimento muito especial pela confiança e pelas recomendações que fazem da nossa CASA. Muito obrigada.

Com consideração, apresentamos os melhores cumprimentos,



Emília Oliveira Vieira  
*Chief Executive Officer & Chairman*

***Trabalhamos para que os nossos Clientes sejam Clientes antigos***





## **Demonstrações Financeiras**

**Exercício findo em 31 de dezembro de 2021**

# Balanco (Demonstração da Posição Financeira) em 31 de dezembro de 2021

ATIVO				CAPITAL E PASSIVO			
Código	DESIGNAÇÃO	Notas	2021		2020		
			Mais-valias	Menos-valias	Ativo líquido	Ativo líquido	
22	CARTEIRA DE TÍTULOS						
	Ações	3	26.668.128	(1.912.881)	27.719.518	5.413.915	
	TOTAL DA CARTEIRA DE TÍTULOS		26.668.128	(1.912.881)	27.719.518	5.413.915	
	TERCEIROS						
413+...+419	Outras contas de devedores	18	211.773	-	211.773	128.170	
	TOTAL DE VALORES A RECEBER		211.773	-	211.773	128.170	
	DISPONIBILIDADES						
	Depósitos à ordem	3	1.903.150	-	1.903.150	584.380	
12	TOTAL DAS DISPONIBILIDADES		1.903.150	-	1.903.150	584.380	
TOTAL DO ATIVO			28.783.051	(1.912.881)	29.834.441	6.126.465	
Número total de unidades de participação em circulação - Classe Founder							195.099,69
Número total de unidades de participação em circulação - Classe Prime							28.997,11
Número total de unidades de participação em circulação - Classe Founder							49.451,99
Número total de unidades de participação em circulação - Classe Prime							28.997,11
TOTAL DO CAPITAL E DO PASSIVO							6.126.465
Número unitário da unidade de participação (€) - Classe Founder							134,7450
Número unitário da unidade de participação (€) - Classe Prime							100,4974
TOTAL DO CAPITAL E DO PASSIVO							115,3100

As notas anexas fazem parte integrante destes balanços.

O Contabilista Certificado.

O Conselho de Administração



## Demonstração de Resultados para o exercício findo em 31 de Dezembro de 2021

CUSTOS E PERDAS					PROVEITOS E GANHOS				
Código	DESIGNAÇÃO	Notas	2021	2020	Código	DESIGNAÇÃO	Notas	2021	2020
CUSTOS E PERDAS CORRENTES									
	Comissões e taxas					PROVEITOS E GANHOS CORRENTES			
722+723	Da carteira de títulos e outros ativos	5	22.984	1.581	811+814+817+818	Juros e proveitos equiparados			
724+...+728	Outras operações correntes	5	262.516	9.492		De operações correntes	5	225	7
	Perdas em operações financeiras				822+...+824/5	Rendimentos de títulos e outros ativos			
732+733	Na carteira de títulos e outros ativos	5	1.975.344	81.549		Da carteira de títulos e outros ativos	5	98.791	2.259
731+738	Outras operações correntes	5	127.032	7.641	832+833	Ganhos Em Operações Financeiras			
	Impostos				831+838	Na carteira de títulos e outros ativos	5	3.755.977	267.394
7411+7421	Imposto sobre o rendimento de capitais e incrementos patrimoniais	9	21.143	767		Outras operações correntes	5	71.164	15.470
7412+7422	Impostos indiretos	9	10.706		87	Outros proveitos e ganhos	5	1.429	-
	TOTAL DOS CUSTOS E PERDAS CORRENTES (A)		2.419.725	101.031		TOTAL DOS PROVEITOS E GANHOS CORRENTES (B)		3.927.585	285.131
66	RESULTADO LIQUIDO DO EXERCÍCIO (se > 0)		1.507.860	184.100	66	RESULTADO LIQUIDO DO EXERCÍCIO (se < 0)			
	TOTAL		3.927.585	285.131		TOTAL		3.927.585	285.131
Resultados da carteira de títulos									
(8x2/3/4/5)-(7x2/3)	Resultados das operações extrapatrimoniais		1.539.485	184.860	D-C	Resultados eventuais		-	-
8x9-7x9	Resultados correntes		1.507.860	184.100	B+D-A-C+74 C+7411/8+7421/8	Resultados antes de imposto sobre o rendimento		1.529.003	184.867
B-A						Resultados líquido do exercício		1.507.860	184.100

O Anexo faz parte integrante destas demonstrações.

O Contabilista Certificado



O Conselho de Administração



**Demonstração dos Fluxos de Caixa**  
**para o exercício findo em 31 de Dezembro de 2021**

	2021	2020
<b>OPERAÇÕES SOBRE AS UNIDADES DO OIC</b>		
RECEBIMENTOS:		
Subscrição de unidades de participação	22.242.422	5.642.457
PAGAMENTOS:		
Resgates de unidades de participação	(194.838)	(1.300)
<b>Fluxo das operações sobre as unidades do OIC</b>	<b>22.047.583</b>	<b>5.641.157</b>
<b>OPERAÇÕES DA CARTEIRA DE TÍTULOS E OUTROS ATIVOS</b>		
RECEBIMENTOS:		
Venda de títulos e outros ativos	3.404.855	18.366
Rendimento de títulos e outros ativos	74.091	1.330
Outros recebimentos relacionados com a carteira	1.429	
PAGAMENTOS:		
Compra de títulos e outros ativos	(23.750.143)	(5.072.218)
Comissões de corretagem	(23.418)	(1.525)
Outras taxas e comissões	(5.102)	(1.056)
<b>Fluxo das operações da carteira de títulos e outros ativos</b>	<b>(20.298.288)</b>	<b>(5.055.103)</b>
<b>OPERAÇÕES A PRAZO E DE DIVISAS</b>		
RECEBIMENTOS:		
Recebimentos em operações cambiais	-	453
PAGAMENTOS:		
Pagamentos em operações cambiais	(195.015)	-
<b>Fluxo das operações a prazo e de divisas</b>	<b>(195.015)</b>	<b>453</b>
<b>OPERAÇÕES GESTÃO CORRENTE</b>		
RECEBIMENTOS:		
Juros de depósitos bancários	225	7
PAGAMENTOS:		
Comissão de gestão	(215.461)	(2.135)
Comissão de depósito	(12.677)	
Impostos e taxas	(1.201)	
Outros pagamentos correntes	(6.396)	
<b>Fluxo das operações de gestão corrente</b>	<b>(235.510)</b>	<b>(2.127)</b>
<b>Saldos dos fluxos de caixa do período</b>	<b>1.318.770</b>	<b>584.380</b>
<b>Disponibilidades no início do período</b>	<b>584.380</b>	<b>-</b>
<b>Disponibilidades no fim do período</b>	<b>1.903.150</b>	<b>584.380</b>

