

2019

RELATÓRIO E CONTAS

CASA DE 
INVESTIMENTOS



Casa de Investimentos – Gestão de Patrimónios
e Fundos de Investimento, SGOIC, S.A

RELATÓRIO E CONTAS 2019

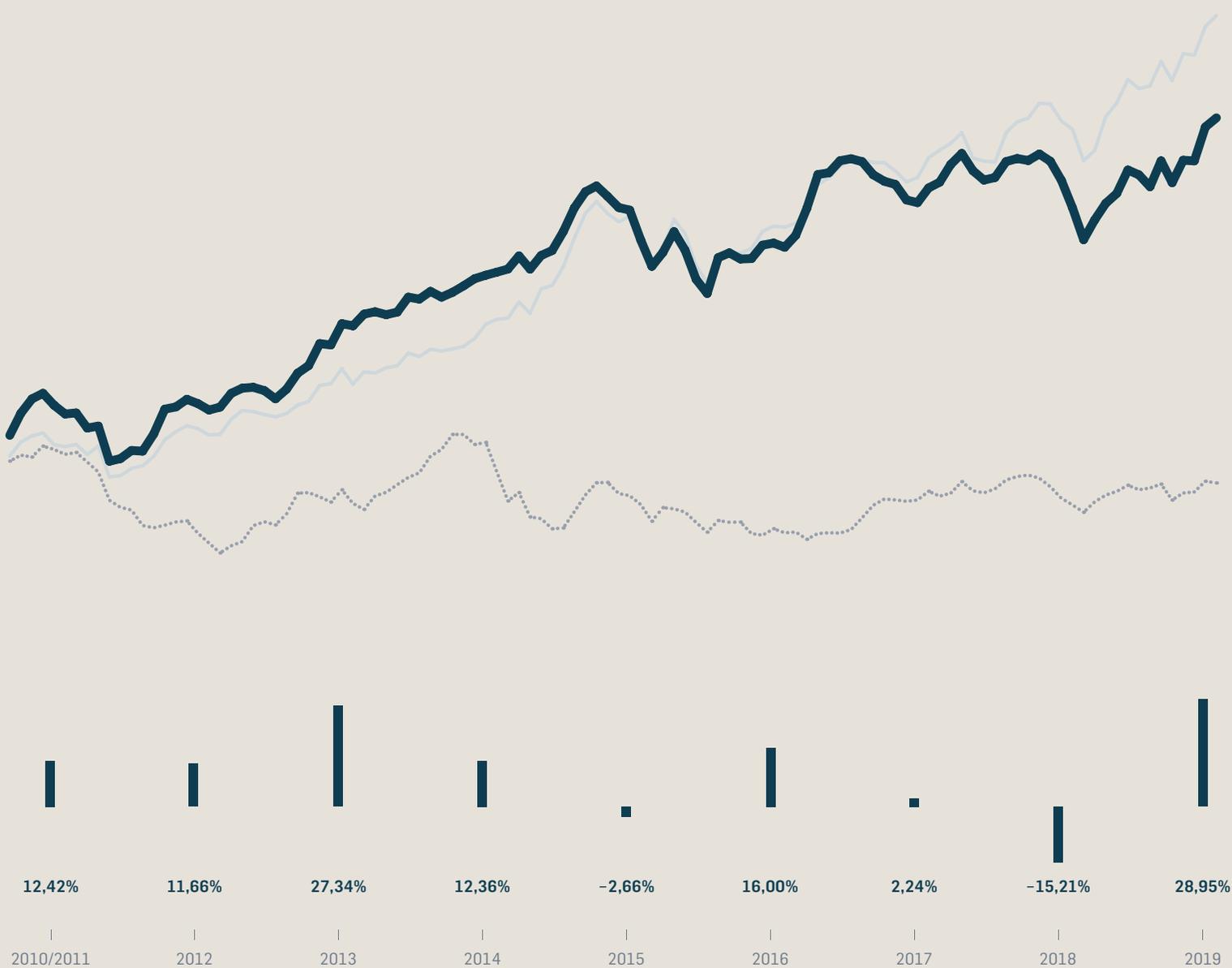
RESULTADOS A
31 DEZEMBRO DE 2019

Rentabilidade Acumulada

126,67%

Rentabilidade Média Anual

9,38%



— MSCI World

..... PSI-20

■ Casa de Investimentos



CONTEÚDOS

INTRODUÇÃO

- 7 Mensagem
- 13 Órgãos Sociais

RELATÓRIO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

CARACTERIZAÇÃO DO ANO

- 17 Introdução
- 17 Rentabilidade desde o Início da Atividade
- 19 Envolvente Macroeconómica
- 21 Mercados Financeiros
- 24 A Carteira de Investimentos em Retrospectiva

COMO INVESTIR PARA A PRÓXIMA DÉCADA

- 27 Confiança
- 31 Independência Financeira
- 33 3Ls – Horizontes de Investimento
- 37 Resiliência vs Espuma dos Dias
- 41 Da Qualidade das Empresas à Rentabilidade dos Investimentos
- 49 O Investidor Empreendedor
- 50 Aumento de Capital da Casa de Investimentos
- 51 Perspetivas e Previsões para 2020

ESTRUTURA E OPERAÇÃO

- 57 Estrutura Interna
- 58 Política de Gestão de Risco
- 59 Ações de Comunicação mais Relevantes
- 60 Autorização para Exercício de Gestão de Organismos de Investimento Colectivo
- 61 Atividade em 2019
- 62 Proposta de Aplicação de Resultados
- 63 Considerações Finais

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS E CERTIFICAÇÃO LEGAL DE CONTAS

- 69 Participações dos Membros dos Órgãos de Administração e Fiscalização
- 70 Balanço (Demonstração de Posição Financeira) em 31 de dezembro de 2019 e 31 de dezembro de 2018
- 71 Demonstração de Resultados para os Exercícios Findos em 31 de dezembro de 2019 e em 31 de dezembro de 2018
- 72 Demonstração de Fluxos de Caixa para os Exercícios Findos em 31 de dezembro de 2019 e em 31 de dezembro de 2018
- 74 Notas às Demonstrações Financeiras Individuais do Período Findo em 31 de dezembro de 2019
- 97 Certificação Legal de Contas
- 102 Relatório e Parecer do Conselho Fiscal



MENSAGEM

BRAGA, 31 DE MARÇO DE 2019

“No curto prazo aprendemos muito, a médio prazo aprendemos alguma coisa e no longo prazo não aprendemos absolutamente nada”

— JEREMY GRANTHAM

“Um pessimista vê dificuldades em cada oportunidade; um otimista vê oportunidades em cada dificuldade”

— WINSTON CHURCHILL

As nossas primeiras preocupações e pensamentos prendem-se com a saúde e bem-estar dos nossos Clientes e colaboradores, das suas famílias, dos profissionais de saúde e tantos trabalhadores que arriscam a vida para cuidar dos doentes, para que continuemos a ter os bens que precisamos para o dia-a-dia e para garantir a segurança e ordem pública.

Tínhamos praticamente concluído o Relatório & Contas deste ano quando fomos confrontados com uma das maiores ameaças de saúde pública, a nível global, da História. A velocidade e ferocidade com que se propagou terá seguramente um impacto profundo sobre a economia e a população a nível mundial. Neste contexto, o medo sobrepôs-se ao otimismo e os principais índices de ações mundiais sofreram as quedas mais rápidas das últimas 9 décadas.

Esta é uma crise muito diferente das que conhecemos do passado e não se restringe aos mercados bolsistas, a uma classe de ativos, a um

setor ou geografia. Esta é uma paragem na atividade económica mundial que produziu também grandes repercussões nos mercados de crédito, de matérias primas e nos mercados imobiliários. A rapidez com que o mundo parou quase toda a atividade económica não tem precedentes na história. Parece-nos assemelhar-se mais ao que acontece depois de um desastre natural ou de uma guerra do que à grande crise financeira de 2008, ao rebentar da bolha tecnológica de 2001 ou ao grande *crash* financeiro de 1987.

Por todo o mundo, a resposta de bancos centrais e de governos tem sido rápida e em muitos casos muito vigorosa, com políticas fiscais e monetárias que procuram evitar a destruição da atividade económica e, conseqüentemente, o desemprego em massa e uma recessão profunda. A questão agora é saber por quanto tempo estará a atividade económica quase parada e a que ritmo será retomada.

Acreditamos ser nossa responsabilidade fiduciária, assim como nossa responsabilidade ética, contribuir para a objetividade e racionalidade das análises subjacentes e que permitirão aos nossos Clientes tomar decisões ponderadas e proteger os valores a longo prazo. Acreditamos que a filosofia de investimento em valor que praticamos — quer pelo foco que colocamos na qualidade dos ativos em que investimos, quer pelo desconto com que os compramos face à nossa estimativa de valor intrínseco — nos permite antecipar que ultrapassaremos este desafio sem que a nossa tese de investimento de longo prazo se altere para o conjunto da carteira em que estamos investidos. Os mercados recuperam sempre. Não temos, contudo, qualquer ideia do tempo necessário para regressarmos à normalidade ou aos níveis de mercado em que estávamos há dois meses. Nunca na história tivemos tantos recursos tecnológicos, conhecimento e riqueza para comprometer com a resolução desta crise e fazê-lo em tempo record. É do interesse de todos a sua resolução e por isso a solução poderá chegar mais depressa do que hoje antecipamos.

Nestas mensagens do Relatório & Contas, procuramos escrever sobre os resultados do ano, sobre os princípios e regras de ouro que nos servem de “estrela polar” e que nos permitem criar uma CASA segura, construída com experiência e conhecimento e que produza valor para os seus Clientes, trabalhadores e acionistas. Esta é a ordem das prioridades desde o primeiro dia.

A Casa de Investimentos entra nesta crise com uma posição forte e capitais próprios reforçados. Embora pareça já tão distante no tempo, devemos olhar agora para a atividade de 2019. Este foi, a vários níveis, o melhor ano desde a fundação da CASA:

- Ganhámos 28,95% de rentabilidade aos nossos Clientes (líquida de comissões de transação, custódia, comissões de gestão fixa

e de performance e ainda dos impostos sobre dividendos retidos na fonte), mantendo uma liquidez média de cerca de 6%.

- Este foi o melhor ano de resultados para a CASA, a demonstrar o alinhamento de interesses com os nossos Clientes. Estes resultados e os valores em reservas permitem-nos cumprir com a determinação dos acionistas em aumentar o Capital Social para dois milhões de euros já nos primeiros meses de 2020.
- Reforçámos os quadros da CASA, para uma equipa de 15 elementos e continuaremos a fazê-lo, antecipando o crescimento da nossa atividade. Destacamos a entrada para a Administração e estrutura acionista do Engº Nuno Lopes Gama para coordenar as áreas tecnológicas, marketing, comunicação, melhoramento contínuo e plataforma online. O seu extraordinário percurso profissional, integridade, princípios e visão de longo prazo são uma enorme mais valia para a CASA e para os nossos Clientes.
- O aumento de 47% dos valores em gestão permitiu-nos, já em final do ano, baixar os custos de negociação e custódia junto dos nossos intermediários financeiros, cujos beneficiários são os nossos Clientes.

Em novembro de 2019, a CASA foi notificada pela CMVM da obtenção de autorização para exercício de gestão de organismos de investimento coletivo em valores mobiliários e de organismos de investimento alternativo em valores mobiliários. Estamos agora muito bem posicionados para servir *Family Offices* e as suas estruturas de organização patrimonial, clientes institucionais e sobretudo, fazê-lo a preços sensatos.

O objetivo para 2020 é o lançamento de um Fundo de Investimento que permita aos investidores – ou porque têm valores mais pequenos ou não estão disponíveis para “experimentar” com valores elevados – terem acesso a uma filosofia de valor focada na criação de riqueza com segurança a longo prazo. Esperamos criar uma legião de investidores em valor que beneficiem das maravilhas dos retornos compostos e acumular riqueza que permita concretizar objetivos e sonhos de longa data e construir um futuro financeiro mais independente e seguro. Desde o primeiro dia da CASA, procuramos contribuir para potenciar o conhecimento financeiro dos investidores para que sejam mais capazes de fazer escolhas no seu melhor interesse. Essa será também a âncora de desenvolvimento do Fundo.

Do Relatório e Contas de 2018, destacamos:

“Aquilo que a nossa carteira realmente vale não é o que o mercado pagaria hoje. O verdadeiro valor dos títulos que temos em carteira depende dos negócios subjacentes e da riqueza que estes produzirão no futuro e que receberemos sob duas formas: dividendos periódicos e os lucros que, não sendo distribuídos, são reinvestidos para a expansão do negócio e das suas vantagens competitivas — aumentando o potencial da empresa ganhar mais no futuro. Com tempo, a cotação de mercado tenderá a refletir o valor intrínseco acumulado. É nisto que acreditamos na Casa de Investimentos.”

Esperamos sempre anos difíceis, como aliás foi o ano de 2019 apesar de ganharmos, com as nossas comissões, mais de 31%. **Por isso mesmo, em 28 de janeiro deste ano apresentámos aos nossos Clientes, na nossa sede, os resultados do ano e como deveríamos investir para a próxima década. Isso mesmo, para a próxima década.** Desde o primeiro dia que consideramos ser nossa obrigação fazer um trabalho competente e íntegro, comunicar com transparência e assumir a responsabilidade de cuidar dos patrimónios dos clientes com a máxima dedicação e segurança. Não sabemos, nem achamos que seja relevante adivinhar — nem os clientes devem esperar que o façamos — o que os mercados farão daqui a uma semana, um mês ou um ano. O futuro próximo não é claro para nós.

A nossa postura, enquanto investidores, é a de dono de negócio. Quando investimos num negócio, estamos a comprar os *cash-flows* que este vai gerar no futuro. É importante saber quanto estamos a pagar por esses *cash-flows*. **O Valor de uma empresa é a soma do dinheiro que pode ser distribuído aos seus donos ao longo da vida do negócio, descontado a uma taxa de juro razoável.** Não temos qualquer dúvida que os resultados dos negócios que temos em carteira serão afetados em 2020 e possivelmente em 2021. Contudo, esta representa uma pequena parte do valor que calculamos para decidir se investimos ou não.

Em situação de lucros normalizados, à data em que escrevemos esta mensagem, a nossa carteira tem múltiplos mais baixos do que em final de 2018. Para além de ser significativamente mais barata do que a média do S&P500 e do MSCI World, estamos investidos em empresas mais rentáveis, com balanços mais sólidos, com maior geração de *cash-flow* e melhores perspetivas de crescimento. O que nos dá o conforto adicional não são apenas os dados históricos destas empresas nos últimos dez anos e a capacidade dos seus gestores em reforçarem as suas vantagens competitivas. O conforto advém, para vermos como pode ser o futuro destes negócios, das decisões que tomamos se basearem em teoria financeira sólida e numa filosofia de investimento testada pelo tempo com resultados consistentes.

Ao longo do último ano, reforçámos a estratégia de criação de valor na qualidade dos negócios e equipas de gestão. Investimos nalguns dos melhores negócios globais nos quais também se encontram investidas algumas das famílias mais ricas do mundo (Jeff Bezos na Amazon, Larry Page e Sergey Brin na Alphabet, Bill Gates na Microsoft, Warren Buffett na Berkshire Hathaway, entre outros). A cotação destas empresas, embora volátil, tenderá a replicar a prazo os lucros que estes negócios forem capazes de produzir. Manter o rumo e ter paciência permitirá colher os frutos.

Na carta deste ano aos acionistas, datada de 22 de fevereiro, Warren Buffett escreve o seguinte:

“O que podemos dizer é que se as taxas de juro atuais se mantiverem inalteradas nas próximas décadas e se os impostos às empresas também se mantiverem nos níveis reduzidos que hoje beneficiam, então é quase garantido que as ações, no longo prazo, irão ter uma melhor performance do que instrumentos de taxa fixa de longo prazo. Esta previsão rósea carrega um aviso: amanhã, tudo pode acontecer aos preços das ações. Ocasionalmente, assistiremos a enormes quedas no mercado, talvez com magnitudes de 50% ou ainda mais. No entanto, a combinação do “vento pelas costas americano”, sobre o qual escrevi o ano passado e as maravilhas do juro composto, descritas por Mr. Smith, farão com que as ações sejam a melhor escolha de longo prazo para o indivíduo que não tem alavancagem e que consegue controlar as suas emoções. Os outros? Tenham cuidado!”

A longa curva da prosperidade refletida no índice de ações americano nos últimos mais de 100 anos resume bem os ventos favoráveis de que fala Warren Buffett. Mas, como tudo, tem um preço: em vários momentos ao longo destas décadas, os recuos de mercado foram muitos e por vezes com impacto muito grande nas cotações. **Aqueles que não conseguem olhar para as ações como uma fatia de um negócio que lhes confere o direito aos lucros futuros, terão resultados especulativos e por isso mesmo inconsistentes e na maior parte das vezes perderão. Os que não estiverem preparados para esses recuos, não devem investir em ações.**

Para concluir e porque são a razão pela qual existimos de porta aberta, deixamos nestas páginas uma palavra de gratidão e apreço aos nossos Clientes pela confiança que mantêm no nosso trabalho, pela preocupação e cuidado que têm manifestado a toda a equipa e pelo reforço dos valores que têm à nossa guarda e que saberemos aumentar a prazo. Como sempre, trabalhamos para que fiquem connosco décadas. Obrigada pelo privilégio e pelas referências que fazem do trabalho da CASA.