As notas anexas fazem parte integrante da demonstração de fluxos de caixa

O Contabilista Certificado

Casa Global Value PPR Ações | Relatório e Contas 2021

O Conselho de Administração

*Emília Faria*  
*Pedro Albuquerque*  
*André*  
*António*  
 32





## ANEXOS

## DIVULGAÇÕES

**Anexo às Demonstrações Financeiras** em 31 de dezembro de 2021 (montantes expressos em euros)

## INTRODUÇÃO

O **Fundo Casa Global Value PPR/OICVM Fundo de Investimento Mobiliário Aberto de Ações de Poupança Reforma** (adiante também designado por “Fundo” ou “OIC”) foi autorizado pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários em 10 de julho de 2020, tendo concedido ao Fundo o nº. 1637 e tendo iniciado a sua atividade em 1 de outubro de 2020.

O Fundo é administrado, gerido e representado pela **Casa de Investimentos - Gestão de Patrimónios e Fundos de Investimento - SGOIC, S.A.** (Sociedade Gestora).

As demonstrações financeiras foram preparadas com base nos registos contabilísticos do OIC, mantidos de acordo com o Plano de Contas dos Organismos de Investimento Coletivo, estabelecido pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, e regulamentação complementar emitida por esta entidade, no âmbito das competências que lhe estão atribuídas através da Lei nº. 16/2015, de 24 de fevereiro.

As notas que se seguem respeitam a numeração sequencial definida no Plano de Contas dos Organismos de Investimento Coletivo. As notas cuja numeração se encontra ausente não são aplicáveis, ou a sua apresentação não é relevante para a leitura das demonstrações financeiras anexas.

### Especialização de períodos

O OIC regista as suas receitas e despesas de acordo com o princípio da especialização de períodos, sendo reconhecidas à medida que são geradas, independentemente do momento do seu recebimento ou pagamento.

Os juros de aplicações são registados pelo montante bruto na rubrica “Juros e proveitos equiparados”.

Os juros corridos relativos a títulos adquiridos são registados na rubrica “Juros e custos equiparados”, atendendo a que a periodificação dos juros a receber é efetuada desde o início do período de contagem de juros dos respetivos títulos.

### Continuidade

O OIC opera continuamente, com duração ilimitada, não tendo intenção nem necessidade de entrar em liquidação.

### Consistência

O OIC não altera as suas regras, princípios, critérios e políticas contabilísticas de um período para o outro. Se o fizer e o efeito for materialmente relevante, deve referir o facto nas divulgações.

### Materialidade

As demonstrações financeiras do OIC evidenciam todos os elementos que sejam de interesse, relevantes (qualitativa e quantitativamente) e possam afetar avaliações ou decisões pelos utilizadores interessados.

### Substância sobre a forma

As operações são contabilizadas atendendo à sua substância, à realidade financeira e não apenas à sua forma documental ou legal.

### NOTA 1 - CAPITAL DO FUNDO

O capital do Fundo é composto por unidades de participação (UP's) que conferem aos seus titulares o direito de propriedade sobre os valores do Fundo, proporcionalmente ao número de unidades que representam.

O movimento ocorrido no capital do Fundo durante o exercício de 2021 apresenta o seguinte detalhe:

Descrição	No Início	Subscrições	Resgates	Distribuição de Resultados	Outros	Resultados do Exercício	No Fim
Valor base	4.945.200	17.609.187	-144.699				22.409.688
Diferença p/Valor Base	573.008	4.578.324	-50.140				5.101.193
Resultados distribuídos					184.100		184.100
Resultados acumulados					-184.100	1.507.860	1.507.860
Resultados do período	184.100						
<b>S O M A</b>	<b>5.702.307</b>	<b>22.187.511</b>	<b>-194.838</b>			<b>1.507.860</b>	<b>29.202.841</b>
<b>Founder</b>							
Nº de unidades participação	49.451,99	147.094,68	-1.446,99				195.099,69
Valor unidade participação	115,31	130,8581	134,6510				134,75
<b>Prime</b>							
Nº de unidades participação		28.997,11					28.997,11
Valor unidade participação		101,3543					100,50

A evolução do valor do Fundo durante o exercício de 2021 foi o seguinte:

#### **Categoria FOUNDER** (Valores em Euro)

EVOLUÇÃO DO OIC		VLGF	VALOR U.P.	N.º de U.Ps em Circulação
2021	31/12/2021	26.288.708	134,7450	195.099,69
	30/09/2021	22.221.745	131,3268	169.209,54
	30/06/2021	17.758.219	135,3625	131.190,05
	31/03/2021	11.271.533	127,8272	88.177,91
2020	31/12/2020	5.702.307	115,3100	49.451,99

#### **Categoria PRIME** (Valores em Euro)

EVOLUÇÃO DO OIC		VLGF	VALOR U.P.	N.º de U.Ps em Circulação
2021	31/12/2021	2.914.133	100,4974	28.997,11
	30/09/2021			
	30/06/2021			
	31/03/2021			



Em 31 de dezembro de 2021, o número de participantes em função do valor líquido global do Fundo apresenta o seguinte detalhe:

Escalões	N.º participantes
UPs >= 25%	0
10% <= UPs < 25%	0
5% <= UPs < 10%	0
2% <= UPs < 5%	0
0.5% <= UPs < 2%	35
UPs < 0.5%	2120
<b>TOTAL</b>	<b>2155</b>



## NOTA 2 - VOLUME DE TRANSAÇÕES

O volume de transações ocorrido durante o exercício de 2021 foi o seguinte:

Descrição	COMPRAS (1)		VENDAS (2)		TOTAL (1)+(2)	
	Mercado	Fora mercado	Mercado	Fora mercado	Mercado	Fora mercado
Ações	20.783.997,74	3.173.587,92	3.404.855,40	-	24.188.853,14	3.173.587,92

Durante o exercício de 2021 foram cobradas as seguintes comissões de subscrição e resgate:

Descrição	VALOR	COMISSÕES COBRADAS
Subscrições	22.187.511,49	0,00
Resgates	194.838,21	1.428,62

## NOTA 3 - CARTEIRA DE TÍTULOS E DISPONIBILIDADES

O detalhe da carteira de títulos em 31 de dezembro de 2021 é apresentado como se segue:



Descrição	Preço de aquisição	Mais valias	Menos valias	Valor da carteira	Juros corridos	SOMA
<b>1. VALORES MOBILIÁRIOS COTADOS</b>						
Mercado de Bolsa de Estados Membros UE						
- Ações						
Anheuser-Busch InBev SA/NV	1.434.732	0	-38.594	1.396.138	0	1.396.138
Airbus SE	1.372.907	157.998	0	1.530.905	0	1.530.905
Bayer AG-REG	802.932	0	-48.112	754.820	0	754.820
Indústria de Diseño Textil	742.379	13.352	0	755.731	0	755.731
Porsche Automobil HLDG-PRF	0	0	0	0	0	0
Ryanair Holdings Plc	866.429	0	-12.078	854.351	0	854.351
Adidas AG	756.997	0	-59.178	697.819	0	697.819
Cellnex Telecom S.A.	865.010	0	-34.205	830.805	0	830.805
Mercados de Bolsa de Estados Não Membros UE						
- Ações						
Alphabet Inc-CL C	2.096.364	660.288	0	2.756.652	0	2.756.652
Microsoft Corp	905.136	309.072	0	1.214.208	0	1.214.208
Medtronic PLC	939.386	51.529	-119.911	871.004	0	871.004
Alibaba Group Holding-SP ADR	1.797.664	97.199	-793.701	1.101.162	0	1.101.162
Amazon.com Inc.	2.109.874	118.711	0	2.228.585	0	2.228.585
AerCap Holdings NV	482.612	113.538	0	596.150	0	596.150
Aryzta AG	0	0	0	0	0	0
Bank of America CORP	0	0	0	0	0	0
Booking Holdings Inc	1.325.608	176.294	0	1.501.902	0	1.501.902
Berkshire Hathaway Inc-CL B	0	0	0	0	0	0
Walt Disney Co/The	1.271.599	58.386	-110.120	1.219.865	0	1.219.865
Fox Corp - Class B	0	0	0	0	0	0
Mastercard Inc - A	907.212	76.271	0	983.482	0	983.482
McKesson Corp.	0	0	0	0	0	0
Qualcomm Inc.	819.370	275.654	0	1.095.024	0	1.095.024
Synchrony Financial	0	0	0	0	0	0
Visa Inc - Class A Shares	886.775	37.964	0	924.739	0	924.739
Temenos AG - Reg	521.746	23.575	-1.272	544.049	0	544.049
Adobe Inc.	456.295	35.865	0	492.160	0	492.160
Intuitive Surgical, Inc.	821.764	96.313	0	918.077	0	918.077
Nvidia Corporation	832.126	518.972	0	1.351.099	0	1.351.099
Illumina, Inc.	485.552	11.655	-62.217	434.990	0	434.990
StoneCo Ltd. - A	471.410	16.373	-271.295	216.489	0	216.489
Salesforce.com, Inc.	861.526	32.043	-54.173	839.396	0	839.396
<b>2. OUTROS VALORES</b>						
Val.mobiliários não cotados						
- Ações						
Tencent	1.834.722	83.219	-308.025	1.609.916	0	1.609.916
<b>TOTAL</b>	<b>26.668.128</b>	<b>2.964.271</b>	<b>-1.912.881</b>	<b>27.719.518</b>	<b>0</b>	<b>27.719.518</b>

O movimento ocorrido nas rubricas de disponibilidades durante o exercício de 2021 foi o seguinte:

Contas	Saldo inicial	Aumentos	Reduções	Saldo final
Caixa				
Depósitos à ordem	584.380	25.723.021	-24.404.251	1.903.150
Depósitos a prazo e com pré-aviso				
Certificados de depósito				
Outras contas de disponibilidades				
<b>Total</b>	<b>584.380</b>	<b>25.723.021</b>	<b>-24.404.251</b>	<b>1.903.150</b>

No final do ano de 2021, os depósitos à ordem encontravam-se domiciliados no Banco BIG com um valor total de 1.903.149,83 Euros.