Em meu nome, do Pedro Alves e do Nuno Lopes Gama, agradecemos aos nossos colegas da CASA a extraordinária capacidade de trabalho, o sentido

de responsabilidade e a determinação em manter o foco e acrescentar valor em tempos tão desafiantes. Muito obrigada a todos.

Terminamos com um ditado português que muito nos inspira no que fazemos:

“Quem pensa em si planta um eucalipto, quem se preocupa com os filhos planta um pinheiro, quem se preocupa com os netos planta um sobreiro”.

Há anos em que a “meteorologia” não nos ajuda, haverá anos maus, anos razoáveis, anos excepcionais, e muitos anos bons. Com tempo, as árvores crescem e dão frutos.

Com consideração, apresento os melhores cumprimentos,



Emília Oliveira Vieira

CHIEF EXECUTIVE OFFICER & CHAIRMAN

Trabalhamos para que os nossos Clientes sejam Clientes antigos.



Por favor, não leia este código.

ÓRGÃOS SOCIAIS

Os órgãos sociais da Casa de Investimentos são eleitos em Assembleia Geral.
A sua composição é a seguinte:

MESA DA ASSEMBLEIA GERAL

António Augusto
Magalhães da Cunha

PRESIDENTE

Igor André Vieira de Carvalho

SECRETÁRIO

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Emília de Fátima
de Oliveira Vieira

PRESIDENTE

António Pedro
Moreira da Silva Alves

VOGAL

António Manuel
Pacheco e Murta

VOGAL (INDEPENDENTE)

CONSELHO FISCAL

Paula Cristina
Bogalho Cardoso

PRESIDENTE

Fernando Manuel
de Almeida Alexandre

VOGAL

José Pedro
Pereira Silva Cunha de Sousa

VOGAL

REVISOR OFICIAL DE CONTAS

Veloso & Associados – SROC, Lda.,
representada por
Óscar Rodrigues Veloso

RELATÓRIO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

13 MARÇO 2020



CARACTERIZAÇÃO DO ANO

INTRODUÇÃO

O Conselho de Administração da Casa de Investimentos vem, no cumprimento das disposições legais e estatutárias, apresentar o Relatório de Gestão e as Demonstrações Financeiras bem como a Proposta de Aplicação de Resultados, relativas ao exercício de 2019.

RENTABILIDADE DESDE O INÍCIO DA ATIVIDADE

Ano	Rentabilidade ^(b)
2010/2011 ^(a)	12,42%
2012	11,66%
2013	27,34%
2014	12,36%
2015	-2,66%
2016	16,00%
2017	2,24%
2018	-15,21%
2019	28,95%
Rentabilidade acumulada desde a abertura	126,67%
Rentabilidade anualizada	9,38%

a A Casa de Investimentos iniciou a atividade em 15 de novembro de 2010.

b Rentabilidade líquida de todas as comissões de transação, de gestão e das retenções de impostos sobre dividendos.

Em 2019, a performance das carteiras da Casa de Investimentos foi de 28,95%. Os índices comparáveis MSCI World EUR, S&P 500 (em EUR) e PSI 20 tiveram um retorno total (incluindo dividendos) de +29,44%, +34,09% e +14,92%. Desde o início da gestão, a 15 de novembro de 2010, a Casa de Investimentos tem uma rentabilidade acumulada de 126,67%, que equivale a uma rentabilidade anualizada de 9,38%, líquida de todas as

comissões de transação, de gestão e das retenções de impostos sobre os dividendos recebidos.

A Casa de Investimentos gere carteiras de investimento individuais e a rentabilidade apurada acima resulta da média de todas as carteiras de investimento, entre 1 de janeiro e 31 de dezembro de cada ano e é dependente da cotação de mercado no último dia do ano. Isto significa que a rentabilidade de cada conta pode variar dado que é influenciada pelas datas de abertura de conta, pelos reforços (ou não) feitos pelos Clientes e datas em que o fazem.

A filosofia de investimento que praticamos implica comprar apenas quando a ação transaciona com larga margem de segurança face ao valor que julgamos justo para o respetivo negócio subjacente. Esta disciplina, que consideramos essencial para que os resultados sejam consistentes, implica que frequentemente se mantenham valores substanciais em liquidez à espera que um recuo temporário no mercado todo, num setor ou num título específico motivado por questões temporárias e desafios inerentes à atividade económica, nos permita alocar capital a preços muito sensatos.

Temos consciência que manter esta liquidez pesa na rentabilidade das carteiras individualmente e reduz a rentabilidade global da nossa performance. Esta aplicação prática e coerente da filosofia de valor faz com que os Clientes sejam mais reticentes a reforçarem as contas. Apesar disso, e porque entendemos que o compromisso que assumimos é para o longo prazo, procuramos que os Clientes tenham consciência que esta é a melhor forma de investir com risco limitado e com rentabilidades muito satisfatórias a prazo. Assumimos uma postura conservadora e por isso, gostamos de comprar a desconto do valor intrínseco.

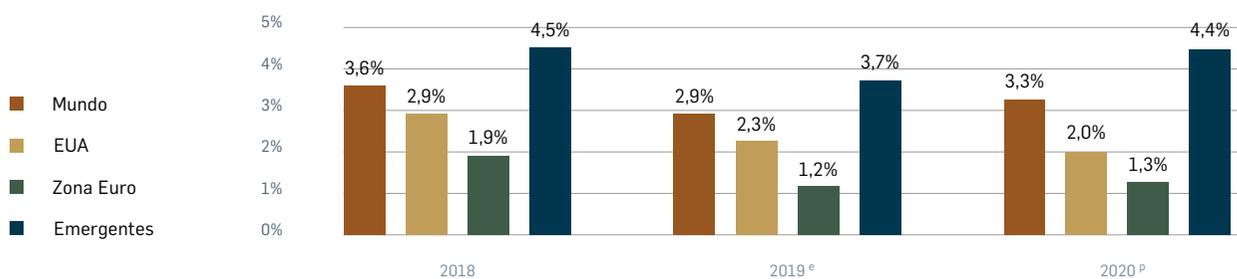
Este é o princípio da filosofia de investimento que praticamos. Esta é a promessa que fazemos quando abrimos cada conta nesta CASA. Não estamos, portanto, à procura de caminhos fáceis ou fórmulas rápidas para crescer a nossa atividade.

ENVOLVENTE MACROECONÓMICA

O ano de 2019 registou um abrandamento do crescimento económico mundial, afetado pela guerra tarifária entre os EUA e a China. O forte arrefecimento do setor industrial só não teve efeitos mais significativos nas economias devido à resiliência do setor de serviços, com maior peso na estrutura das economias desenvolvidas. O abrandamento foi, mesmo assim, generalizado à maior parte das economias, incluindo as emergentes, e foi a atuação dos bancos centrais—bastante proativos no retomar da expansão dos respetivos balanços—que contribuiu para sustentar os níveis de crescimento.

Fonte: FMI, WEO Update, Janeiro 2020

Crescimento PIB



A dissonância entre as economias dos EUA e da Zona Euro acentuou-se ao longo do ano, com esta última a registar um maior abrandamento para apenas 1,2% de crescimento. A Europa, mais exposta ao setor industrial, acabou por ser mais afetada pelas questões tarifárias do que os EUA, nomeadamente no setor automóvel e de maquinaria industrial. A Alemanha escapou por pouco a uma recessão técnica. Ao longo do ano, o Brexit continuou também a pesar como uma incerteza e só em dezembro, com a eleição que atribuiu uma maioria sólida ao partido Conservador, foi aprovado o acordo de saída negociado com a União Europeia.

Nos EUA, apesar da baixa taxa de desemprego e de uma ligeira aceleração nos custos laborais, os possíveis efeitos da guerra tarifária EUA/China levaram a Reserva Federal a inverter o rumo, tendo levado a cabo três cortes de taxas que totalizaram 75 pontos base na taxa diretora, anulando a maior parte dos 100 pontos base de subidas do ano anterior e concluindo o ano num intervalo de 1,50%-1,75%. A economia norte-americana passou de um crescimento de 2,9% em 2018 para 2,3%, à medida que os efeitos do estímulo fiscal concedido às empresas se foram desvanecendo.

Também o Banco Central Europeu se viu forçado a injetar liquidez no sistema financeiro, baixando a taxa de juro da facilidade permanente em 10 pontos base para -0,50% e retomando o programa de compra de ativos a um ritmo mensal de 20 mil milhões de euros.

As medidas dos principais bancos centrais contribuíram para aumentar a dívida com *yields* negativas, cujo volume a nível global chegou a ultrapassar os 15 biliões de euros em agosto. A descida das taxas acabou por também levar a uma inversão da curva de rendimento, com as maturidades mais longas a registarem taxas inferiores às maturidades mais curtas, um sinal que no passado foi um indicador avançado de recessão. No entanto, a validade dos indicadores de taxas de juro está agora afetada pelo enquadramento de taxas de juro negativas, que além da associada irracionalidade económica (pagar a quem se empresta) acarreta uma maior dificuldade de interpretação dos sinais de preços decorrentes das taxas de juro. A inflação continuou em níveis controlados nas economias desenvolvidas, com uma queda dos 2,0% de 2018 para 1,4% em 2019, com as quebras de procura industrial a conter os preços de metais e energia.

Nas economias emergentes, o abrandamento foi ainda mais pronunciado que nas economias desenvolvidas. Enquanto na China o crescimento económico caiu para 6,1%, o mais baixo dos últimos 29 anos, outras economias registaram quedas maiores: a Índia abrandou de 6,8% para 4,8% com fraqueza no setor automóvel e imobiliário, enquanto o México passou de 2,1% para 0%, devido à incerteza política.

A economia portuguesa cresceu 2,2%, segundo o boletim económico do Banco de Portugal, acompanhando a desaceleração registada na generalidade das economias. Apesar do comportamento sólido da procura interna, com o consumo privado a crescer 2,3% e a formação bruta de capital fixo 7,3% (impulsionada pela execução de projetos de infraestruturas e pelo dinamismo da construção residencial), as exportações foram afetadas pela diminuição da procura externa. As condições de financiamento da economia continuaram a beneficiar da contração das taxas de juro, com as obrigações do tesouro português a 10 anos a caírem 128 pontos base para 0,43%, tendo em agosto atingido o nível mais baixo de sempre de 0,07%. A inflação também registou uma desaceleração para 0,4%, mantendo-se abaixo dos níveis da zona euro.

MERCADOS FINANCEIROS

O ano de 2019 foi marcado por fortes valorizações dos mercados acionistas, depois das quedas do ano anterior.

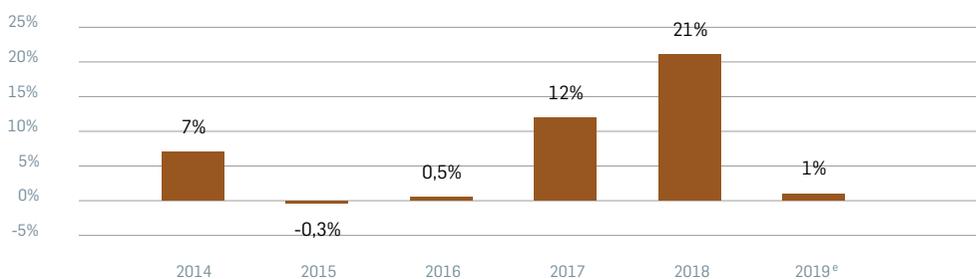
Mercados financeiros

Ações	2017	2018	2019
MSCI World Eur	5,5%	-5,9%	27,5%
S&P 500	19,4%	-6,2%	28,9%
MSCI Eurozone	8,7%	-14,2%	22,0%
PSI-20	15,2%	-12,2%	10,2%
MSCI emerging MKTS	34,4%	-16,6%	15,4%

As ações norte-americanas voltaram a liderar os ganhos, beneficiando de uma economia com melhor comportamento e da preponderância do setor tecnológico. Os resultados das empresas registaram um claro abrandamento depois da forte subida registada em 2018 devido à reforma fiscal nos EUA. Os resultados por ação das empresas do S&P 500 subiram 1%, embora com diferentes comportamentos: os setores de saúde, *utilities* e comunicações (onde figuram grande parte das empresas de internet) continuaram a evidenciar um crescimento sólido dos números, ao passo que os setores de energia e matérias-primas registaram quedas acentuadas.

Fonte: Factset

Crescimento dos Resultados do S&P 500



Na Europa, o índice de ações da zona euro, MSCI Eurozone, registou uma valorização de 22,0%, justificado por um menor peso da área tecnológica e um pior desempenho do setor financeiro, afetado pelo cenário de taxas de juro negativas. O mercado nacional registou uma das mais fracas valorizações no ano, com o PSI-20 a ganhar 10,2%, não conseguindo recuperar as perdas de 2018.

Os mercados emergentes também ficaram aquém da evolução dos mercados desenvolvidos, com uma subida de 15,4%, penalizados pelo abrandamento em algumas das principais economias, em particular a economia chinesa.

Nos mercados cambiais, as principais moedas apreciaram-se moderadamente contra o euro. O dólar encerrou com um ganho de 1,9% face à moeda única, beneficiando do melhor comportamento da economia norte-americana e da busca de rendimento através do investimento em ativos denominados em dólares, tanto em ações como em taxa fixa.

As *yields* das obrigações registaram quedas substanciais generalizadas fruto do retomar dos estímulos de Banco Central Europeu. A título de exemplo, as obrigações do governo alemão baixaram 43 pontos base para -0,19% e a dívida pública portuguesa fechou com *yields* negativas em todas as maturidades até aos 5 anos e num valor muito baixo para os 10 anos, 0,44%, o que representa uma redução de 128 pontos base. Também nos EUA se registaram quedas das taxas de juro em toda a curva, à medida que a Reserva Federal cortou as taxas. As obrigações do Tesouro a 10 anos terminaram o ano nos 1,92%, 76 pontos base abaixo do final de 2018.

A descida das taxas provocou uma inversão na curva de rendimentos do dólar e anulou a inclinação da curva do euro. Uma menor remuneração para uma maturidade mais longa é um indicador de uma expectativa continuada de baixas taxas de juro e tem precedido em cerca de 1,5 a 2 anos uma recessão económica. A leitura do indicador é, no entanto, complicada pela natureza diferente deste ciclo, seja em termos de taxas de juro negativas seja na forma como a curva inverteu desta vez. Tipicamente a curva inverte com o banco central a subir as taxas de curto prazo para cima das de longo prazo e a asfijiar dessa forma o crescimento económico. Só que desta vez o movimento processou-se com o Fed a cortar taxas e a parte longa da curva a reagir com maior sensibilidade, num ambiente em que as alternativas de rendimento estavam a desaparecer no mundo inteiro.

Os *spreads* de crédito estreitaram para os mínimos do ciclo, refletindo o sentimento positivo dos mercados acionistas e as baixas taxas de incumprimento. No caso do *rating* de crédito de melhor qualidade (*Investment Grade*), o *spread* do iTraxx Europe encurtou 43 pontos base para 0,44%, um valor inferior até ao mínimo registado em 2015 e que trouxe uma boa parte da dívida empresarial denominada em euros para taxas negativas. Quanto às obrigações de alto risco, a que a indústria financeira prefere chamar de alto rendimento, (*High Yield*), o *spread* do iTraxx Europe Crossover baixou 145 pontos base para 2,07%, baixando dos mínimos de 2,20% que tinha atingido em 2014 e 2017.

Fonte: Bloomberg

Spreads de Crédito na Europa



A descida das taxas de juro trouxe cada vez mais ativos para rendimentos negativos e no final do ano cerca de 15 biliões de euros de dívida dos mercados globais encontravam-se com *yields* negativas, um aumento de 38% face ao ano anterior, o que traduz o desaparecimento do rendimento para aplicações em euros, francos suíços e ienes, entre outras moedas. Este enquadramento continua a ilustrar uma situação completamente nova em termos da história financeira e que tem sido cada vez mais alvo de críticas pela inoperância que uma política de taxas negativas tem revelado na recuperação económica das economias em que está a ser implementada.

A classe de obrigações, ajudada pelos cortes de taxas dos bancos centrais, registou um ano positivo, tanto pela descida das *yields* como pela contração dos *spreads* de crédito. No entanto, os retornos em taxa fixa estão fortemente comprometidos para os próximos anos, com grande parte da dívida a negociar em território de taxas negativas e os *spreads* em mínimos. Neste ambiente, o rendimento só poderá ser positivo se as taxas forem para níveis ainda mais negativos e os investidores venderem nessa altura antes da maturidade, encaixando um ganho de capital especulativo.

As matérias-primas tiveram também um ano positivo, com o índice CRB a valorizar 9,4%, beneficiando da recuperação do petróleo: o preço do barril de Brent subiu 24,9%, a partir dos níveis deprimidos em que se encontrava em dezembro de 2018. Mas essa subida não foi generalizada e o gás natural, por exemplo, voltou para os mínimos com a cotação do Henry Hub a cair 34% no ano.

Em resumo, depois de 2018 ter sido um ano negativo para a generalidade das classes de investimento, o ano de 2019 foi marcado por ganhos acima do normal, ilustrando os níveis de valorização atrativos que se registavam no início do ano. Neste momento, após a subida registada, os mercados acionistas voltaram aos máximos de valorização dos últimos anos e negociam a múltiplos historicamente elevados, no entanto justificados pelos atuais níveis de taxas de juros, pois o rendimento para uma aplicação sem risco para um investidor em euros é, na melhor das hipóteses, nulo.

A CARTEIRA DE INVESTIMENTOS EM RETROSPETIVA

A Casa de Investimentos obteve a melhor rentabilidade da sua história, com uma valorização de 28,95%. Tivemos oportunidade de comunicar aos nossos Clientes, nomeadamente em carta enviada em 8 de novembro de 2018 — **“Oportunidades para investidores pacientes”**, a nossa postura perante a queda de quase 20% dos principais índices. Por um lado, seguimos atentamente a evolução dos nossos negócios e concluímos que nada justificava uma queda daquela magnitude; por outro, observávamos negócios excecionais a transacionar a preços materialmente abaixo do seu valor intrínseco, algo por que esperávamos, em alguns casos, há anos.

Por isso, entre final de 2018 e inícios de 2019, fizemos o que nos é imposto: reforçar os investimentos em negócios que ficaram mais baratos e introduzir negócios excecionais, com posições dominantes e difíceis de replicar, excelentes rentabilidades e perspectivas de crescimento e que finalmente transacionavam a desconto da nossa estimativa de valor. Em suma, aproveitámos a irracionalidade do mercado para comprar com margem de segurança.

Na mensagem do Relatório e Contas de 2018 escrevemos o seguinte:

“Conscientes de que os investidores querem um ganho rápido e têm mais facilidade a fazer o que faz a maioria—seguindo a última tendência—reafirmamos a nossa determinação em fazer o que é melhor a maior parte do tempo, mesmo que tal seja desconfortável em determinados momentos. Por isso, estamos a fazer o que fazemos sempre, investindo em bons negócios, com bons balanços, bem geridos e comprados a bons preços.

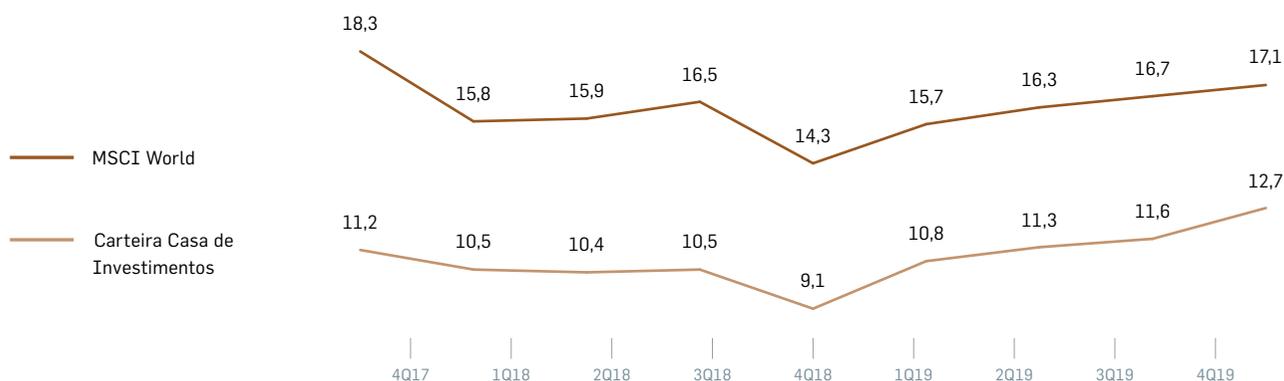
A nossa carteira de investimentos é a melhor e a mais barata desde a fundação da CASA. Esta coleção excepcional de negócios extraordinários permite-nos estar muito otimistas quanto aos resultados futuros.”

Neste sentido, o ano de 2019 foi atípico, uma vez que demonstrou uma rotação anormalmente grande da nossa carteira: investimos em 8 novas empresas e vendemos ações de outras 12. Este não é certamente o padrão que esperamos para o futuro. O nosso objetivo continua a ser ter um portfólio de excelentes negócios, que manteremos durante largos anos enquanto as suas excelentes rentabilidades contribuem para o aumento do seu valor intrínseco que, por consequência, aumentarão o património financeiro dos nossos Clientes. Não obstante, esta postura de fundo não se pode tornar em paralisia perante uma boa oportunidade. O período entre final de 2018 e início de 2019, com enorme volatilidade nas cotações das ações, foi pródigo em oportunidades.

As 8 empresas que adicionámos ao portfólio têm posições fortíssimas nos seus setores — muitas delas são líderes incontestáveis, têm balanços conservadores e retornos de capital acima da média.

A carteira consolidada transaciona a múltiplos muito mais baratos do que o mercado, com rentabilidades e capacidade de geração de *free cash-flow* superiores, rentabilidades acima da média do mercado e balanços menos endividados. Esta parece-nos a fórmula certa para potenciar os resultados futuros incorrendo em risco limitado. Ou seja, num horizonte temporal de 5 a 7 anos, estes negócios têm capacidade para produzir excelentes retornos para os seus acionistas.

Evolução do P/E da carteira da Casa de Investimentos e do MSCI World



MÉTRICAS DA CARTEIRA DA CASA DE INVESTIMENTOS

	Carteira	MSCI World
P/E 2020	12,7	17,1
P/BV	1,8	2,6
ROE	12,7%	12,1%
FCF Yield	6,9%	4,20%
Dividend Yield	1,80%	2,40%
Dividend + Buyback Yield	4,23%	n.d.

É isto que nos deixa otimistas em relação ao potencial dos nossos investimentos, da mesma forma que o estávamos a 31 de dezembro de 2018: apesar de não sabermos o que a carteira vai fazer no próximo ano, estamos convictos que ser detentor de um conjunto de negócios de extrema qualidade, a preços bastante abaixo do mercado, resultará numa excelente rentabilidade para os investidores pacientes.



COMO INVESTIR PARA A PRÓXIMA DÉCADA

CONFIANÇA

Em abril do ano passado, fomos convidados a participar na TEDx Porto, onde a nossa CEO, Emília Vieira, apresentou a TED Talk “Confiança — Um investimento em valor”. Como se percebe, o tema que ancorou a apresentação foi a confiança, evoluindo para a explicação do investimento em valor, dos seus benefícios e uma proposta de como o conseguir implementar de forma transparente, séria e criadora de valor para os aforradores. Para o efeito deste capítulo, focar-nos-emos no tema da confiança.

Se pararmos para pensar um pouco sobre a história do ser humano, enquanto indivíduo e como sociedade, percebemos que a confiança tem sido um elemento fundamental para a sua evolução. Apesar dos instintos primitivos de sobrevivência e proteção física, o Homem percebeu desde muito cedo que só através da colaboração e especialização conseguiria melhorar as suas condições de bem-estar. Esta realidade tem sido aprofundada até ao presente. Se hoje me consigo concentrar exclusivamente no meu trabalho é porque confio que alguém assegurará que a água corre nas canalizações sem problemas, que a minha casa foi construída de forma a garantir que as paredes não cairão sobre a minha cabeça, que o meu frigorífico continua a refrigerar a minha comida, que a mecânica do meu carro funciona adequadamente, etc. Claramente, a confiança é o alicerce fundamental que sustenta a forma como vivemos em sociedade.

Na apresentação da TEDx Porto, propusemos um esquema daquilo que consideramos compor e construir confiança. Sem qualquer pretensão da exatidão académica deste esquema, é indubitável que a confiança leva bastante tempo a adquirir e que pode ser perdida de um instante para o outro. Isto reflete a importância desse “bem” e do círculo virtuoso que pode criar numa sociedade.



Apresentação TEDx Porto "Confiança – um investimento em valor"

Sendo tão clara a sua importância, é surpreendente que haja tão pouca reflexão sobre o tema. Na grande maioria do tempo não lhe prestamos a mínima atenção, assumimo-la como um dado adquirido, forte e imutável. Como noutras situações da nossa vida, só quando ela nos falha é que percebemos a sua importância. E a confiança é de tal forma importante que a sua falha gera uma crise existencial de dimensões profundas, que nos leva a questionar o sentido das coisas. Isto é verdade, tanto para o indivíduo como para a sociedade com um todo.

A última década foi sem dúvida um duro teste à resiliência da nossa confiança. O setor financeiro, ao qual estávamos habituados a confiar um dos bens mais preciosos (e sobre o qual temos menos conhecimentos e competências técnicas) – a gestão do nosso dinheiro e poupanças, serviu-nos escândalos atrás de escândalos, fraudes e desilusões. Percebemos o quanto os responsáveis pelas instituições, que nos prometiam estabilidade e preocupação com o nosso bem-estar, tomaram partido da nossa confiança para proveito próprio. Envolto em produtos de uma complexidade inescrutável e terminologia incompreensível, apresentaram-se como especialistas que nos garantiam que precisávamos desses produtos para proteger e rentabilizar as nossas poupanças. Todos sabemos como as coisas terminaram: poupanças destruídas, famílias empurradas para a miséria. As instituições financeiras de todo o mundo pagaram, entre 2009 e 2018, multas de mais de 300 mil milhões de dólares. Só 39% deste valor foi devolvido a investidores e aforradores. A confiança nas instituições, na regulação, nos legisladores foi, naturalmente, dizimada.

No mesmo mês em que participámos na TEDx Porto, assinámos um artigo no *Jornal Económico* que transcrevemos na íntegra:

“Na semana passada, os CEOs dos maiores bancos americanos regressaram ao Congresso para uma audiência. 10 anos depois de terem sido resgatados com o dinheiro dos contribuintes, os lucros dos bancos estão em máximos. Foram

questionados sobre os seus salários, bónus extravagantes e sobre o histórico de má conduta dos seus bancos. Os CEOs defenderam que os bancos estão mais seguros e resilientes do que antes da crise.

Segundo um estudo da Boston Consulting Group, “Manter o rumo na banca”, os grandes bancos mundiais pagaram, entre 2009 e 2017, 345 mil milhões de dólares em multas. Estas multas punem crimes como lavagem de dinheiro, manipulação da LIBOR, abertura de contas fraudulentas, fuga ao fisco, venda de produtos estruturados ligados ao crédito imobiliário de alto risco, entre outros. A banca chama-lhes custos de conduta. Este é hoje o custo de fazer negócio e parece institucionalizado.

Dos 345 mil milhões, só 39% foi devolvido aos clientes. O restante ficou para os reguladores, europeu e norte americano. Podemos resumir o desfecho da crise financeira numa frase: coisas boas aconteceram a pessoas más e coisas más aconteceram a pessoas boas. Algumas pessoas que contribuíram para a crise, ficaram com milhões em bónus e viverão o resto das suas vidas no luxo. As vítimas da crise – clientes, contribuintes e investidores – passaram os anos seguintes a tentar recuperar algo do que lhes perderam. Destruíram a riqueza e a confiança num sistema que deveria promover a fidúcia.

A confiança é um ativo intangível que resulta de um conjunto de valores que devem ser praticados: conhecimento acumulado, processos transparentes e lógicos, simplicidade e consistência. Merecer a confiança dos investidores é cumprir promessas, é ser capaz de corresponder às expectativas que criamos. É fazer diariamente o exercício de nos colocarmos no lugar de quem servimos e fazer o que gostaríamos que fizessem connosco. É difícil de construir e fácil de quebrar.

Um estudo publicado em 2009 concluiu que quando as pessoas não acreditam que o mundo é justo, tornam-se menos disponíveis para aguardar por um ganho financeiro. No fim de contas, se não podemos ter a certeza que vamos ter o que merecemos, porque deveríamos confiar que a nossa contraparte honre os seus contratos ou promessas?

Como podem os investidores confiar num sistema financeiro que só cuida dos seus gestores de topo, que está cheio de conflitos de interesses, de produtos complexos focados no curto prazo e que consistentemente está envolvido em práticas criminosas?

Nos anos mais recentes, a fraude financeira raramente foi detetada e exposta por aqueles que o público esperaria que o fizesse: legisladores, reguladores, contabilistas, auditores, aqueles que deveriam ser “os guardiães normais do mercado”. Pelo contrário, as fraudes têm sido mais frequentemente denunciadas por colaboradores internos às instituições e jornalistas.

Não me parece que a reputação de uma instituição deva ser guardada pelo departamento de compliance, que são enormes nos bancos e que, no entanto, convivem com multas e escândalos sucessivos. A reputação deve ser guardada por uma cultura de integridade que assegure um tratamento justo e empático.

Não acredito que os investidores ganhem ao adicionar consultores. Estes serviços de aconselhamento nunca irão dizer ao investidor que está bem investido, caso contrário o seu trabalho acabaria nesse momento. Vão aumentar os custos, cultivar-lhe as dúvidas, aumentar a insegurança e medo, sugerir vendas ou compras e aumentar a rotação das carteiras de investimento. Só assim o investidor continuará a precisar deles.

Acredito que o conhecimento cria competências e gera confiança para fazer escolhas, refletir sobre os erros passados e procurar não os repetir. Devem investir apenas no que forem capazes de entender e fazê-lo a longo prazo.

Os consultores só se ajudam a si próprios.”

Neste contexto, é perfeitamente compreensível que a frase mais ouvida seja “Eu já só quero é não perder dinheiro”. Naturalmente, gato escaldado da água fria tem medo. Mas a verdade é que, como desde sempre, não podemos pura e simplesmente abdicar da confiança. No caso específico das nossas poupanças, não podemos simplesmente guardar o dinheiro debaixo de um colchão e achar que o temos protegido. Isto porque a subida generalizada dos preços fará com que aquelas notas que guardamos percam valor. Para tornar mais claro o efeito corrosivo da inflação, tenhamos presente que, desde 1998, o dólar norte-americano perdeu cerca de 35% do seu valor e que o euro perdeu cerca de 30% do valor. Isto significa que se tivéssemos guardado dinheiro debaixo do colchão nessa altura, como poupança para utilizarmos na nossa reforma, descobriríamos hoje que conseguiríamos comprar muito menos coisas do que originalmente estaríamos à espera.

Mas se não podemos guardar o dinheiro num cofre e relaxar, o que é que fazemos para garantir que as nossas poupanças estão protegidas e crescerão no futuro? Afinal de contas, a vasta maioria de nós tem um emprego a tempo inteiro e faltam-lhe conhecimentos técnicos para saber escolher a melhor alternativa. Assim como não nos aventuramos a montar as nossas próprias canalizações, construir as nossas próprias casas ou desenhar os nossos próprios carros, também na aplicação das nossas poupanças nos vemos forçados a confiar em alguém. A grande questão então é em quem confiar?

Na verdade, aquilo que devemos procurar está refletido na imagem acima: aquelas são as características que devemos procurar antes de tomar a decisão de confiar um dos bens físicos mais preciosos que temos. Com certeza, essa procura poderá ser morosa, exigir o nosso tempo, atenção e disciplina, mas se estamos dispostos a demorar meses a escolher o carro, o frigorífico ou

a televisão que vamos comprar, porque é que não o fazemos quando se trata de decidir onde e com quem investir as nossas poupanças?

Apesar de nos quererem fazer crer que o tema do dinheiro e investimentos é complexo e apenas acessível a uma minoria de “iluminados”, na Casa de Investimentos acreditamos firmemente no oposto: toda a gente deve ser capaz de entender as vantagens de poupar e investir a longo prazo e as vantagens de o fazer com uma estratégia de valor.

Fundamentalmente, o aforrador, que procura ajuda para o fazer, deve garantir que do outro lado está uma pessoa ou instituição que compreende as suas necessidades, é capaz de lhe explicar de forma simples e clara o que lhe está a propor e demonstrar que os interesses de ambas as partes estão alinhados. Lembre-se que quem realmente compreende e domina um tema complexo é capaz de o aplicar e explicar de forma simples e inteligível para qualquer um.

Quisemos construir a CASA onde gostamos de ser clientes e trabalhar para os nossos Clientes como gostaríamos que o fizessem connosco. Privilegiamos a transparência, o conhecimento e aprendizagem contínua e a integridade. Procuramos que os nossos Clientes sejam Clientes para a vida.

INDEPENDÊNCIA FINANCEIRA

No decorrer do ano, fomos solicitados várias vezes para partilhar a nossa opinião sobre o tema da poupança. Este é um tema que nos é bastante querido, por considerarmos que representa um dos principais desafios do nosso país e porque se afigura como um dos pressupostos fundamentais para a verdadeira independência financeira, para construir a vida com margem de segurança e ser dono do nosso próprio destino.

Há várias razões que justificam uma taxa de poupança entre os portugueses (indivíduos, empresas e Estado) cronicamente baixa. Uma delas tem a ver com o contexto em que vivemos, com os níveis de rendimento, com hábitos e educação da população. O que é certamente mais fácil de descrever são as consequências desta situação: uma família, uma empresa ou um país com baixos níveis de poupança e altos níveis de endividamento são certamente menos livres de tomar decisões sobre o seu futuro, incapazes de fazer os investimentos necessários para garantir a evolução e prosperidade e estão mais expostos às vicissitudes que invariavelmente ocorrem quando menos esperamos.

Sobre o tema escrevemos um artigo, em outubro de 2019, intitulado “Poupar é Cool”, que queremos partilhar:

“Não poupe o que sobra depois de gastar, gaste o que sobra depois de poupar”

– WARREN BUFFETT

Falar de poupança não é cool. É coisa para velhos, gente ultrapassada ou pessimistas. Cool é dizer-lhes que podem ter o que quiserem, que merecem tudo, o melhor e já.

Nas últimas décadas, os portugueses, e muitos cidadãos do mundo, esqueceram como se poupa e esqueceram a importância de criar e manter uma “almofada” para tempos mais incertos, para um contratempo, para a doença, para a perda de emprego, para a reforma.

Muitos esqueceram-se da importância de ser livre para tomar decisões, para sonhar com um futuro melhor para si, para os seus e assumir o controlo sobre o seu destino: poupar para a educação dos filhos, para cumprir com um desejo de longa data, para poder deixar um emprego que não se gosta e criar o seu próprio negócio, para se sentir mais protegido e independente ou simplesmente para deixar um legado para a geração seguinte.