## NOTA 4 - CRITÉRIO DE VALORIZAÇÃO DOS ATIVOS E PRINCÍPIOS CONTABILÍSTICOS

### Carteira de títulos

As compras de títulos são registadas na data da transação, pelo valor efetivo de aquisição. Os valores mobiliários em carteira são avaliados ao seu valor de mercado de acordo com as seguintes regras:

#### **1. Momento de referência da valorização:**

a) O valor da unidade de participação é calculado diariamente nos dias úteis e determina-se pela divisão do valor líquido global do Fundo pelo número de unidades de participação em circulação. O valor líquido global do organismo de investimento coletivo é apurado deduzindo à soma dos valores que o integram, o montante de comissões e encargos suportados até ao momento da valorização da carteira. O valor líquido global do Fundo é apurado deduzindo à soma dos valores que o integram os encargos efetivos ou pendentes, até à data da valorização da carteira, designadamente: despesas relativas à compra e venda de ativos, encargos legais e fiscais, a taxa de supervisão, a comissão de gestão, a comissão de depósito e os custos das auditorias legalmente exigidas.

b) Indicação do momento do dia relevante para:

- Efeitos da valorização dos ativos que integram o património do organismo de investimento coletivo: Na valorização diária dos ativos que integram o património do Fundo, tendo em vista o cálculo do valor da unidade de participação a divulgar no dia útil seguinte, os preços aplicáveis e composição da carteira serão determinados às 22 horas de cada dia útil.
- A determinação da composição da carteira: Na determinação da composição da carteira, são consideradas todas as transações efetuadas e confirmadas, até esse momento.

c) Indicação dos critérios considerados para efeitos de valorização dos ativos negociados em mercados regulamentados (último preço, preço de fecho ou de referência), bem como para aferição dos pressupostos e elementos utilizados na valorização dos ativos não negociados em mercado regulamentado. O critério considerado para efeitos de valorização dos ativos negociados em mercado é o constante no ponto seguinte.

#### **2. Regras de valorimetria e cálculo do valor da unidade de participação:**

a) Valores negociados num mercado regulamentado:

1. Os valores mobiliários, os instrumentos derivados e os restantes instrumentos negociados em mercado regulamentado, são valorizados ao último preço verificado no momento de referência, difundido através da Bloomberg ou da Reuters ou outras fontes consideradas credíveis pela Sociedade Gestora.
2. Os valores mobiliários, os instrumentos derivados e os restantes instrumentos negociados em mais do que um mercado regulamentado, são valorizados aos preços praticados no mercado onde os mesmos são normalmente transacionados pela Entidade Responsável pela Gestão.
3. Os valores mobiliários, os instrumentos derivados e os restantes instrumentos negociados em mercado regulamentado que não sejam transacionados nos 15 dias que antecedem a respetiva avaliação são equiparados a valores não negociados em mercado regulamentado, para efeitos de valorimetria.



Am

4. Tratando-se de instrumentos do mercado monetário, sem instrumentos financeiros derivados incorporados, que distem menos de 90 dias do prazo de vencimento, pode a Entidade Responsável pela Gestão considerar para efeitos de avaliação o modelo do custo amortizado, desde que:
    - i. os instrumentos do mercado monetário possuam um perfil de risco, incluindo riscos de crédito e de taxa de juro, reduzido;
    - ii. a detenção dos instrumentos do mercado monetário até à maturidade seja provável ou, caso esta situação não se verifique, seja possível em qualquer momento que os mesmos sejam vendidos e liquidados pelo seu justo valor;
    - iii. se assegure que a discrepância entre o valor resultante do método do custo amortizado e o valor de mercado não é superior a 0,5%.
  5. Para valorização dos ativos cotados em moeda estrangeira será considerada a taxa de câmbio de referência do euro divulgada pelo Banco Central Europeu referente ao dia de valorização da carteira.
- b) Valores não negociados num mercado regulamentado:
1. A data de referência considerada para efeitos de avaliação de instrumentos financeiros não negociados em mercado regulamentado não dista mais de 15 dias da data de cálculo do valor das unidades de participação.
  2. Os critérios de avaliação de instrumentos financeiros não negociados em mercado regulamentado, a fixar pela entidade responsável pela gestão, consideram toda a informação relevante sobre o emitente e as condições de mercado vigentes no momento de referência da avaliação e têm em conta o justo valor desses instrumentos.
  3. Para efeitos do número anterior, a entidade responsável pela gestão adota critérios que tenham por base o valor médio das ofertas de compra e de venda firmes ou, na impossibilidade da sua obtenção:
    - i. O valor médio das ofertas de compra e de venda difundidas através de entidades especializadas, caso as mesmas se apresentem em condições normais de mercado, nomeadamente tendo em vista a transação do respetivo instrumento financeiro;
    - ii. O valor médio das ofertas de compra difundidas através de entidades especializadas, caso não se verifiquem as condições referidas na alínea anterior.
  4. Apenas são elegíveis para efeitos do número anterior:
    - i. As ofertas de compra firmes de entidades que não se encontrem em relação de domínio ou de grupo, nos termos previstos nos artigos 20.º e 21.º do Código dos Valores Mobiliários, com a entidade responsável pela gestão;
    - ii. As médias que não incluam valores resultantes de ofertas das entidades referidas na alínea anterior e cuja composição e critérios de ponderação sejam conhecidos.
  5. Na impossibilidade de aplicação do n.º 3, a entidade responsável pela gestão recorre a modelos de avaliação independentes, utilizados e reconhecidos nos mercados financeiros, assegurando-se que os pressupostos utilizados na avaliação têm aderência a valores de mercado.
  6. A avaliação de instrumentos financeiros estruturados nos termos do número anterior é efetuada tendo em consideração cada componente integrante desse instrumento.
  7. A avaliação referida no n.º 5, pode ser efetuada por entidade subcontratada pela Sociedade Gestora, porquanto esta última define e examina periodicamente os pressupostos dos modelos de avaliação utilizados.
  8. Tratando-se de instrumentos financeiros em processo de admissão a um mercado regulamentado, pode a entidade responsável pela gestão adotar critérios que tenham por base a



avaliação de instrumentos financeiros da mesma espécie emitidos pela mesma entidade e que se encontrem admitidos à negociação, tendo em conta as características de fungibilidade e liquidez entre as emissões.

9. Em derrogação do disposto no n.º 1, as unidades de participação, são avaliadas ao último valor conhecido e divulgado pela respetiva Entidade Responsável pela Gestão:

- i. Desde que a data de divulgação do mesmo não diste mais de 3 meses da data de referência; ou
- ii. Desde que, distando a data de divulgação do mesmo mais de 3 meses da data de referência, tal valor é o que reflete o justo valor atendendo às especificidades dos Fundos de investimento mobiliário em que o Fundo invista.