É difícil poupar: os salários são baixos, as solicitações são muitas e todos os dias nos querem vender alguma coisa, procuramos satisfação imediata e consumir mais hoje, ao invés de aumentar a nossa capacidade de poder consumir mais no futuro. Não poupamos, consumimos muitas vezes pedindo emprestado ao que vamos ganhar no futuro, sem sabermos como este será. Cada crise mais acentuada lembra-nos a necessidade de poupar, mas não o fazemos com consistência, com disciplina. Não temos hoje os sábios hábitos de poupar todos os dias e esquecemos que um euro poupado todos os dias serão muitos ao longo dos anos.

Benjamin Franklin estava certo quando escreveu: “A Felicidade Humana é produzida, não tanto por grandes Pedacos de boa Fortuna que acontecem raras vezes, mas sim por pequenas Vantagens que ocorrem todos os dias”.

A maior de todas as “pequenas Vantagens que ocorrem todos os dias” é o simples ato de poupar dinheiro. Isso, por sua vez, exige que prestemos mais atenção para onde vai o nosso dinheiro, e porquê, e se o estamos a gastar com sensatez e a poupar o suficiente. Não é possível cortar as nossas despesas de forma consistente e sistemática se não soubermos quais são.

De cada vez que gastamos dinheiro em algo que não nos dá um rendimento, estamos a sacrificar o nosso futuro financeiro. Warren Buffett usa uma regra básica multiplicando por 10 o custo da despesa em que incorremos para determinar quanto estamos a sacrificar na reforma. Poupar primeiro tem

a grande vantagem de eliminar uma das atividades financeiras mais impopulares que é orçamentar despesas.

Nas últimas semanas, o abrandamento económico e a possibilidade de uma recessão tomam conta das preocupações. Muitos julgam que é possível encontrar ativos mágicos que na recessão não recuam de preço. Não é. Numa recessão, os ativos poderão, de forma quase generalizada, valer menos se precisarmos de os converter em dinheiro. Do mesmo modo, para quem vive e trabalha em Portugal, se houver uma recessão, o nosso trabalho também poderá valer menos. O valor das nossas habilitações depende em larga medida do local e da altura em que vivemos e da saúde da economia nacional que o rodeia. Tal como um bear market (mercado em queda) tende a arrastar o valor de quase todas as ações, uma economia em dificuldades deprime o valor do capital humano de quase todos aqueles que vivem nesse país.

Numa nota pessoal, devo dizer que tive muita sorte. Nasci numa aldeia onde, na década de setenta e oitenta, se ensinava aos filhos e aos netos que devemos poupar para a velhice, para a doença ou um “azar”: não se deve gastar tudo o que se ganha e tostão poupado é tostão ganho.

É preciso motivar os mais novos para a poupança, criar hábitos que os acompanhem para a vida. É preciso quebrar este ciclo vicioso de queda na taxa de poupança das famílias, hoje em mínimos de sempre.

Poupar é ter a liberdade para decidir, para sermos mais donos do nosso destino. Poupar é cool.”

3LS – HORIZONTES DE INVESTIMENTO

Destacamos nestas páginas o que a indústria financeira apelida de política dos 3Ls: liquidez, longevidade e legado. Pretende-se com esta divisão mostrar que os investidores devem dividir o seu património financeiro em três partes e distinguir claramente a alocação a cada uma destas “gavetas”.

A **liquidez** é o património que devemos manter para despesas correntes e contratempos durante determinado período de tempo (2 a 3 anos, consoante maior ou menor conservadorismos e/ou fontes de rendimento contínuo como vencimento, rendas ou outros rendimentos permanentes). Esta componente de património terá certamente um rendimento muito próximo de zero ou mesmo negativo, em termos reais.

A **longevidade** é o património que podemos investir para 5 ou mais anos — preferencialmente décadas — e que pode e deve estar investido em ativos que preservem o poder de compra dos investidores. Hoje, muito

poucos ativos financeiros conseguem cumprir esta função. Grande parte das obrigações de bom risco transacionam com rendimentos reais negativos. Só incorrendo em riscos consideráveis, investindo em obrigações de emittentes de menor qualidade de crédito, é que é possível obter algum rendimento. Entendemos por isso, quer os investidores gostem ou não, que não há alternativa de rendimento ao investimento em ações. Este é o investimento que privilegiamos, implementado seguindo uma filosofia de investimento de valor e com uma postura de dono de negócio que investe para o longo prazo.

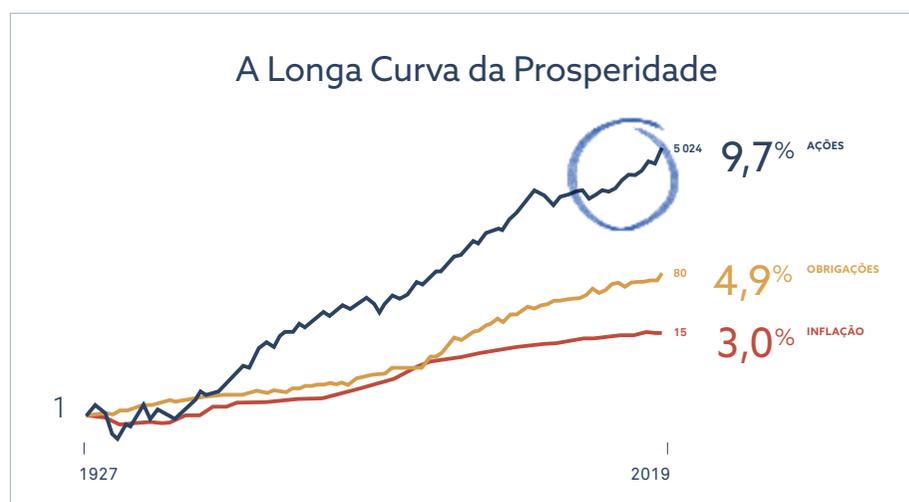
O **legado** é o património que poderemos deixar para a geração seguinte. Este é também claramente um investimento que deve estar muito sobreponderado para o investimento em ações. O tempo trabalhará a favor dos seus beneficiários. Da mesma forma que deixamos um imóvel ou dinheiro numa conta bancária em herança, uma carteira de investimentos composta por um portfólio dos melhores negócios do mundo (alguns com mais de 100 anos,) serão seguramente ativos extraordinários para mostrar o poder da capitalização dos retornos a longo prazo e deixar que o rendimento composto multiplique a riqueza.

Longevidade e legado são a parte do património financeiro que trabalhamos e sobre o qual poderemos adicionar muito valor.

Ao longo da história da Casa de Investimentos, temo-nos mantido irredutíveis na ideia de que o investimento em ações deve ser assumido como uma atividade de longo prazo. A todos os que nos procuram como investidores das suas poupanças, deixamos claro à partida que a nossa expectativa é de que sejam clientes para décadas – tipicamente aconselhamos que um prazo inferior a 5 anos não é adequado para o investimento em ações.

Personalidades mais peculiares poderão imaginar que o fazemos por interesse próprio. Afinal, quanto mais tempo os clientes mantiverem as suas poupanças connosco, mais beneficiamos. Isso é verdade e nada de mal advém daí. Essa é também uma forma de alinhar interesses. Não obstante, a verdade é que a justificação principal é que um horizonte temporal alargado é o melhor aliado que as poupanças dos nossos clientes podem ter. Essa é a maior vantagem que um investidor pode ter: compor retornos e ver a capitalização a trabalhar para si. Para a Casa de Investimentos é uma vantagem enorme porque nos permite criar uma reputação de rentabilidades e uma história que atrairá certamente mais investidores, permitirá aos atuais reforçar as suas contas connosco e reforça a confiança que têm em nós.

Temos tido a oportunidade de explicar o sustento desta convicção, que se resume em dois factos: o histórico de rentabilidades das ações como classe de ativos e o impacto exponencial do *compounding* dessas rentabilidades. Na TEDx Porto incluímos um gráfico que resume a nossa crença no investimento em ações e que suporta o primeiro facto:



Apresentação TEDx Porto "Confiança – um investimento em valor"

Mas será, principalmente, a capacidade de compor os retornos anuais obtidos nas ações que justificam a insistência de que os maiores benefícios colhidos do investimento em ações são obtidos pelos que se mantêm investidos durante largos anos (preferencialmente, durante décadas). Isto pode ser bem compreendido através de um exercício que propusemos inicialmente em 2017, em que comparamos a evolução de um investimento inicial de €100.000, para cenários de rentabilidades anuais de 5%, 10% e 15%, cada um assumindo que o ganho do ano era reinvestido ou resgatado, para vários horizontes temporais. Os ganhos gerados são extraordinariamente diferentes, deixando explícitos os benefícios do reinvestimento, de um horizonte temporal alargado e de uma taxa de rentabilidade elevada:

Anos	5% por ano		10% por ano		15% por ano	
	Reinvestimento	Resgate	Reinvestimento	Resgate	Reinvestimento	Resgate
5	27.628	25.000	61.051	50.000	101.136	75.000
10	62.889	50.000	159.374	100.000	304.556	150.000
15	107.893	75.000	317.725	150.000	713.706	225.000
20	165.330	100.000	572.750	200.000	1.536.654	300.000
30	332.194	150.000	1.644.940	300.000	6.521.177	450.000

Esperamos com estas duas ilustrações tornar claro que um horizonte temporal alargado é benéfico, não só para o negócio da Casa de Investimentos, mas é-o, sobretudo, para o património dos nossos clientes – evidenciando alinhamento de interesses entre as partes, que julgamos importantíssimo numa relação que se baseia na confiança.

A capacidade de compor rentabilidades durante um longo período de tempo é especialmente importante para quem tem como objetivo constituir um fundo de poupança a ser utilizado na idade de reforma, deixar um legado para benefício de gerações futuras ou qualquer outro fim que vise conquistar a liberdade financeira ou cumprir um objetivo para o futuro. Em qualquer

situação, as poupanças são investidas várias décadas antes da data em que se estima que serão utilizadas. Para um horizonte temporal de 20 anos, obter uma rentabilidade de 10% ao ano e reinvesti-la todos os anos resulta num ganho líquido de quase 3 vezes mais do que se os ganhos forem resgatados anualmente: 572.750 euros contra 200.000 euros.

Para quem realmente dispõe de um horizonte temporal alargado, a rentabilidade obtida nos investimentos é tão importante como o que se faz com ela. Por isso é que a componente comportamental deve ser constantemente reforçada: se tivermos a capacidade de adiar a gratificação de curto prazo e reinvestir os resultados que formos obtendo ao longo do caminho, estaremos a aumentar exponencialmente a gratificação futura. E como se torna por demais evidente para todos nós à medida que os anos avançam, o futuro chega sempre mais rápido do que esperamos.

Desde o início da nossa atividade que temos tido o privilégio de acompanhar de perto, como nossos Clientes, bastantes empresários e famílias cuja fonte de poupanças é o negócio que criaram e gerem — deste ponto de vista, tem sido imensamente gratificante testemunhar como ainda podemos contar com verdadeiros alocadores de capital, focados na criação de emprego e valor para o nosso país. Ao longo do caminho que temos feito juntos, ouvimos bastantes vezes o relato de desafios comuns a quase todos eles: apesar de claramente compreenderem a filosofia de investimento e de a aplicarem nas suas empresas, não têm tempo nem disponibilidade para a aplicarem às suas poupanças.

Os detentores de negócios familiares enfrentam desafios muito próprios, muitas vezes ampliados por fatores decorrentes da sua estrutura, tradições, cultura e motivações e que se manifestam sobretudo em quatro áreas: (i) preservação e valorização do património familiar; (ii) alinhamento dos interesses da família (humanos e financeiros) com os interesses das suas empresas; (iii) envolvimento e participação da família nos negócios; e (iv) transição de liderança e poder entre gerações.

A riqueza tem uma natureza volátil — pode esfumar-se tão ou mais depressa do que o tempo necessário à sua formação — pelo que a gestão do património das famílias empresariais deve ser atenta e cuidadosa, de forma a garantir a sua prosperidade, diversificação, bem-estar e segurança financeira a longo prazo. Os elementos destas famílias têm, desde logo, de decidir qual a sua apetência e disponibilidade para o investimento em conjunto, tendo presentes não só as vantagens deste ao nível do alargamento de oportunidades, das economias de escala e da diluição de risco, mas também as respetivas condicionantes ao nível da autonomia individual. Enveredando pelo investimento em conjunto, há dimensões incontornáveis a considerar, como a alocação de capital, a estratégia de crescimento, a filosofia de investimento, o planeamento patrimonial, a estruturação de um *"Family Office"* ou

organização equivalente, o legado da empresa, as dinâmicas de continuidade e de transição, a comunicação e o relacionamento entre os familiares e entre estes e as suas empresas.

O fator que nos parece essencial é, por um lado, distinguir claramente a gestão do negócio da gestão do património familiar e, por outro, compreender quais as vertentes da gestão que devem ser assumidas pela família e quais as que necessitam de ajuda externa.

É para estes investidores, assim como para todos os outros, que a Casa de Investimentos procura assumir-se como o parceiro de escolha: a instituição de confiança, cujos princípios, filosofia e capacidade de execução são reconhecidos, que tomará conta da vertente de preservação e rentabilização das poupanças da família. Daqui nasce a nossa preocupação em tornar o mais transparente a nossa organização e comunicação: porque sabemos que quem nos ouve, compreender-nos-á e sentir-se-á confortável em confiar-nos o seu património.

RESILIÊNCIA VS ESPUMA DOS DIAS

Não raras vezes ao longo dos anos, temos escrito aos nossos Clientes relembrando-lhes a importância de ter paciência e evitar reagir “a quente” a notícias que vão surgindo. Isto não é só algo que pedimos aos clientes, mas que temos de praticar enquanto analistas e investidores de longo prazo. Não é apenas um capricho, mas antes algo que consideramos crucial para levar a cabo uma política de investimentos sólida, bem estruturada e com perspectivas de bons resultados.

Em novembro de 2019 partilhamos, na nossa **Newsletter “O Investidor Inteligente”**, um ensaio publicado por Frank K. Martin, CFA, intitulado “Paciência: uma virtude subvalorizada”, em que o autor discorre sobre a predisposição atual dos agentes nos mercados financeiros:

“(…) Atualmente, as finanças enfrentam o seu próprio dilema de Gresham – tomar ou não o caminho paciente ou impaciente. E estamos a ser generosos assumindo que ainda existe uma escolha. A liberalização trouxe mais informação e liquidez aos mercados financeiros. A era digital permite que o investidor de longo prazo compare melhor os preços das ações aos fundamentos económicos das empresas, mas testa também a força de vontade e o temperamento dos gestores sujeitos às medições de performance de curto prazo.

Os intervalos nas avaliações às performances têm encolhido ao longo do tempo. Embora a Berkshire Hathaway se mantenha resolutamente fiel à interação com os donos apenas uma vez por ano, na sua assembleia geral de maio, o padrão

prevalente entre a vasta maioria das empresas cotadas incentiva a gratificação instantânea. As conferências de resultados trimestrais, tornadas ainda menos relevantes e mais redundantes pelas previsões, são a nova norma. Mais informação e mais liquidez no mercado (ver o próximo parágrafo) podem ser boas demais.

Para além dos benefícios óbvios, a liquidez pode ser uma lâmina de dois gumes. No fim de contas, facilita comprar e vender: os intervalos entre a procura e a oferta — *bid-ask spread* — são cada vez mais estreitos e as comissões aproximam-se do zero. Muito poucos investidores se recordam dos tempos em que a posse das ações era representada por certificados físicos guardados em cofres-fortes nos bancos, uma praticamente insuperável barreira à troca frequente de cavalos no meio da corrida.

Apesar das conveniências que oferece, a liquidez incentiva os investidores para o caminho de menor resistência, libertando a impaciência e a sua prole antissocial: excesso de *trading*, crédito e volatilidade.

Qualquer que seja a tendência que os mercados de capital tenham para o equilíbrio e a estabilidade, os desvios resultantes da impaciência podem ser perigosamente contraproducentes para os objetivos dos investidores de longo prazo.

De particular interesse para nós é o efeito crescente da impaciência no desalinhamento entre preço e valor. Estudos demonstram que, ao longo do último século, os preços das ações americanas têm sido três vezes mais voláteis que os fundamentos económicos. A volatilidade, em parte devido a inovações financeiras, tem acelerado desde os anos 90, com os preços das ações a flutuar 6 a 10 vezes a taxa de mudança nos fundamentos económicos. Se assumirmos que a volatilidade é um fenómeno de curto prazo, o desalinhamento de longo prazo a que fazemos referência torna-se evidente. Até aos anos 60, o desvio absoluto médio dos preços das ações americanas era cerca de 20%. Desde os anos 90, o desvio absoluto médio ultrapassou largamente os 100%. (...)

Como é óbvio para todos, o ambiente que nos rodeia tornou-nos alvo de uma torrente contínua de notícias, alertas, notificações e tweets que aparentam acarretar informação à qual devemos prestar atenção. Para aqueles que encontram consolo na teoria económica clássica (e ainda são muitos os seus seguidores), que dita que os preços dos ativos devem incorporar toda a informação disponível, isto pode tornar-se um pesadelo uma vez que a percepção que têm sobre o valor intrínseco dos ativos está constantemente a ser posta em causa.

A tragédia destes acontecimentos reside no facto de confundirmos quantidade com qualidade. Esta dicotomia é especialmente perniciosa numa atividade em que a evolução natural de um sistema complexo, como são as

empresas, decorre a um ritmo materialmente diferente do que a informação que é gerada à volta desses sistemas. O ímpeto humano leva-nos a querer reagir perante nova informação que nos é transmitida, mesmo sem ponderar sobre a dimensão do impacto que esta possa ter sobre o negócio em causa.

Hoje em dia predomina a ideia de que o mundo está a mudar a um ritmo vertiginoso e que temos de conseguir identificar essas mudanças mal elas acontecem, para podermos “surfear a crista da onda” e não ser deixados para trás. Este *mindset* tornou-se um lugar-comum, bonito de se dizer e garante de *likes* e *upvotes* nas redes sociais. Sendo certo que o mundo está de facto em constante evolução (aliás, quando é que na História da humanidade é que isso não aconteceu?), o pressuposto que ele muda a cada dia de forma fundamental e, acima de tudo, que é suposto sermos capazes, a cada dia, de apreender todas essas mudanças, refletir sobre elas e compreender o impacto que irão ter no mundo, é absurdo. É-nos inculcada a ideia de que temos de saber reagir rapidamente, quase que instintivamente, a tudo o que acontece. Qualidades como a paciência, capacidade de reflexão e de análise estruturada são bens raros nos dias que correm.

John Templeton, um dos grandes investidores do último século, dizia que, para conseguirmos obter resultados melhores do que a maioria, devemos fazer coisas diferentes da maioria. No nosso ramo de atividade, não há nada mais diferenciador do que uma cultura e postura diametralmente opostas ao que descrevemos nos parágrafos anteriores. São cada vez menos os resilientes, que estão dispostos a “abrandar” os instintos e a refletir e discutir o crucial das notícias que surgem, preparados para manter os investimentos durante vários anos e aceitando o ritmo a que os negócios efetivamente evoluem.

Na TEDx Porto abordámos também este tema. Através de uma parábola, contámos a história de um investidor “Sortudo”, que foi capaz de prever a crise financeira de 2007 e agiu, vendendo todo o portfólio de ações no ponto máximo de mercado e investindo o capital em obrigações do Tesouro norte-americanas e de outro, o “Azarado”, que investiu todas as suas poupanças em ações exatamente no ponto máximo de mercado e aí as manteve até aos dias de hoje. O resultado acumulado dos investimentos de cada um estão representados na imagem seguinte:



Apresentação TEDx Porto "Confiança — um investimento em valor"

A imagem demonstra na perfeição o contraste de valor, para um investidor de longo prazo, do foco na análise e reflexões sobre questões estruturais ou em questões imediatas. O "Sortudo" conseguiu corretamente identificar que o mercado iria cair quase 50% e resgatar os seus valores a tempo, mas depois não foi capaz de perceber a reversão natural, abdicando de ganhos materiais. E isto expõe um dos problemas do foco no curto prazo: é que nos obriga a tomar muitas decisões, num curto espaço de tempo, e que todas sejam consistentemente acertadas para que os resultados acumulados sejam positivos. Claramente, a probabilidade deste feito é extremamente baixa.

Por outro lado, após estudo e reflexão aprofundados, o Azarado focou-se apenas na ideia de que, a longo prazo, as ações tenderão a refletir a evolução da economia, que se espera que seja positiva. Assim sendo, manteve os seus investimentos, sem necessidade de tomar decisões quanto ao timing e dimensão real da recessão económica, disrupções tecnológicas que ocorreram durante a década, eleições presidenciais e outra miríade de "notícias" que passaram pelo *feed* das suas redes sociais. O que não quer dizer que não as tenha lido: foi, isso sim, capaz de perceber que nenhuma delas colocava em causa as bases fundamentais da economia e, portanto, é melhor manter o rumo traçado.

Neste aspeto, o nosso trabalho é bastante peculiar: dedicamos todo o nosso intelecto, esforço e dedicação ao estudo de negócios e indústrias, à análise de envolventes económicas e tendências, para, na grande maioria das vezes, optarmos por não fazer nada. A palavra-chave aqui é "optarmos": este não fazer nada é deliberado, resulta de muitas horas de discussão e teste dos nossos raciocínios e da compreensão do real ritmo a que os negócios evoluem. Quantos mais forem os que batalham para reagir a tudo, um milissegundo antes dos demais, menos serão os que optam por fazer nada. Estamos convictos que fazendo diferente da maioria, faremos melhor.

DA QUALIDADE DAS EMPRESAS À RENTABILIDADE DOS INVESTIMENTOS

IMPORTÂNCIA DA QUALIDADE DOS NEGÓCIOS

Ao longo dos anos temos escrito extensivamente sobre a importância de investir em negócios de qualidade excepcional. Em Relatórios e Contas anteriores procurámos explicar que características dão corpo a esta noção de “qualidade”. Transcrevemos em seguida um excerto do Relatório e Contas de 2016:

“O processo de análise é construído em torno do objetivo de verificar se estamos perante um excelente negócio dentro do seu setor de atividade. Esses negócios partilham características comuns: dispõem de vantagens competitivas que os protegem da concorrência, têm excelentes rentabilidades, geram fortes níveis de *cash-flow*, têm uma estrutura de capital conservadora e são geridos por pessoas competentes.

Começamos por procurar entender o que é que a empresa faz, em que setor se insere e como ganha dinheiro. Lemos atentamente os relatórios e contas da empresa, procurando perceber a lógica do negócio, quem são os seus clientes e quais são as fontes de receita e de lucros. A análise detalhada do Balanço, Demonstração de Resultados, Demonstração de Fluxos de Caixa e Notas Anexas ajuda-nos a compreender a estrutura da empresa e como opera. Prestamos também muita atenção às políticas contabilísticas utilizadas— gostamos que sejam simples, conservadoras e fáceis de compreender.”

O foco na qualidade dos negócios é crucial na prossecução de uma política de investimento orientada para um horizonte temporal de longo prazo e com baixa rotação. Isto deve-se ao facto de, tal como já demonstrado por inúmeros estudos, à medida que se vai alargando o período em que detemos a ação de uma empresa, a rentabilidade do investimento será ditada, maioritariamente, pelo ritmo de crescimento dos lucros por ação. Este é um facto muitas vezes subestimado, mas de extrema importância.

A única forma de uma empresa conseguir fazer crescer sustentadamente os seus resultados é através do reinvestimento do *cash-flow* excedentário, perseguindo oportunidades de crescimento que proporcionem taxas de rentabilidade consistentemente elevadas. Desta forma, o valor intrínseco da empresa crescerá ao longo dos anos e, assim esperamos, também o preço da ação tenderá a acompanhá-lo.

Um dos mais fervorosos defensores destas ideias é Charlie Munger. No seu discurso, ***“A Lesson on elementary, worldly wisdom as it relates to investment management & business”*** o brilhante parceiro de negócios de

1. Tradução livre do original em inglês: "Over the long term, it's hard for a stock to earn a much better return than the business which underlies it earns. If the business earns 6% on capital over 40 years and you hold it for that 40 years, you're not going to make much different than a 6% return—even if you originally buy it at a huge discount. Conversely, if a business earns 18% on capital over 20 or 30 years, even if you pay an expensive looking price, you'll end up with a fine result."

Warren Buffett refere que "No longo prazo, é difícil que uma ação tenha uma rentabilidade muito superior à do negócio que a subjaz. Se o negócio tiver rentabilidade do capital investido de 6% ao ano durante 40 anos e mantiver a ação durante esses 40 anos, não irá conseguir uma rentabilidade do investimento muito diferente de 6% — mesmo que compre a ação com um grande desconto. De forma inversa, se um negócio tiver uma rentabilidade anual de 18% sobre o capital investido, num período de 20 ou 30 anos, mesmo que pague um preço aparentemente alto pela ação, acabará com um resultado positivo".¹

Sobre este tema, transcrevemos aqui o que foi escrito no Relatórios e Contas de 2017, que consideramos resumir bem o ponto crucial da questão:

“Aprofundando a ideia de capacidade de criação de valor: os melhores negócios são aqueles que são capazes de reinvestir o seu excedente de *cash-flow* em oportunidades que geram rentabilidades acima do seu custo de capital. Enquanto o conseguirem fazer, aumentarão o valor intrínseco das suas ações — o que se reflete em excelentes rentabilidades para os seus acionistas.”

Um dos grandes méritos desta abordagem é a de permitir ao investidor beneficiar tanto mais quanto mais tempo passar. O efeito de *compounding* do valor intrínseco traduzir-se-á num aumento exponencial da rentabilidade do investimento face ao preço pago inicialmente. Esta é uma característica fundamental, que não deve ser menosprezada: os verdadeiros negócios excepcionais, capazes de gerar rentabilidades acima do custo de capital ao longo de muitos anos, são extremamente raros e ainda mais difíceis de serem comprados a preços sensatos.

Assim, mantendo o foco em "coleccionar" um grupo de excelentes empresas a preços sensatos, o investidor está também a evitar uma das fontes mais comuns de *underperformance*: o excesso de rotação da carteira. Esta rotação gera custos de transação avultados e leva a um fenómeno conhecido no meio como o de "colher as flores e regar as ervas daninhas" — ambos fatores que levam à deterioração das rentabilidades.

COMO SABER QUANDO UMA AÇÃO ESTÁ CARA OU BARATA

Uma interpretação muito comum dos factos descritos acima é a de que o preço a que se compram estas ações é um fator irrelevante. Nada poderia estar mais longe da verdade. Mantemos intacta a noção de que um bom investimento deve pressupor um preço pago que inclua margem de segurança. A principal lição que o investidor de longo prazo deve reter é a de que não são os múltiplos em relação ao próximo ano que ditam se uma ação está cara ou barata. O seu foco deve estar na oportunidade de crescimento de resultados e *cash-flow* para a próxima década e na rentabilidade dos capitais reinvestidos na prossecução desse crescimento.

Se estiver perante um negócio capaz de crescer os resultados a 15% ao ano, com uma rentabilidade de capitais investidos sustentável de 25%, pagar um múltiplo acima do mercado por estas ações pode ser considerado um investimento feito com uma boa margem de segurança. A capacidade de investimento a taxas de rentabilidade tão elevadas permitirá suportar o crescimento de resultados a um ritmo também elevado, aumentando o valor intrínseco das suas ações a favor do acionista. Aquilo que aparenta hoje ser um múltiplo elevado tornar-se-á, com o tempo, numa excelente oportunidade.

UM PROBLEMA DE NOMENCLATURA

Estas considerações põem a nu uma das mais difundidas inconsistências dos mercados. Vemos recorrentemente serem comparados dois “estilos de investimento” supostamente opostos: o estilo “**Crescimento**” e o “**Valor**”. A análise típica caracteriza o estilo “*Crescimento*” como um que se foca no investimento em ações que transacionam a múltiplos elevados (caros) por se perspetivar um crescimento de negócio mais elevado, por oposição ao estilo “*Valor*”, que se caracteriza pelo investimento a múltiplos mais baixos (baratos). Esta descrição ignora algo que a explicação acima deixa bastante claro: o potencial de crescimento de um negócio faz parte do valor intrínseco desse negócio. Isto é, não são características estanques, nem ditadas pelos múltiplos a que transacionam. Apesar de os pseudo-analistas de mercados terem rotulado um dos estilos (*Valor*) com o mesmo termo utilizado para designar os investidores em Valor, não quer dizer que estes estejam confinados a investir em ações que transacionam a múltiplos baixos.

A verdadeira atividade que define um investidor em Valor é a da análise profunda e detalhada dos negócios subjacentes, a procura pela compreensão do potencial de crescimento de longo prazo dos resultados e de geração de *cash-flow* que possa ser distribuído aos acionistas ou reinvestido no negócio, sempre que esse reinvestimento resulte em rentabilidades elevadas. É dessa análise que resulta a estimativa de um valor intrínseco, que depois será comparado com o preço de mercado para averiguar se este proporciona a margem de segurança adequada ou não.

Note-se que esta abordagem permite que um investidor em Valor invista em ações conotadas com ambos os estilos descritos acima. Pura e simplesmente apenas porque a decisão não decorre do múltiplo a que a ação transaciona, mas sim da oportunidade que representa de proteger o capital e obter um retorno satisfatório. Outra conclusão é de que podemos encontrar ações caras em ambos os espectros – uma ação que transacione a 5 vezes os resultados do próximo ano, pode vir a revelar-se extremamente cara se a expectativa for de que os resultados venham a cair consistentemente no futuro.

IR PARA LÁ DO ÓBVIO

Nos últimos anos, as ações conotadas com o “Crescimento” têm tido uma performance materialmente superior à das caracterizadas como “Valor”. Como observadores atentos destas evoluções, é importante que saibamos interpreta-las de forma correta, sob pena de retirarmos conclusões nocivas para a nossa postura enquanto investidores.

Neste ponto é sempre importante frisar que o foco deve estar no crescimento do *cash-flow*, que é a única medida que verdadeiramente espelha a criação de riqueza de uma empresa. O ritmo de crescimento das receitas, subscritores de serviços, número de carros produzidos ou do mercado potencial de um produto ou serviço só é de interesse para o investidor se for espectável que se traduza num idêntico crescimento de *cash-flow*. É neste ponto que deve fazer-se sentir a postura de um investidor em Valor: saber abstrair-se do ruído das notícias de curto-prazo e identificar as empresas que realmente criarão valor para os seus acionistas.

A respeito deste assunto, partilhamos uma análise feita recentemente por Christopher Davis, reputado investidor em Valor da empresa Davis Advisors, no podcast *Masters in Business*, da Bloomberg. O investidor refletia precisamente sobre a importância do foco na capacidade de investimento e crescimento das empresas, dando o exemplo da Walmart: em 17 anos de atividade (aproximadamente entre 1980 e 1997), de acordo com o investidor, a empresa cresceu as vendas de mil milhões de dólares para 70 mil milhões de dólares. No entanto neste período, a empresa gerou, em termos acumulados, *cash-flow* negativo. Isto deve-se ao facto de a empresa estar a investir agressivamente na expansão da sua rede de lojas, sabendo que, uma vez instalada, esta rede lhe permitiria beneficiar de ganhos de escala que se traduziriam em excelentes rentabilidades sobre esse capital investido. O facto é que, uma vez concluído esse processo de expansão, a empresa reduziu materialmente o ritmo de investimento e passou a gerar quantidades enormes de *cash-flow* que distribuiu aos acionistas em forma de dividendos e recompra de ações. O ponto crucial deste exemplo é de que um investidor focado na análise detalhada do negócio deveria ter sido capaz de compreender que as lojas a operar a “velocidade cruzeiro” geravam uma torrente de *cash-flow* que estava a ser reinvestido de forma a aumentar ainda mais o *cash-flow* gerado pela empresa. Assim, o facto de o negócio não estar a gerar *cash-flow* no curto prazo deveria ser visto com otimismo, uma vez que estava a ser alocado para benefício futuro dos acionistas, tal como se veio a verificar posteriormente.

Este exemplo espelha bem a postura de um investidor que olha para o negócio como um dono, com um horizonte temporal de longo prazo. O foco tem de ir para além do óbvio e imediato (neste exemplo, o facto de a empresa não estar a gerar *cash-flow*), ancorando-se na compreensão

da estratégia de longo prazo, posicionamento competitivo e rentabilidade intrínseca das operações.

Um exemplo semelhante, em que a conjuntura de curto prazo ofuscava as características fundamentais de um negócio, diz respeito ao nosso recente investimento em Ryanair. À data em que o investimento foi feito, a empresa cotava a um múltiplo de resultados de cerca de 11 a 12 vezes os resultados, deprimido perante o aumento dos custos com pessoal, greves de controladores aéreos, ambiente de descida do preço dos bilhetes e incerteza face ao Brexit. Perante este cenário, uma análise superficial concluiria que este seria um negócio pouco interessante.

Mas se nos focássemos na análise dos últimos 20 anos, em que a empresa atravessou várias recessões económicas e ciclos de petróleo, concluiríamos o seguinte: a empresa foi capaz de gerar rentabilidades de capitais investidos, em média, de cerca de 20%, crescendo receitas a 16% por ano e resultados a 13% por ano. Explorando um pouco mais, perceberíamos que era a empresa com o balanço mais sólido do setor, custos unitários estruturalmente mais baixos do que todos os concorrentes e com boas perspetivas de crescimento futuras. A isto, alia-se um CEO que é também um dos principais acionistas da empresa e que, por isso, tem o seu futuro financeiro estreitamente ligado ao da empresa. Foram estes pontos, fáceis de recolher em pouco tempo, que nos levaram a decidir aprofundar o estudo do negócio.

Esta descrição procura, mais do que fazer a tese de investimento no título (que ainda detemos nas carteiras dos nossos Clientes), demonstrar como pomos em prática aquilo que advogamos e como nos distinguimos dos demais “especialistas” e “analistas de mercado”. Somos analistas de negócios, assumimo-nos como acionistas de empresas com a expectativa de o sermos durante muitos anos e procuramos ativamente ignorar o ruído de curto prazo dos mercados financeiros. Esta, como bem sabem, não é tarefa fácil: É preciso fazer um trabalho de análise profundo, pensamento independente e firmeza de carácter. É preciso ignorar notícias superficiais, analistas e vendilhões. É crucial ignorar a multidão, que teima em estar errada nos extremos de mercado.

A QUALIDADE PARA ALÉM DOS NÚMEROS

Até aqui, a discussão tem-se focado essencialmente na vertente quantitativa da qualidade de um negócio. Esta é a que se presta a uma análise mais objetiva e sistematizável e que muitas vezes dá origem a novas empresas a analisar. Mas é importante reconhecer que há outras características dos negócios e das empresas, de carácter mais subjetivo, que tomam parte importante na perceção de qualidade.