10. Os instrumentos financeiros derivados OTC são valorizados ao valor de oferta de compra ou venda firme (consoante, se trate, respetivamente, de posições longas ou curtas) de entidades financeiras credíveis, obtidas diretamente ou difundidas através de meios de informação especializados como sejam a Bloomberg ou a Reuters. Na impossibilidade da sua obtenção será utilizado o valor médio das ofertas de compra ou venda (consoante se tratem, respetivamente, de posições longas ou curtas), difundidas pelos meios de informação especializados. Em qualquer dos casos não são elegíveis ofertas ou médias de ofertas que incluam valores de ofertas de entidades que se encontrem em relação de domínio ou de grupo com a Entidade Responsável pela Gestão, nos termos dos artigos 20.º e 21.º do Código dos Valores Mobiliários, ou cuja composição e critérios de ponderação não sejam conhecidos.

11. Tratando-se de contratos *forwards* cambiais, serão considerados para o apuramento do seu valor, a respetiva taxa de câmbio spot, as taxas de juro a prazo das respetivas moedas e o prazo remanescente do contrato.

#### **Comissões e encargos a suportar pelos participantes do organismo de investimento coletivo**

- Comissão de Subscrição 0%
- Comissão de Transferência 0%
- Comissão de Reembolso:
  - 2% até um ano sobre a data de subscrição. Este valor reverte a favor do Fundo.
  - 0% após 1 ano sobre a data de subscrição.
  - Durante o primeiro ano após a constituição do Fundo os participantes estão isentos de Comissão de Reembolso.

#### **Comissão de Gestão**

a. Valor da comissão – a comissão de gestão está fixada por CLASSE:

- i. Classe Prime 1,50%;
- ii. Classe Founders 1,30%;

b. Modo de cálculo da comissão: diariamente sobre o valor líquido global do Fundo, antes das comissões de gestão/depósito, tratando-se de uma taxa nominal.

c. Condições de cobrança da comissão: no final do mês.

#### **Comissão de Depósito**

a. O valor da comissão é de 0,08% ao ano.

b. Modo de cálculo da comissão: diariamente sobre o valor líquido global do Fundo, antes das comissões de gestão/depósito, tratando-se de uma taxa nominal.

c. Condições de cobrança da comissão: no final do mês.

### Regime fiscal

Os rendimentos obtidos por Fundos Poupança Reforma, constituídos e que operem de acordo com a legislação nacional, estão isentos de tributação em sede de Imposto sobre o Rendimento, de acordo com o definido no artigo 21º do Estatuto dos Benefícios Fiscais (EBF). Poderão ser tributados autonomamente, à taxa de 21,5%, os lucros distribuídos por entidades sujeitas a IRC, quando as partes sociais a que respeitam os lucros não tenham permanecido na titularidade do Fundo, de modo ininterrupto, durante o ano anterior à data da sua colocação à disposição e não venham a ser mantidas durante o tempo necessário para completar esse período.

### **NOTA 5 - RESULTADOS OBTIDOS**

Os resultados obtidos pelo Fundo no exercício de 2021 são compostos pelas seguintes rubricas:

#### PROVEITOS

Natureza	Ganhos de capital			GANHOS COM CARÁTER DE JURO		Rendimento de Títulos	Soma
	Mais Valias Potenciais	Mais Valias Efetivas	Soma	Juros Vencidos	Juros ocorridos		
<b>OPERAÇÕES "À VISTA"</b>							
Ações	2.915.642	840.334	3.755.977			98.791	98.791
Obrigações							
Títulos de participação							
Unidades de participação							
Instr. de dívida de c/ prazo							
Outros ativos							
Cambiais em disponibilidades	11	71.153	71.164				
Depósitos						225	225

#### CUSTOS

Natureza	Perdas de Capital			JUROS E COMISSÕES SUPORTADOS			Total
	Menos Valias Potenciais	Menos Valias Efetivas	Soma	Juros vencidos e comissões	Juros ocorridos	Soma	
<b>OPERAÇÕES "À VISTA"</b>							
Ações	1.966.020	9.323	1.975.344				1.975.344
Cambiais em disponibilidades	2.233	124.799	127.032				127.032
Depósitos							0
<b>COMISSÕES</b>							0
De Gestão				234.507		234.507	234.507
De Depósito				13.749		13.749	13.749
Taxa de Supervisão				2.605		2.605	2.605
Carteira de títulos				22.984		22.984	22.984
Outras				11.655		11.655	11.655
<b>TOTAL</b>	<b>1.968.254</b>	<b>134.122</b>	<b>2.102.376</b>	<b>285.500</b>	<b>0</b>	<b>285.500</b>	<b>2.387.876</b>

### **NOTA 9 – IMPOSTOS E TAXAS**

Durante o exercício de 2021 e 2020, foram cobrados os impostos que se seguem:

Conta	Descrição	31/dez/21	31/dez/20
7411	Imposto sobre o Rendimento de Capitais e Incrementos Patrimoniais	21.143	462
7412	Imposto de selo	10.706	306
	<b>TOTAL</b>	<b>31.849</b>	<b>767</b>



#### NOTA 11 – EXPOSIÇÃO AO RISCO CAMBIAL

Em 31 de dezembro de 2021 o fundo apresenta os seguintes valores ao câmbio diferente do Euro:

Moedas	À Vista	A Prazo				Total a prazo	Posição Global
		Futuros	Forwards	Swap	Opções		
USD	23.058.305						23.058.305
CHF	562.057						562.057
Contravalor Euro	20.902.786						20.902.786

Este valor corresponde a um depósito à ordem no Banco BIG.