Uma das mais relevantes tem que ver com a análise da equipa de gestão. Vimos já como a capacidade de reinvestir o *cash-flow* gerado pelas operações da empresa é crucial na evolução futura do valor intrínseco da empresa. A equipa de gestão assume-se como ator principal nestas decisões estratégicas e, não poucas vezes, representa a diferença entre um excelente investimento e outro com resultados medíocres.

Como principais executivos, encarregues de levar a cabo a gestão e implementação estratégica do plano de negócios, estes têm de decidir em que projetos de investimento avançar e em que condições. Se os gestores não forem capazes de alocar corretamente o capital, maximizando a rentabilidade e o crescimento saudável, fica comprometido um dos principais pilares das fontes de criação de valor a longo prazo — o *compounding* do *cash* gerado pelas operações. Daí ser de vital importância que a gestão saiba quais os fatores mais importantes nas decisões de alocação de capital.

Estas decisões são bastante sensíveis, passíveis de expor o clássico problema de agência entre gestor e o detentor de capital. Se os incentivos da equipa de gestão colocarem ênfase na maximização de variáveis de curto prazo, tipicamente fá-lo-ão à custa da perspetiva de longo prazo. Por isso é que dedicamos tempo considerável à análise do histórico dos principais executivos, da sua estrutura de compensação e componentes das quais depende a remuneração variável.

A consideração sobre a qualidade e alinhamento de interesses da equipa de gestão envolve um grau considerável de julgamento qualitativo, que levamos a cabo suportados pela experiência coletiva da equipa da Gestão de Ativos. Como em todas as vertentes do nosso trabalho (porque se trata de tomar decisões sobre o futuro), mas nesta em particular, assumimos uma postura conservadora que reconhece que há imponderáveis que nos escapam. Para além dos pontos atrás discriminados, que documentamos de forma explícita e detalhada, procuramos aferir o histórico da equipa de gestão em matéria de alocação de capital. Em específico, procuramos perceber o racional por trás de aquisições passadas, procurando que tenha sido numa lógica de reforço das vantagens competitivas e melhoria da rentabilidade dos capitais investidos e não numa de procura de crescimento por si só ou de entrincheiramento da equipa de gestão (infelizmente, as motivações mais recorrentes).

Por outro lado, lemos as cartas escritas aos acionistas, transcrições das conferências de apresentações de resultados e entrevistas dos últimos anos. Aquilo que procuramos é uma linguagem simples e precisa, clara na descrição do que está a acontecer na empresa e da estratégia a implementar para o futuro — demonstrando que a estrela polar é a alocação correta do capital gerado pelo negócio, quer através do reinvestimento estratégico e cirúrgico no negócio quer na devolução do capital aos acionistas, quando boas oportunidades de investimento não existirem.

Não surpreendentemente, esta é uma lista difícil de cumprir — na grande maioria das vezes, as comunicações dos executivos são ininteligíveis e vazias de conteúdo, repletas de lugares comuns e complexidades de discurso desnecessárias, cujo único propósito é confundir e tornar difícil o escrutínio. Tipicamente, temos encontrado uma elevada correlação entre a clareza e honestidade de discurso de um CEO e a percentagem de capital que detém na empresa.

Felizmente, estas pessoas existem e estamos convictos que a nossa carteira de investimentos está repleta de negócios liderados por gestores exemplarmente capazes e detentores de fatias materiais dos negócios de lideram.

CONCLUSÃO

Já ouvimos várias vezes dizer que a atividade de investimento é parte técnica, parte arte. Talvez este seja um bom resumo do que fazemos: se pensarmos que a parte técnica está relacionada com o estudo dos números e compreensão económica e financeira dos negócios, a arte estará na capacidade de interpretação desses números e de relacioná-los entre si, refletir sobre as vertentes subjetivas do negócio e sobre o que poderá acontecer no futuro, bem como ter espírito crítico para avaliar o mérito das nossas próprias ideias e conclusões.

Fundamentalmente, o ato de investir deve impor a quem toma a decisão que alie os números à história que está a ser contada de forma a que ambos se suportem e apoiem a decisão tomada. Escrevemos em junho de 2018 um artigo intitulado de “O poder das histórias e a importância dos números” em que refletimos sobre este tema:

“(…) A Atração Pelas Histórias

Durante séculos, o conhecimento era transmitido de geração em geração através de histórias, contadas e recontadas, talvez ganhando uns pontos e perdendo outros.

Yuval Harari, autor de “Sapiens: Uma breve história da humanidade”, argumenta que a razão pela qual as histórias têm tanto poder sobre nós, é que ajudam a ligarmo-nos uns aos outros e são muito mais memoráveis do que os números.

Uma vez que as histórias apelam à emoção, mais do que à razão, podem incentivar a irracionalidade e levar-nos a fazer coisas que não fazem sentido, mas nos fazem sentir bem.

No seu livro “*Thinking, Fast and Slow*”, Daniel Kahneman, psicólogo, professor e Prémio Nobel da Economia em 2002, apresenta vários estudos e demonstra

que as histórias têm muito mais poder sobre as pessoas se estas tiverem que fazer inferências e ligações. Surpreendentemente, quanto menos informação têm sobre determinado assunto, mais facilmente constroem uma história coerente e a memorizam. As ligações que fazem podem muito bem ser aquelas que “o contador da história” quer que façam. Os estudos concluem que quanto maior for a ligação emocional entre o “contador da história” e os “ouvintes”, mais tempo a história é lembrada e mais forte é o impulso para agir.

Não admira que “os contadores de histórias” as “desenhem” para encorajar os investidores a atribuir maior valor aos negócios.

Encanto Pelos Números

Ao longo da história o uso dos números era limitado. Recolher e guardar grandes quantidades de dados era muito intensivo em termos de mão de obra e a sua análise difícil e cara. Hoje, o mundo da *Big Data* permite aceder a dados que qualquer um pode analisar.

Num mundo de incertezas, os números oferecem-nos uma sensação de precisão e objetividade e servem de contrapeso às histórias. No entanto, muitas vezes, essa precisão é ilusória e existem incontáveis formas pelas quais os números escondem vieses.

Os cientistas comportamentais concluem que a sobrecarga de informação a que somos sujeitos todos os dias e que nos puxa muitas vezes em direções opostas faz com que, ironicamente, o nosso processo de decisão seja cada vez mais simplista e irracional.

Somos atraídos por histórias que podem levar-nos à fantasia, o que é um problema quando investimos. Por outro lado, os números permitem-nos ser disciplinados nas apreciações, mas, sem as histórias por trás, podem tornar-se fonte de enviesamento.

É crucial aliar os números e as histórias no investimento e nos negócios. A avaliação é a ponte que os une, que obriga a que cada lado exija mais do outro: força os contadores de histórias a rever as partes que são improváveis ou pouco plausíveis e força os adeptos dos números a reconhecer quando os seus cálculos geram uma história que não faz sentido ou não é credível.

O que fazer?

Começamos por conhecer a história da empresa que estamos a avaliar, o negócio em que opera, a concorrência, as vantagens competitivas da empresa e a capacidade de as manter a prazo. O Professor de avaliação de empresas da New York Stern School of Business, Aswath Damodaran, advoga no seu livro “*Narrative and Numbers*”, que é preciso responder a algumas perguntas sobre a história, tais como: é possível? é plausível? é provável? Nem todas as histórias

que são possíveis são plausíveis e de todas as histórias plausíveis apenas um punhado são prováveis.

O passo seguinte é ligar a história aos números que determinarão o valor da empresa. São os números que nos guiarão até à avaliação do negócio em que baseamos as decisões de investimento.

Há, no entanto, um perigo. É natural que fiquemos ligados à nossa história e que encaremos qualquer crítica como uma afronta pessoal. Embora seja importante podermos defender a nossa história, é essencial manter a mente aberta a questões, comentários e críticas e as utilizemos para modificar, adaptar ou alterar a nossa história.

Desde muito cedo obrigam-nos a escolher letras ou números. A especialização leva-nos a adquirir cada vez mais competências numa das áreas e a ignorarmos a outra. Nas palavras de Damodaran, se o lado esquerdo do cérebro comanda a lógica e os números e o lado direito controla a intuição, imaginação e criatividade, isso significa que passamos a vida a utilizar apenas metade dos nossos cérebros.

O Investidor em Valor usa as duas metades.”

O INVESTIDOR EMPREENDEDOR

É atribuída a Warren Buffett a seguinte frase: “Sou melhor investidor porque sou empresário e melhor empresário porque sou investidor”.

Para aqueles que já tiveram a oportunidade de criar o seu próprio negócio, a compreensão de que o investimento em ações representa a detenção de propriedade de um negócio é bastante natural. Na sua essência, as duas situações são idênticas: ao deter as ações de uma empresa, quer sejam ações que transacionam em bolsa (e para as quais tem informação relativamente a quanto alguém as quer comprar e vender) ou as de um negócio particular, detê-las significa que é titular dos dividendos que essa empresa poderá distribuir no futuro, bem como da escolha de vender a sua empresa, caso alguém lhe ofereça um valor acima do que considera ser o seu valor intrínseco.

A principal diferença entre ser um acionista minoritário e o único proprietário de um negócio é o controlo sobre decisões estratégicas e de gestão do dia-a-dia: no primeiro caso, não o tem, daí a importância da análise detalhada da equipa de gestão e *governo corporativo* que descrevemos no capítulo anterior.

A verdadeira vantagem de olhar para o portfólio de ações como um empresário olha para o seu negócio é a de deixamos de colocar o mercado

como peça central do assunto. As cotações diárias deixam de ser um fim em si mesmo, que nos consomem a atenção e discernimento, para passarem a ser vistas como algo secundário, de que tiramos proveito apenas quando quisermos. O foco passa a estar no negócio em si, na compreensão de como irá gerar dinheiro para reinvestir e crescer mais ou para ser distribuído pelos acionistas. É isto que um empresário faz: não está todos os dias preocupado em saber quanto alguém lhe oferece pela sua empresa, mas em garantir que o seu negócio sobrevive e prospera, porque sabe que isso se refletirá em maiores dividendos no futuro e, eventualmente, na venda da sua empresa mais tarde, por um montante muito superior.

AUMENTO DE CAPITAL DA CASA DE INVESTIMENTOS

A Administração tomou a decisão de aumentar o Capital Social da Casa de Investimentos, que passará agora de Um Milhão para Dois Milhões de euros. Os rácios de solvabilidade da Casa ultrapassam em múltiplas vezes os mínimos exigidos por reguladores e legisladores, espelhando a Margem de Segurança com que gerimos o negócio.

Desde a fundação da CASA que assumimos o compromisso de manter uma Instituição sólida que garanta a segurança dos seus Clientes e dos seus colaboradores. Da mesma forma que procuramos investir em negócios com balanços sólidos e que gostamos de os comprar com margem de segurança, entendemos crucial manter grande margem de segurança na gestão da atividade da CASA e o seu foco no longo prazo.

Nos últimos dois anos, reforçámos consideravelmente a estrutura de recursos humanos. Este é um processo contínuo e que visa assegurar que a CASA tem todos os meios necessários para prestar um serviço de grande qualidade. Continuamos a investir em recursos humanos com grande capacidade técnica e integridade, procurando que estejam alinhados com os interesses dos Clientes e da CASA. Os níveis de capitais próprios que hoje temos permitem que a CASA tenha grande conforto em períodos menos bons de mercado, quer justificados ou não por períodos económicos recessivos.

Enquanto gestores da Casa de Investimentos, trabalhamos para que o nosso negócio seja rentável e que seja capaz de remunerar adequadamente os seus acionistas e colaboradores. Mas isto só deverá acontecer como consequência do bom trabalho que fizemos para os nossos Clientes. A segurança e rentabilização das poupanças que nos confiam será sempre o principal objetivo da nossa CASA. Os outros dois serão o seu reflexo.

Esperamos que esta decisão contribua também para reforçar a confiança que depositam em nós.

PERSPETIVAS E PREVISÕES PARA 2020

Imposições regulatórias ditam que o nosso Relatório e Contas incorpore um capítulo dedicado às perspetivas e previsões que temos para o próximo ano. Para benefício do leitor mais recente e menos conhecedor dos nossos escritos e filosofia, reiteramos que este é um exercício que consideramos vazio de valor e, mais ainda, nocivo para um investidor de longo prazo. Reforçamos mais uma vez a ideia de que a nossa capacidade de previsão sobre o comportamento dos mercados no próximo ano é nula. Mais importante ainda, não é sequer relevante para a prossecução do nosso objetivo principal, que é o de proteger e rentabilizar as poupanças dos nossos clientes, para um horizonte de vários anos e décadas.

A respeito deste exercício, publicamos um ensaio no Jornal Económico que encaixa na perfeição neste tema, intitulado **“A Grande Ilusão”**:

“ O futuro nunca é claro e paga-se um preço muito elevado por um consenso alargado. Aliás, a incerteza é amiga do investidor de longo prazo.”

— WARREN BUFFETT.

Investir dinheiro que custou a ganhar, sobretudo em ações, é um enorme desafio para a maior parte das pessoas. Investir é o processo de alocar dinheiro hoje que deverá permitir receber mais no futuro. Como o futuro é incerto, procuramos prever o que pode acontecer e valorizamos muito mais alguém que nos diz exatamente o que vai acontecer—e que inevitavelmente estará errado—do que alguém que objetivamente diz que não sabe.

A certeza é um estado imaginário de clareza e previsibilidade em assuntos económicos que todos os investidores dizem ser indispensável—ainda que não exista, nunca existiu e nunca existirá. O atributo mais importante dos mercados financeiros é a incerteza. Quando pensamos que sabemos o que com certeza vai acontecer, os mercados financeiros rapidamente provam que estamos errados.

No entanto, sempre que o tumulto e a turbulência se tornam óbvios, os “comentadores especialistas” proclamam que “os investidores odeiam a incerteza”. O inesperado acontecerá sempre—uma e outra vez. Os “especialistas” tentarão sempre prever o que acontecerá. Mas se alguém o conseguisse prever, não seria inesperado.

É natural que os investidores procurem evitar dias maus de mercado. O que realmente acontece é que evitam muitos dias bons. Tal como os agricultores, os investidores querem “sol na eira e chuva no nabal”: querem estar no mercado quando ele sobe e estar fora quando cai. Esta é a grande ilusão. O verdadeiro investidor tem assento permanente no mercado, caso contrário, é especulador.

Uma vez que a mente humana odeia admitir a verdade que o mundo é, em larga medida, aleatório e imprevisível, os “videntes” terão sempre procura, independentemente da sua futilidade. A indústria financeira—que é muito mais capaz a vender do que a gerir dinheiro—os media, os comentadores e especialistas, alimentam-se disso. A tecnologia e a “informação” disponível (ruído) tornam o trabalho do investidor mais difícil ao potenciarem os vieses comportamentais de que todos sofremos.

O viés do retrovisor

Em retrospectiva, era fácil imaginar que podíamos ter vendido em setembro, evitando a queda do último trimestre de 2018 e recomprado no final de dezembro, mesmo no mínimo. Este é um exemplo de como os nossos vieses causam o caos no nosso processo de tomada de decisões. O viés do retrovisor faz com que pensemos, após o facto, que os eventos eram muito mais previsíveis.

Quem de nós, ao relembrar os eventos que levaram à crise financeira de 2008/2009, não tem a certeza absoluta que sabia que a bolha de crédito subprime estava prestes a rebentar e que as consequências para economia mundial, e para os mercados financeiros, seriam catastróficas?

O psicólogo Baruch Fischhoff demonstrou, numa série de experiências brilhantes, que quando temos conhecimento do desfecho dos eventos, não apenas sentimos que nenhum outro desfecho era possível, mas também que sabíamos exatamente o que iria acontecer.

Entre finais de 2007 e início de 2009, o maior índice de ações do mundo, o S&P 500, teve uma queda de cerca de 57%. O mercado caiu com tal velocidade e volume que muitos investidores, mesmo institucionais (cuja principal preocupação é manter o seu posto de trabalho) mantiveram-se fora do mercado durante anos—em 23 de junho de 2014, foi publicado um artigo do “Wall Street Journal”, com o título “Grandes investidores falharam o rally desde 2009”. Sair do mercado durante esta grande correção e tentar adivinhar o melhor momento para reentrar fez com que muitos perdessem toda ou parte da recuperação, de 300%, nestes dez anos.

“Não faças qualquer coisa. Fica parado!”

Historicamente, os mercados americanos—e mundiais—sobem com mais frequência do que caem—e quando sobem, sobem muito mais. Nos 93 anos desde 1926, o S&P 500 subiu em 68, mais de 73% das vezes. Assim, o custo de

oportunidade de sair das ações excede em média as perdas resultantes de estar investido enquanto elas caem. Por outras palavras, ao tentar evitar as perdas, poderemos estar a abdicar de lucros muito maiores. Tal como diz Jason Zweig no seu “Dicionário Financeiro do Diabo”: “Market Timing é a tentativa de evitar perder dinheiro em bear markets; o resultado habitual é, no entanto, deixar de fazer dinheiro em bull markets”.

Numa entrevista em setembro passado, John Bogle, fundador da Vanguard, dizia que “nos anos maus, anos de crise, o Dow caiu cerca de 50%. As pessoas entraram em pânico e venderam tudo, mesmo fundos de investimento e ETF’s (Exchange Traded Funds), nos mínimos.

“Mantenham o rumo, não deixem que as variações do mercado os desviem do caminho. Nunca fique completamente fora do mercado à espera de uma melhor oportunidade para reentrar porque as suas emoções vão derrotá-lo em toda a linha.