#### NOTA 13 – EXPOSIÇÃO AO RISCO DE COTAÇÕES

Em 31 de dezembro de 2021 a exposição ao risco de cotações pode resumir-se da seguinte forma:

AÇÕES E VALORES SIMILARES	MONTANTE	EXTRA-PATRIMONIAIS		Saldo
		Futuros	Opções	
Ações	27.719.518			27.719.518

#### NOTA 15 – ENCARGOS IMPUTADOS AO FUNDO

Os encargos imputados ao Fundo durante o exercício de 2021 apresentam o seguinte detalhe:

Encargos	Classe Founders		Classe Prime	
	Valor	% VLGF*	Valor	% VLGF*
Comissão de Gestão Fixa A	231.380	1,364%		
I Selo s/ Comissão de Gestão Fixa	9.255	0,055%		
Comissão de Gestão Fixa B			3.127	1,501%
I Selo s/ Comissão de Gestão Fixa			125	0,060%
Comissão de Depósito	13.582	0,080%	167	0,080%
I Selo s/ Comissão de Depósito	543	0,003%	7	0,003%
Taxa de Supervisão	2.573	0,015%	32	0,015%
Custos de Auditoria	3.161	0,019%	39	0,019%
IVA s/ Custos de Auditoria	727	0,004%	9	0,004%
Custos de Contabilidade	2.272	0,013%	28	0,013%
IVA s/ Custos de Contabilidade	523	0,003%	6	0,003%
Outros Custos Correntes	4.831	0,028%	59	0,028%
I Selo s/ Outros Custos Correntes	193	0,001%	2	0,001%
<b>TOTAL</b>	<b>269.041</b>		<b>3.601</b>	
<b>TAXA DE ENCARGOS CORRENTES</b>		<b>1,586%</b>		<b>1,728%</b>

#### NOTA 16 – COMPARABILIDADE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

O Fundo Casa Global Value PPR foi constituído em outubro de 2020 pelo as contas do ano 2020 apenas dizem respeito a 3 meses de atividade. O presente ano de 2021 corresponde ao primeiro ano completo de atividade, o que deverá ser tido em conta na comparação entre anos.

#### NOTA 17 – ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS

Em 31 de dezembro de 2021 e de 2020, esta rubrica apresentava os seguintes valores:

<b>Acréscimo de custos</b>	<b>31/dez/21</b>	<b>31/dez/20</b>
Comissão de gestão	31.963	3.537
Comissão de depositário	1.946	324
Taxa supervisão	1.704	300
Auditoria	1.968	1.599
Contabilidade	800	800
<b>Total</b>	<b>38.381</b>	<b>6.559</b>

#### NOTA 18 – CONTAS DE TERCEIROS

Em 31 de dezembro de 2021 e de 2020, as contas de terceiros apresentavam os seguintes valores:

<b>Devedores</b>	<b>31/dez/21</b>	<b>31/dez/20</b>	<b>Credores</b>	<b>31/dez/21</b>	<b>31/dez/20</b>
Operações em mercado	568	180	Operações em mercado	207.936	139.579
Operações fora de mercado	207.368	127.532	Operações fora de mercado	207.423	155.069
Valores a receber: dividendos/juros	3.837	458	Subscrições pendentes	177.860	122.950
<b>Total</b>	<b>211.773</b>	<b>128.170</b>	<b>Total</b>	<b>593.219</b>	<b>417.598</b>

#### NOTA 19 – OUTRAS INFORMAÇÕES RELEVANTES

Ao longo de 2021 continuaram a fazer-se sentir os efeitos do vírus COVID-19, que havia sido declarado pandémico pela Organização Mundial de Saúde em março de 2020. O progresso em termos de vacinação permitiu a redução progressiva das medidas sanitárias e de confinamento, de forma que durante o exercício findo em 31 de dezembro de 2021, a COVID-19 teve impactos pouco significativos na atividade do fundo, sendo de assinalar apenas a redução dos contactos presenciais sem, no entanto, interromper qualquer dos serviços prestados.

Após o encerramento de contas, a Rússia lançou a 24 de fevereiro de 2022 uma invasão militar sobre a Ucrânia, num ato que foi veementemente condenado pela comunidade internacional e que resultou em pesadas sanções económicas ao país agressor. Em resultado destas medidas, muitas entidades estrangeiras decidiram reduzir ou abandonar as relações comerciais com a Rússia, além de que os receios de quebras de fornecimento provocaram fortes subidas em vários preços de bens energéticos e alimentares. Por isso, foi observado um claro aumento da volatilidade dos mercados acionistas, com efeitos na valorização dos títulos em carteira no Fundo. Todas as posições em carteira foram analisadas em termos de exposição ao conflito e efeitos colaterais. Concluiu-se que a atividade nos países em conflito é reduzida, com o peso da referida área geográfica no volume de negócios a ser inferior a 10% em todas as empresas, de acordo com as informações públicas disponíveis. A Administração irá



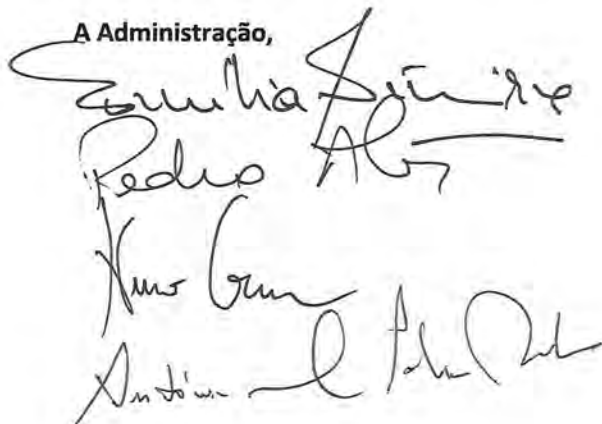
continuar a monitorizar as implicações deste conflito no negócio e facultar toda a informação necessária aos participantes no Fundo.