A regra para a maior parte das coisas na vida é, “Não fiques parado. Faz qualquer coisa!” Mas, para o investidor de longo prazo, a regra deveria ser, “Não faças qualquer coisa. Fica parado!”

O triunfo dos otimistas

No livro o “Triunfo dos Otimistas”, Elroy Dimson, Paul Marsh e Mike Staunton demonstram que, independentemente da geografia mundial, a classe de ativos que melhor rentabilizou o capital foram as ações. Os chamados ativos de taxa fixa (obrigações de empresas e de governos), embora aparentemente mais seguros, fizeram os investidores perder dinheiro para a inflação. É verdade que estes ativos têm menor volatilidade. No entanto, são, no longo prazo, muito mais arriscados devido à desvalorização monetária.

A aposta nas empresas, na sua capacidade de incorporarem os avanços tecnológicos e conquistarem ganhos de produtividade, o alinhamento de interesses entre quem as gere (gestores) e quem as detém (os acionistas) faz com que estas continuem a beneficiar de ventos favoráveis.

Apesar de o período estudado (de 1898 a 2017, atualizado em Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2017) compreender duas guerras mundiais, a grande depressão, uma série de recessões e conflitos regionais, a crise petrolífera e a grande recessão de 2008, o investimento em ações foi de longe a melhor aposta, com ganhos de cerca de 10% ao ano. Neste período, o dólar perdeu 95% do seu valor. O imobiliário valorizou em linha com a inflação. Passando por períodos dramáticos e de grande incerteza, os otimistas triunfaram.

Mesmo assim, as pessoas gostam de ouvir que o mundo está cada vez pior. Apesar de todas as estatísticas que demonstram que o mundo está cada vez melhor para a maioria das pessoas—tal como Hans Rosling prova no seu livro,

“Factfulness”—o pessimismo, não apenas é mais comum, mas também soa mais inteligente. O pessimista é intelectualmente cativante e o otimista é visto como ingênuo.

Quer estar certo ou quer ganhar dinheiro?

Por que motivo, dadas as evidências, continuam as pessoas a tentar adivinhar o mercado? A tentar vender antes de uma queda e a tentar acertar no mínimo para comprar? Quando os mercados estão em mínimos, os receios dos investidores estão em máximos e se não estiverem treinados para controlar as suas emoções e não tiverem um processo objetivo de tomada de decisões, não investirão.

Nós, os investidores em valor, não sabemos o que o mercado vai fazer amanhã, daqui a um mês ou um ano. No entanto, sabemos que o longo prazo e a filosofia de investimento em valor são a maior vantagem que o investidor pode ter. Comprar uma coleção de fatias de negócios extraordinários a desconto do que valem, ser disciplinado e ter paciência para esperar pelos resultados funciona.

Centramos a nossa análise naquilo que conseguimos fazer com competência: avaliar a capacidade das empresas produzirem riqueza para os seus acionistas, as suas vantagens competitivas, a capacidade e histórico dos seus gestores e confrontamos com a cotação de mercado. Se a cotação de mercado for substancialmente inferior ao valor que consideramos justo, compramos. Quando estes investimentos atingem o valor intrínseco, vendemos. Procuramos maximizar a objetividade, mesmo sabendo que há períodos em que esta filosofia fica para trás. Sabemos que a prazo é a mais consistente e permite investir com risco limitado.

Peter Lynch, “Não Vale a Pena o Esforço”

Entre 1977 e 1990, Lynch geriu o Fidelity Magellan Fund e conseguiu retornos anualizados de 29,1%. Apesar destes resultados excepcionais, a Fidelity concluiu que o investidor médio perdeu dinheiro neste período de 13 anos. Como foi isto possível? Segundo a Fidelity, os investidores vendiam as suas posições após períodos de fraca performance e compravam após períodos de subida.

Em entrevista à PBS, Peter Lynch explica, “As pessoas gastam imenso tempo a tentar adivinhar, em que altura do ano devem investir; quando devem investir? Levei a cabo um estudo fantástico, um exercício espantoso: nos 30 anos entre 1965 e 1995, se tivesse investido \$1.000—e teve imensa sorte, investiu sempre no dia em que o mercado registou o valor mais baixo do ano, o seu retorno teria sido de 11,7% por ano.

Pelo contrário, um investidor “azarado” investiu sempre os seus \$1.000 no dia em que o mercado atingiu o máximo do ano. O retorno conseguido: 10,6% por ano. Essa é a diferença entre o máximo e o mínimo do ano.

Um outro investidor escolheu investir sempre no primeiro dia do ano e conseguiu um retorno anual de 11%.

As pessoas gastam uma quantidade inacreditável de energia mental a tentar adivinhar o que o mercado vai fazer e a tentar escolher a melhor altura para comprar. Simplesmente, não vale a pena o esforço.”

Em conclusão, não vale a pena o esforço. Por isso mesmo, a apresentação a Clientes em 28 de janeiro de 2020 decorreu sob o tema: **“Dos resultados de 2019 a como investir para a próxima década”**.



ESTRUTURA E OPERAÇÃO

ESTRUTURA INTERNA

A Gestora tem a sua estrutura assente em quatro departamentos: Comercial, Consultoria Financeira, Gestão de Ativos e Operações. Cada departamento é organizado e gerido autonomamente por um responsável de forma a evitar conflitos de interesses. A supervisão de cada um fica a cargo de um elemento da administração, de forma independente.

Em outubro foi criada uma nova função com reporte direto à Administração com responsabilidades pelas áreas de Marketing, Relações Institucionais, Digital e Inovação que constitui o embrião de um novo departamento que congregará as competências críticas para a aceleração do crescimento da notoriedade da empresa e da marca, para a melhoria da atratividade, acessibilidade e qualidade das nossas propostas de valor e para o reforço da nossa agilidade, eficiência e eficácia operacionais. Para esta posição, foi selecionado Nuno Lopes Gama, gestor com formação académica em instituições nacionais e internacionais de relevo na área da Gestão empresarial e da Engenharia e uma experiência profissional de perto de 20 anos em funções de liderança nos domínios do Marketing, Vendas, Digital, Operações, Inovação e Melhoria Contínua em empresas de telecomunicações e retalho de um grande grupo económico português. Contamos que este colaborador se possa juntar ao Conselho de Administração da Casa de Investimentos, na qualidade de Administrador Executivo, durante o decorrer de 2020 e logo que autorizada a sua designação pelo Regulador, neste caso a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

Durante o ano, procedemos ainda ao reforço da equipa do nosso departamento de Operações para garantir que o significativo aumento de atividade decorrente da adesão de novos Clientes e do forte aumento dos ativos sob gestão não viesse a afetar a qualidade e operacionalidade do serviço prestado aos nossos Clientes.

Para a prossecução da atividade da empresa são necessários serviços externos de intermediários financeiros: execução de ordens de compra e venda,

custódia e guarda de títulos. A Casa de Investimentos assegura os serviços dos melhores parceiros, que avalia regularmente, tendo em conta a credibilidade da instituição financeira, a segurança e a fiabilidade humana e técnica dos serviços em questão.

POLÍTICA DE GESTÃO DE RISCO

A postura geral de prudência da filosofia de investimento que praticamos exige da organização da Casa uma estruturação coerente com os seus princípios. Nesse sentido a Casa de Investimentos elaborou, implementou e revê anualmente um conjunto alargado de políticas e procedimentos que estruturam e regulam toda a atividade. Neste âmbito, e durante o ano 2019, a CASA elaborou e implementou uma nova política e procedimentos, especificamente dedicados à identificação e gestão de riscos.

São princípios estruturais desta política a solidez, eficácia e consistência, abrangendo todos os produtos, atividades, processos e sistemas da Casa de Investimentos, aplicados com proporcionalidade face à dimensão, à natureza e à complexidade da atividade desenvolvida, tomando, nomeadamente, em consideração, a natureza e a magnitude dos riscos incorridos.

O sistema de gestão de riscos toma em consideração os riscos de crédito, de mercado, de taxa de juro, de taxa de câmbio, de liquidez, de compliance, operacional, dos sistemas de informação, de estratégia e de reputação, de branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo bem como todos os outros riscos que, em face da situação concreta da Casa de Investimentos, se possam revelar materiais.

O sistema de gestão de riscos da Casa de Investimentos assenta na identificação, avaliação, acompanhamento e controlo de riscos, permitindo assegurar que os objetivos da Casa de Investimentos são atingidos e que são tomadas as ações necessárias para responder adequadamente aos riscos identificados na presente política. A propósito do exercício de identificação e avaliação merece destaque o facto de terem sido classificados como prioritários, em razão da magnitude do seu impacto e/ou da probabilidade de ocorrência, o Risco de Branqueamento de Capitais e de Financiamento do Terrorismo, o Risco de Mercado e o Risco de Taxa de Câmbio, o que fundamenta uma monitorização e controlo permanente.

Esta política é revista pelo Comité de Investimentos e pelo Conselho de Administração sempre que necessário e, pelo menos, com periodicidade anual, cabendo ao responsável pelo *Compliance* assegurar o cumprimento desta e das restantes políticas e procedimentos, bem como a aplicação das normas de conduta interna e de todas as imposições regulamentares em vigor.

AÇÕES DE COMUNICAÇÃO MAIS RELEVANTES

TEDx Porto

Já fizemos menção várias vezes ao longo deste relatório à nossa participação no evento TEDx Porto, em abril de 2019. A nossa participação, sob o desígnio de “Confiança: Um Investimento em Valor”, tinha como fio condutor a compreensão das razões que levaram tantos portugueses a perder a confiança no sistema financeiro, que características compõem e constroem confiança, como ela é importante na preservação e rentabilização das poupanças e que filosofia de investimento é meritória dessa confiança.

Naturalmente que consideramos que a filosofia de investimento em Valor é a resposta para estas questões. Mais ainda, durante a apresentação demonstrámos o porquê desta nossa convicção: porque se trata de uma postura com fundamentos lógicos e fáceis de compreender, porque coloca o interesse do Cliente sempre em primeiro lugar, porque não se lhe conhecem escândalos e porque tem um histórico de mais de 100 anos de proteção de capital e excelentes rentabilidades.

A participação neste tipo de eventos enquadra-se num dos pilares da Casa de Investimentos: a contribuição para o aumento da literacia financeira dos portugueses. Acreditamos piamente que a grande maioria dos males financeiros que assolaram as famílias e o nosso país decorreram, em grande parte, do pouco conhecimento generalizado em matéria de investimentos, aliado ao aproveitamento descarado e inadmissível desta iliteracia por parte de um restrito grupo de líderes políticos, empresariais e bancários. Quanto à existência deste tipo de personagens, pouco podemos fazer — mas estamos convictos de que quanto mais informados estivermos, menores são as probabilidades de nos voltarem a enganar.

Nesta TEDx, procuramos mais uma vez demonstrar que o “mundo das finanças” não tem que ser complexo, cheio de jargões e fórmulas incompreensíveis. Quem se propõe a gerir as nossas poupanças e investimentos deve ser capaz de explicar as suas motivações e soluções que propõe de forma simples e clara, explicitando os riscos incorridos e os custos associados.

Vemos com enorme pena que, por más experiências e fraco acompanhamento, as famílias portuguesas não possam beneficiar de uma das principais qualidades do capitalismo: a criação de valor gerado por empresas que se dedicam a colmatar necessidades, desenvolver novas tecnologias e beneficiar continuamente os seus clientes. Sendo detentor de partes destes negócios, os portugueses poderão tomar parte do avanço da tecnologia, assegurando o seu futuro financeiro. É com este propósito que continuaremos a divulgar

a nossa filosofia e postura, certos que conseguiremos ter um impacto fundamental na vida de milhares de famílias.

Passatempo Casa de Investimentos/JE – Dia Mundial da Poupança

Para celebrar o Dia Mundial da Poupança, no passado dia 31 de outubro, a Casa de Investimentos aliou-se ao Jornal Económico para lançar um passatempo em que os leitores das edições em papel e *online* foram convidados a completar a frase “Poupar é...” para se habilitarem a ganhar um exemplar d’“O Livro do Investimento em Valor”, de Christopher H. Browne.

O passatempo contou com perto de uma centena de participações, assim como demonstrações de agrado em media sociais por parte de participantes e vencedores.

Conteúdos mais lidos em 2019

Entre as publicações no nosso blogue que mais interesse suscitaram na comunidade que o visita, estão os seguintes oito ensaios e artigos de opinião que Emília Vieira, CEO da Casa de Investimentos, escreveu para o Jornal Económico: “A Grande Ilusão”; “Insanidade Temporária”; “Quando Será a Próxima Recessão?”; “O Dinheiro Fala”; “O Tolo Maior”; “Warren & Charlie”; “Quem Vai Perder Dinheiro?” e “Salvaguardar a Riqueza para as Gerações Futuras”. A sua palestra no TEDx Porto e uma peça sobre John Bogle, considerado pela Time Magazine como um dos gigantes do investimento do século XX, completam a lista.

As preferências dos nossos leitores denotam um interesse particular da nossa comunidade por conteúdos que sugerem caminhos ou retratam experiências bem-sucedidas no que respeita a lidar com a incerteza e volatilidade nos mercados financeiros e a procurar segurança e rentabilidade financeiras.

AUTORIZAÇÃO PARA EXERCÍCIO DE GESTÃO DE ORGANISMOS DE INVESTIMENTO COLETIVO

Em novembro de 2019, a Casa de Investimentos foi notificada pela CMVM da obtenção de autorização para exercício de gestão de organismos de investimento coletivo em valores mobiliários e de organismos de investimento alternativo em valores mobiliários.

Esta autorização marca uma evolução crucial num processo que leva já vários anos, em que a Casa de Investimentos fortaleceu a sua estrutura e operação com o objetivo de poder expandir os seus serviços à pequena poupança.

Entramos agora na última fase deste processo, que visa o lançamento de um fundo de investimento acessível a todos, que refletirá a filosofia de

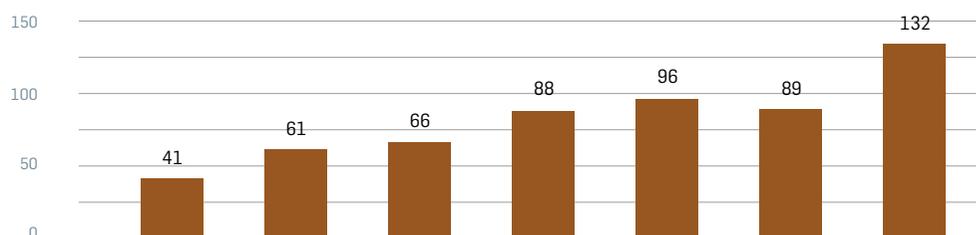
investimento e implementação da mesma que temos vindo a advogar desde a fundação da Casa. Esperamos com isto permitir que as poupanças de milhares de pessoas sejam protegidas e rentabilizadas de acordo com os princípios do Investimento em Valor, que tanta riqueza criou ao longo do último século, para quem a implementou de forma consistente e focada.

ATIVIDADE EM 2019

Após um ano de queda das rentabilidades, 2019 culminou como o ano em que as carteiras da Casa de Investimentos registaram a maior valorização anual, fixando-se em 28,95%. Esta performance, aliada à uma entrada líquida considerável de novos ativos, ajudou a levar os ativos sob gestão da Casa para níveis máximos históricos, de perto de 132 milhões de euros.

Tanto a rentabilidade anual como os ativos sob gestão variarão materialmente de ano para ano, consoante a evolução do mercado. O foco da gestão da Casa está na evolução de longo prazo destas métricas, que, através de altos e baixos, esperamos que sigam uma trajetória ascendente, que refletirá a proteção e rentabilização das poupanças dos nossos Clientes.

Evolução dos Ativos sob Gestão



A 31 de dezembro de 2019 os valores sob gestão totalizaram 131.803.613 euros, um aumento de 47,2% em relação ao ano anterior.

As comissões de gestão cobradas ficaram nos 1.720.427 euros, uma subida de 148%, impulsionada pela forte rentabilidade dos investimentos obtida no ano, que permitiu a cobrança de comissões de performance, bem como pela entrada líquida de novos ativos sob gestão.

Os gastos gerais e administrativos caíram para 170.105 euros, uma queda de cerca de 20%, essencialmente justificada por uma alteração de políticas contabilísticas que resultam do registo de parte do valor de rendas de aluguer

das instalações da Casa de Investimentos na rubrica de amortizações do exercício.

A rubrica de gastos com pessoal registou um aumento de 45%, à medida que a Casa de Investimentos mantém a política de investimento no reforço e expansão da sua operação nas áreas de gestão de ativos e operações. Tal como temos vindo a dar nota nos Relatórios e Contas de anos anteriores, este tipo de investimento é reflexo da postura dos gestores e acionistas da Casa, que mantêm como principal o objetivo a construção de uma organização de excelência, focada no longo-prazo e na melhoria constante dos serviços que prestamos aos nossos Clientes.

A expansão das receitas permitiu um aumento dos resultados líquidos de 1.010%, para os 793.775 euros. Os resultados por ação ficaram nos 3,97 euros.

A 31 de dezembro de 2019, a situação patrimonial da empresa fixou-se nos 2.386.938 euros, um aumento de 49% face ao ano anterior. Os capitais próprios representam cerca de 75% do total dos ativos, face a cerca de 91% no ano anterior. O decréscimo deve-se essencialmente à aplicação da norma contabilística IFRS 16, que implica o reconhecimento de um ativo e passivo relativo ao leasing operacional das instalações onde opera a Casa de Investimentos. Os rácios de solvabilidade da Casa ultrapassam em múltiplas vezes os mínimos exigidos por reguladores e legisladores, espelhando a Margem de Segurança com que gerimos o negócio.