Braga, 13 de abril de 2022

**O Contabilista Certificado,**



**A Administração,**



## RELATÓRIO DE AUDITORIA

### RELATO SOBRE A AUDITORIA DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

#### Opinião

Auditámos as demonstrações financeiras anexas do **Fundo Casa Global Value PPR Ações Classe Founders** (adiante também designado simplesmente por Fundo), gerido pela Casa de Investimentos Gestão de Patrimónios e Fundos de Investimentos, SGOIC, SA (adiante também designada simplesmente por Entidade Gestora), que compreendem o balanço em 31 de dezembro de 2021 (que evidencia um total de 29 834 441 euros e um total de capital do fundo de 29 202 841 euros, incluindo um resultado líquido de 1 507 860 euros), a demonstração de resultados, a demonstração dos fluxos de caixa relativas ao ano findo naquela data, e o anexo às demonstrações financeiras que inclui um resumo das políticas contabilísticas significativas.

Em nossa opinião, as demonstrações financeiras anexas apresentam de forma verdadeira e apropriada, em todos os aspetos materiais, a posição financeira do **Fundo Casa Global Value PPR Ações Classe Founders** em 31 de dezembro de 2021 e o seu desempenho financeiro e fluxos de caixa relativos ao ano findo naquela data de acordo com os princípios contabilísticos geralmente aceites em Portugal para os fundos de investimento mobiliário.

#### Bases para a opinião

A nossa auditoria foi efetuada de acordo com as Normas Internacionais de Auditoria (ISA) e demais normas e orientações técnicas e éticas da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas. As nossas responsabilidades nos termos dessas normas estão descritas na secção “Responsabilidades do auditor pela auditoria das demonstrações financeiras” abaixo. Somos independentes do Fundo nos termos da lei e cumprimos os demais requisitos éticos nos termos do código de ética da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas.

Estamos convictos de que a prova de auditoria que obtivemos é suficiente e apropriada para proporcionar uma base para a nossa opinião.





## Matérias relevantes de auditoria

As matérias relevantes de auditoria são as que, no nosso julgamento profissional, tiveram maior importância na auditoria das demonstrações financeiras do período corrente. Essas matérias foram consideradas no contexto da auditoria das demonstrações financeiras como um todo, e na formação da opinião, e não emitimos uma opinião separada sobre essas matérias.

Matéria relevante de auditoria	Síntese da resposta de auditoria
<b>1. Valorização dos ativos mobiliários</b>	
A carteira de títulos corresponde a cerca de 93% do ativo, sendo a sua valorização diária determinada pela cotação dos respetivos títulos em carteira, representando as menos-valias e mais-valias potenciais uma parte significativa dos custos e proveitos reconhecidos no período. Assim, a verificação das cotações constitui uma área significativa de auditoria, sendo igualmente relevante o acompanhamento da sua evolução face à pandemia COVID-19 e à invasão militar sobre a Ucrânia. Os procedimentos adotados na valorização dos títulos em carteira são descritos na nota 4 do anexo às demonstrações financeiras.	Testes substantivos para validação da valorização dos títulos em carteira e do cálculo das respetivas mais e menos-valias potenciais, com base nas cotações.
<b>2. Cumprimento de regras e limites legais e regulamentares</b>	
A confirmação do cumprimento das regras e limites previstos no Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo, nos Regulamentos da CMVM e no Regulamento de Gestão do Fundo assume uma particular importância na auditoria, com potencial impacto na autorização do Fundo e na continuidade das suas operações.	Principais procedimentos de auditoria efetuados: (i) Análise dos procedimentos de monitorização do cumprimento das regras e limites legais e regulamentares e do cumprimento das políticas de investimento estabelecidas no Regulamento de Gestão do Fundo; (ii) Recálculo dos limites legais e regulamentares; e (iii) Verificação do impacto de eventuais situações de incumprimento, incluindo a análise das correspondentes comunicações com a CMVM.

## Responsabilidades do órgão de gestão e do órgão de fiscalização pelas demonstrações financeiras

O órgão de gestão da Entidade Gestora é responsável pela:

- (i) preparação de demonstrações financeiras que apresentem de forma verdadeira e apropriada a posição financeira, o desempenho financeiro e os fluxos de caixa do Fundo de acordo com os princípios contabilísticos geralmente aceites em Portugal para os fundos de investimento mobiliário;
- (ii) elaboração do relatório de gestão nos termos legais e regulamentares;
- (iii) criação e manutenção de um sistema de controlo interno apropriado para permitir a preparação de demonstrações financeiras isentas de distorção material devido a fraude ou erro;
- (iv) adoção de políticas e critérios contabilísticos adequados nas circunstâncias; e

- (v) avaliação da capacidade do Fundo de se manter em continuidade, divulgando, quando aplicável, as matérias que possam suscitar dúvidas significativas sobre a continuidade das atividades.

O órgão de fiscalização da Entidade Gestora é responsável pela supervisão do processo de preparação e divulgação da informação financeira do Fundo.

#### **Responsabilidades do auditor pela auditoria das demonstrações financeiras**

A nossa responsabilidade consiste em obter segurança razoável sobre se as demonstrações financeiras como um todo estão isentas de distorções materiais devido a fraude ou a erro, e emitir um relatório onde conste a nossa opinião. Segurança razoável é um nível elevado de segurança mas não é uma garantia de que uma auditoria executada de acordo com as ISA detetará sempre uma distorção material quando exista. As distorções podem ter origem em fraude ou erro e são consideradas materiais se, isoladas ou conjuntamente, se possa razoavelmente esperar que influenciem decisões económicas dos utilizadores tomadas com base nessas demonstrações financeiras.

Como parte de uma auditoria de acordo com as ISA, fazemos julgamentos profissionais e mantemos ceticismo profissional durante a auditoria e também:

- (i) identificamos e avaliamos os riscos de distorção material das demonstrações financeiras, devido a fraude ou a erro, concebemos e executamos procedimentos de auditoria que respondam a esses riscos, e obtemos prova de auditoria que seja suficiente e apropriada para proporcionar uma base para a nossa opinião. O risco de não detetar uma distorção material devido a fraude é maior do que o risco de não detetar uma distorção material devido a erro, dado que a fraude pode envolver conluio, falsificação, omissões intencionais, falsas declarações ou sobreposição ao controlo interno;
- (ii) obtemos uma compreensão do controlo interno relevante para a auditoria com o objetivo de conceber procedimentos de auditoria que sejam apropriados nas circunstâncias, mas não para expressar uma opinião sobre a eficácia do controlo interno da Entidade Gestora do Fundo;
- (iii) avaliamos a adequação das políticas contabilísticas usadas e a razoabilidade das estimativas contabilísticas e respetivas divulgações feitas pelo órgão de gestão;
- (iv) concluímos sobre a apropriação do uso, pelo órgão de gestão, do pressuposto da continuidade e, com base na prova de auditoria obtida, se existe qualquer incerteza material relacionada com acontecimentos ou condições que possam suscitar dúvidas significativas sobre a capacidade do Fundo para dar continuidade às suas atividades. Se concluirmos que existe uma incerteza material, devemos chamar a atenção no nosso relatório para as divulgações relacionadas incluídas nas demonstrações financeiras ou, caso essas divulgações não sejam adequadas, modificar a nossa opinião. As nossas conclusões são baseadas na prova de auditoria obtida até à data do nosso relatório. Porém, acontecimentos ou condições futuras podem levar a que o Fundo descontinue as suas atividades;
- (v) avaliamos a apresentação, estrutura e conteúdo global das demonstrações financeiras, incluindo as divulgações, e se essas demonstrações financeiras representam as transações e acontecimentos subjacentes de forma a atingir uma apresentação apropriada;





- (vi) comunicamos com os encarregados da governação, incluindo o órgão de fiscalização da Entidade Gestora, entre outros assuntos, o âmbito e o calendário planeado da auditoria, e as matérias relevantes de auditoria incluindo qualquer deficiência significativa de controlo interno identificada durante a auditoria;
- (vii) das matérias que comunicamos aos encarregados da governação, incluindo o órgão de fiscalização da Entidade Gestora, determinamos as que foram as mais importantes na auditoria das demonstrações financeiras do ano corrente e que são as matérias relevantes de auditoria. Descrevemos essas matérias no nosso relatório, exceto quando a lei ou regulamento proibir a sua divulgação pública; e
- (viii) declaramos ao órgão de fiscalização da Entidade Gestora que cumprimos os requisitos éticos relevantes relativos à independência e comunicamos-lhe todos os relacionamentos e outras matérias que possam ser percecionadas como ameaças à nossa independência e, quando aplicável, quais as medidas tomadas para eliminar as ameaças ou quais as salvaguardas aplicadas.

A nossa responsabilidade inclui ainda a verificação da concordância da informação constante do relatório de gestão com as demonstrações financeiras e a pronúncia sobre as matérias previstas no n.º 8 do artigo 161º do Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo.

## **RELATO SOBRE OUTROS REQUISITOS LEGAIS E REGULAMENTARES**

### **Sobre o relatório de gestão**

Em nossa opinião, o relatório de gestão foi preparado de acordo com os requisitos legais e regulamentares aplicáveis em vigor e a informação nele constante é coerente com as demonstrações financeiras auditadas, não tendo sido identificadas incorreções materiais.

### **Sobre os elementos adicionais previstos no artigo 10º do Regulamento (UE) n.º 537/2014**

Nos termos do artigo 10º do Regulamento (UE) n.º 537/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, e para além das matérias relevantes de auditoria acima indicadas, relatamos ainda o seguinte:

- (i) Fomos nomeados auditores do Fundo, pela Entidade Gestora, para um mandato compreendido entre 2020 e 2022;
- (ii) O órgão de gestão da Entidade Gestora confirmou-nos que não tem conhecimento da ocorrência de qualquer fraude ou suspeita de fraude com efeito material nas demonstrações financeiras. No planeamento e execução da nossa auditoria de acordo com as ISA mantivemos o ceticismo profissional e concebemos procedimentos de auditoria para responder à possibilidade de distorção material das demonstrações financeiras devido a fraude. Em resultado do nosso trabalho não identificámos qualquer distorção material nas demonstrações financeiras devido a fraude;
- (iii) Confirmamos que a opinião de auditoria que emitimos é consistente com o relatório adicional que preparámos e entregámos ao órgão de fiscalização da Entidade Gestora nesta data;
- (iv) Declaramos que não prestámos quaisquer serviços distintos da auditoria proibidos nos termos do artigo 5.º do Regulamento (UE) n.º 537/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho e que mantivemos a nossa independência face ao Fundo e respetiva Entidade Gestora durante a realização da auditoria; e
- (v) Informamos que não prestámos ao Fundo quaisquer serviços distintos da auditoria.

**Sobre as matérias previstas no n.º 8 do artigo 161º do Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo**

Nos termos do n.º 8 do artigo 161º do Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo, aprovado pela Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro, devemos pronunciar-nos sobre o seguinte:

- (i) O adequado cumprimento das políticas de investimentos e de distribuição dos resultados definidas no regulamento de gestão do organismo de investimento coletivo;
- (ii) A adequada avaliação efetuada pela entidade responsável pela gestão dos ativos e passivos do organismo de investimento coletivo, em especial no que respeita aos instrumentos financeiros transacionados fora de mercado regulamentado e de sistema de negociação multilateral e aos ativos mobiliários;
- (iii) O controlo das operações com as entidades referidas no n.º 1 do artigo 147º do Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo;
- (iv) O cumprimento dos critérios de valorização definidos nos documentos constitutivos e o cumprimento do dever previsto no n.º 7 do artigo 161º do Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo;
- (v) O controlo das operações realizadas fora do mercado regulamentado e de sistema de negociação multilateral;
- (vi) O controlo dos movimentos de subscrição e de resgate das unidades de participação; e
- (vii) O cumprimento dos deveres de registo relativos aos ativos não financeiros, quando aplicável.

Sobre as matérias indicadas não identificámos situações materiais a relatar.

Porto, 29 de abril de 2022



---

Paulo Jorge de Sousa Ferreira  
(ROC n.º 781, inscrito na CMVM sob n.º 20160414)  
em representação de  
**BDO & Associados, SROC, Lda.**