À data de 31 de dezembro de 2019, a Sociedade não mantinha quaisquer dívidas em mora ao setor público.

PROPOSTA DE APLICAÇÃO DE RESULTADOS

Em cumprimentos das disposições legais e estatutárias, o Conselho de Administração propõe a transferência do Resultado Líquido de 793.775 euros (setecentos e noventa e três mil setecentos e setenta e cinco euros) seja aplicado da seguinte forma:

Reservas Livres: 90.275 €
Resultados Transitados: 3.500 €
Aumento de capital: 700.000 €

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O ano de 2019 foi excepcional para os nossos Clientes e para a Casa de Investimentos. O alinhamento de interesses está intrinsecamente construído no nosso modelo de negócio e procuramos que esta seja sempre uma parceria rentável para ambas as partes.

Apesar da grande volatilidade de caracterizou o ano, do tema recorrente de quando seria a próxima recessão e da tendência que os investidores têm para definir estratégias de investimento a curto prazo ou a privilegiar a inércia a “mudarem de rumo”, este foi um ano caracterizado por uma subida muito significativa nos ativos sob gestão, quer pela via de valorização da carteira quer por reforços de clientes quer ainda pela abertura de novas contas.

Aos nossos Clientes agradecemos a confiança, a paciência em aguardar pelos resultados e a crença na nossa capacidade de proteger o seu património financeiro e contribuir para a segurança das suas famílias. O nosso muito obrigada pelas recomendações que fazem do nosso trabalho e que contribuem para que o crescimento da Casa de Investimentos se reverta em benefícios para todos, nomeadamente nas reduções de custos com intermediários financeiros, como aconteceu já em final de 2019, e que se traduziu em valores substanciais.

Agradecemos a colaboração de quem contribuiu para que todos os dias pudéssemos servir os nossos Clientes ao mais alto nível e prestar contas aos Reguladores. Deixamos uma palavra de apreço muito especial às entidades, que, de forma continuada, apoiam a CASA: à Sociedade de Revisores Oficiais de Contas, VLP – Veloso e Associados, SROC, Lda, À BRLC – Advogados, à Conceito – Consultoria de Gestão, S.A. e à Codeware – Consultoria, desenvolvimento e Software.

Aos Reguladores agradecemos a exigência, cooperação e o reconhecimento da capacidade para crescermos para a atividade de gestão de fundos, na qual temos investido muitos recursos e pela qual tanto aguardámos. A autorização para exercício de gestão de organismos de investimento coletivo em valores mobiliários e de organismos de investimento alternativo em valores mobiliários, em novembro de 2019, é um marco muito importante na história da CASA. Queremos criar uma legião de investidores em valor, queremos incentivar as pessoas a poupar, a cultivar a independência financeira e a contribuir para que muitos mais beneficiem das “maravilhas do capitalismo”, colhendo os “frutos” de algumas das melhores empresas do mundo. Em suma, contribuir para que se acumule mais riqueza e para uma sociedade financeiramente mais independente.

Ao Eng.º António Murta, Administrador Independente, ao Professor António Cunha, Presidente da Assembleia Geral, aos membros do Conselho Fiscal,

Dra. Paula Cardoso, Professor Fernando Alexandre e Dr. José Pedro Sousa, agradecemos a disponibilidade de tempo, de conhecimento e sentido crítico e independente. Muito obrigada pela Vossa contribuição.

À Equipa da CASA agradecemos a dedicação, a capacidade de melhorar todos os dias e a determinação para que os nossos Clientes tenham um serviço de grande qualidade e profissionalismo e que fiquem connosco décadas. Obrigada pela entusiasmo e comprometimento em construir a melhor CASA possível para todos.

Continuaremos a trabalhar para merecer a Vossa confiança.

Muito obrigada.

DEMONSTRAÇÕES
FINANCEIRAS
E CERTIFICAÇÃO
LEGAL DE CONTAS



DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

PARTICIPAÇÕES DOS MEMBROS DOS ÓRGÃOS DE ADMINISTRAÇÃO E FISCALIZAÇÃO

1. Em cumprimento do estabelecido no art. 447º do código das sociedades comerciais, declara-se que os membros dos órgãos de administração são titulares das seguintes ações da sociedade e que efetuaram as seguintes transações durante o exercício de 2019:

Acionista	N.º de Ações 31/12/2018	Aquisições	Alienações	N.º de Ações 31/12/2019
Emília de Fátima de Oliveira Vieira	99.000	0	0	99.000
António Pedro Moreira da Silva Alves	99.000	0	0	99.000

Ações imputadas por força do n.º 2 do art. 447º do código das sociedades comerciais:

Acionista	N.º de Ações 31/12/2018	Aquisições	Alienações	N.º de Ações 31/12/2019
Emília de Fátima de Oliveira Vieira	900	0	0	900
António Pedro Moreira da Silva Alves	900	0	0	900

2. Os membros do Conselho Fiscal e o ROC não detinham qualquer ação da sociedade em 31-12-2019, nem efetuaram qualquer transação com ações no ano 2019

BALANÇO (DEMONSTRAÇÃO DA POSIÇÃO FINANCEIRA)
EM 31 DE DEZEMBRO DE 2019 E EM 31 DE DEZEMBRO DE 2018

(montantes expressos em euros)

ATIVO	Notas	31/12/2019	31/12/2018
Caixa e saldos de caixa em bancos centrais e outros depósitos à ordem	3	1.016.160	827.938
Aplicações em instituições de crédito	4	225.028	325.324
Ativos financeiros detidos para negociação	5	54.378	101.198
Ativos financeiros não negociáveis obrigatoriamente contabilizados pelo justo valor através de resultados	6	4.652	3.187
Ativos tangíveis	7	118.127	135.437
Direitos de uso	8	210.535	0
Ativos intangíveis	9	5.994	10.604
Ativos por impostos correntes	11	0	31.637
Ativos por impostos diferidos	11	55.125	0
Outros ativos	10	1.488.679	321.152
Total do ativo		3.178.679	1.756.478
PASSIVO			
Passivos por locações	8	209.475	0
Passivos por impostos	12	184.403	0
Outros passivos	13	397.862	159.815
Total do passivo		791.740	159.815
CAPITAL PRÓPRIO			
Capital	14	1.000.000	1.000.000
Outras reservas	14	596.663	525.122
Resultados transitados	8, 14	-3.500	0
Resultado do exercício	14	793.775	71.541
Total do capital próprio		2.386.938	1.596.663
TOTAL DO PASSIVO + CAPITAL PRÓPRIO		3.178.679	1.756.478
RUBRICAS EXTRAPATRIMONIAIS			
Responsabilidade potencial para com o S.I.I.	22	121.590	94.346
Valores administrados pela instituição	22	131.803.613	89.491.368

O Contabilista Certificado

Tiago Viegas

O Conselho de Administração

Presidente: Emília Oliveira Vieira
Vogais: Pedro Alves, António Murta

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS PARA OS EXERCÍCIOS FINDOS

EM 31 DE DEZEMBRO DE 2019 E EM 31 DE DEZEMBRO DE 2018

(montantes expressos em euros)

	Notas	31/12/2019	31/12/2018
Juros e rendimentos similares	14	4.254	3.472
Juros e encargos similares	14	-192	-68
Margem financeira		4.062	3.404
Rendimentos de serviços e comissões	15	1.720.427	693.734
Encargos com serviços e comissões		-1.068	-1.206
Resultados em ativos financeiros detidos para negociação		-2.939	-3.201
Resultados de reavaliação cambial		-765	-328
Outros resultados de exploração	16, 20	-26.737	-11.833
Produto Bancário		1.692.979	680.570
Custos com pessoal	17	-523.635	-360.572
Gastos gerais administrativos	18	-170.105	-213.889
Amortizações do exercício	19	-65.873	-19.585
Resultado antes de impostos		933.367	86.524
Impostos sobre os lucros:			
Correntes	20	-194.717	-14.983
Diferidos	21	-55.125	0
Resultado após impostos		793.775	71.541
Resultados por ação:			
Básico		3,97	0,36
Diluído		3,97	0,36

O Contabilista Certificado

Tiago Viegas

O Conselho de Administração

Presidente: Emília Oliveira Vieira
Vogais: Pedro Alves, António Murta

As notas anexas fazem parte integrante destes balanços.

DEMONSTRAÇÃO DE FLUXOS DE CAIXA PARA OS EXERCÍCIOS FINDOS
EM 31 DE DEZEMBRO DE 2019 E EM 31 DE DEZEMBRO DE 2018

FLUXOS DAS ATIVIDADES OPERACIONAIS	Notas	31/12/2019	31/12/2018
Juros recebidos		4.647	3.434
Comissões recebidas		547.966	835.132
Recebimentos por prestação de serviços		9.763	57.695
Pagamento de juros		-	-
Pagamento de comissões		-1.068	1.206
Pagamentos a fornecedores		-202.212	-220.913
Pagamentos ao pessoal		-444.418	-366.717
Outros recebimentos / (pagamentos) de exploração		155.153	-56.183
Impostos sobre o rendimento (pagos) / recebidos		21.268	40.721
		91.100	291.964
<i>Diminuição / (aumento) de ativos operacionais</i>			
Investimentos detidos para negociação		43.752	-54.129
		43.752	-54.129
TOTAL DOS FLUXOS DAS ATIVIDADES OPERACIONAIS		134.852	237.835
FLUXOS DAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTO			
Investimentos detidos até à maturidade		-1.426	-1.419
Venda de ativos tangíveis e intangíveis		-	2.764
Compra de ativos tangíveis e intangíveis		-3.204	-72.266
		-4.630	-70.921
FLUXOS DAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTO			
Pagamentos de locações		-42.000	-
		-42.000	-
Varição de caixa e seus equivalentes		88.222	166.914
Caixa e seus equivalentes no início do período	3, 4	1.152.938	986.024
Caixa e seus equivalentes no fim do período	3, 4	1.241.160	1.152.938

**DEMONSTRAÇÃO DAS ALTERAÇÕES NO CAPITAL PRÓPRIO PARA
OS EXERCÍCIOS FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2019 E EM 31 DE
DEZEMBRO DE 2018**

	Notas	Capital	Reservas legais	Outras reservas	Resultados transitados	Resultado líquido do período	Total do capital próprio
Posição no início do período 2018		1.000.000	200.000	133.852		191.270	1.525.122
Alterações no período:							
Aplicação do resultado líquido de 2017				191.270		-191.270	-
		1.000.000	200.000	325.122			1.525.122
Resultado líquido do período						71.541	71.541
Resultado integral						71.541	71.541
		1.000.000	200.000	325.122		71.541	1.596.663
Posição no início do período 2019		1.000.000	200.000	325.122		71.541	1.596.663
Alterações no período:							
Ajustamentos da IFRS16					-3.500		-3.500
Aplicação do resultado líquido de 2018		-	-	71.541		-71.541	-
		1.000.000	200.000	396.663	-3.500	-	1.593.163
Resultado líquido do período						793.775	793.775
Resultado integral						793.775	2.386.938
Posição no fim do período 2019		1.000.000	200.000	396.663	-3.500	793.775	2.386.938

NOTAS ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS INDIVIDUAIS DO PERÍODO FINDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2019

(montantes expressos em euros)

1. INTRODUÇÃO

A **Casa de Investimentos – Gestão de Patrimónios e Fundos de Investimento, S.A.** (adiante também designado por “Cdl”) é uma sociedade anónima constituída em 17 de Setembro de 2009, com sede em Braga, e que tem por objeto social o exercício das seguintes atividades, com respeito pelos limites legais e regulamentares em cada momento em vigor: a) A gestão de organismos de investimento coletivo em valores mobiliários, de organismos de investimento alternativo em valores mobiliários e de organismos de investimento em ativos não financeiros; b) A gestão discricionária e individualizada de carteiras por conta de outrem, incluindo as correspondentes a fundos de pensões e instituições de realização de planos de pensões profissionais, com base em mandato conferido pelos participantes, a exercer nos termos do Decreto-Lei n.º 163/94, de 4 de junho, desde que as carteiras incluam instrumentos financeiros enumerados na secção C do Anexo I da Diretiva n.º 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004; c) A prestação de serviços de consultoria para investimento relativa aos instrumentos financeiros a que se refere a alínea anterior; d) O registo e depósito de unidades de participação de organismos de investimento coletivo; e) A gestão de organismos de investimento em capital de risco, organismos de investimento em empreendedorismo social e organismos de investimento alternativo especializado, nos termos previstos no respetivo regime jurídico, e fundos previstos em legislação da União Europeia cujo investimento abranja os ativos elegíveis para organismos de investimento coletivo em valores mobiliários e organismos de investimento em capital de risco; f) Quaisquer outras para as quais esteja ou venha a estar legalmente habilitada.

Está registada no Banco de Portugal sob o n.º 1009, na CMVM sob o n.º 342 e no Sistema de Indemnização aos Investidores sob o n.º 137, tendo iniciado a sua atividade em setembro de 2010.

A sociedade não pertence a qualquer grupo económico. Em conformidade, as presentes demonstrações financeiras são as suas demonstrações financeiras individuais.

2. BASES DE APRESENTAÇÃO E PRINCIPAIS POLÍTICAS CONTABILÍSTICAS

As Demonstrações Financeiras agora apresentadas foram preparadas de forma a dar uma imagem verdadeira e apropriada da posição financeira da empresa, do seu desempenho financeiro e dos fluxos de caixa, dando cumprimento à legislação em vigor.

2.1. Bases de apresentação

No âmbito do disposto no Regulamento ("CE") n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de julho e do Aviso do Banco de Portugal n.º 5/2015, de 7 de dezembro, as demonstrações financeiras anuais da Casa de Investimentos são preparadas de acordo com as Normas Internacionais de Relato Financeiro ("IFRS") conforme aprovadas pela União Europeia ("UE"). As IFRS incluem as normas emitidas pelo International Accounting Standards Board ("IASB") bem como as interpretações emitidas pelo International Financial Reporting Interpretations Committee ("IFRIC") e pelos respetivos órgãos antecessores.

As demonstrações financeiras agora apresentadas reportam-se ao exercício findo em 31 de dezembro de 2019.

Em conformidade com o artigo nº 2 do Aviso nº5/2015 da Cdl de Portugal, a partir de 1 de Janeiro de 2017 as sociedades gestoras de patrimónios sujeitas à supervisão da Cdl de Portugal, devem elaborar as demonstrações financeiras em base individual de acordo com as IFRS ou Normas Internacionais de Contabilidade (NIC), tal como adotadas, em cada momento, por Regulamento da União Europeia e respeitando a estrutura conceptual para a preparação e apresentação de demonstrações financeiras que enquadra aquelas normas.

A alteração resultante da revogação das Normas de Contabilidade Ajustadas (NCA) e a preparação, a partir de 1 de janeiro de 2017, das demonstrações financeiras em base individual de acordo com as Normas Internacionais de Contabilidade (NIC), em conformidade com o previsto no IFRS 1, em 31 de Dezembro de 2016, não teve qualquer impacto.

Estas demonstrações financeiras foram aprovadas pelo Conselho de Administração da Casa de Investimentos em 13 de março de 2020.

2.2. Indicação e comentário das contas do balanço e da demonstração dos resultados cujos conteúdos não sejam comparáveis com os do período anterior so de estimativas nas demonstrações financeiras

As políticas contabilísticas adotadas na preparação das demonstrações financeiras da Empresa reportadas a 31-12-2019 são consistentes com as utilizadas na preparação das demonstrações financeiras para o exercício findo em 31 de dezembro de 2018, exceto quanto à aplicação da IFRS 16, cuja entrada em vigor ocorreu em 01-01-2019.

Não foi efetuada a reexpressão das contas de 2018, de acordo com a possibilidade prevista na IFRS 16.

A aplicação desta norma conduziu a um incremento da dívida líquida (passivos por locação), por contrapartida de ativos fixos (Direitos de uso), os quais

passaram a ser depreciados em detrimento do reconhecimento do custo correspondente em gastos gerais administrativos.

2.3. Uso de estimativas nas demonstrações financeiras

A preparação das demonstrações financeiras requer que a gestão da Cdl adote pressupostos e efetue estimativas que afetam ativos, passivos, réditos e custos, as quais serão analisadas nos parágrafos seguintes.

Perdas por imparidade em outros ativos

Com exceção dos ativos valorizados ao justo valor através de resultados, os restantes ativos (investimentos detidos até à maturidade, contas a receber, ativos tangíveis e ativos intangíveis) são sujeitos a uma análise específica em cada data de balanço para determinar a existência de perdas por imparidade. A determinação da existência de perdas por imparidade pode revestir-se de alguma subjetividade.

2.4. Conversão de saldos e transações em moeda estrangeira (IAS 21)

As demonstrações financeiras são expressas na moeda funcional, Euros, em virtude de ser a moeda utilizada no ambiente económico principal em que a Casa de Investimentos opera.

Os ativos e passivos financeiros em moeda estrangeira são registados nas respetivas moedas de denominação (sistema *multi-currency*).

A conversão para euros dos ativos e passivos expressos em moeda estrangeira é efetuada da seguinte forma:

1. Os ativos e passivos monetários são convertidos para moeda funcional à taxa de câmbio em vigor à data de balanço;
2. Os ativos e passivos não monetários valorizados ao custo histórico são convertidos para a moeda funcional à taxa de câmbio em vigor à data da transação; e
3. Os ativos e passivos não monetários valorizados ao justo valor são convertidos para a moeda funcional à taxa de câmbio em vigor à data em que o justo valor foi determinado.

As diferenças de câmbio apuradas na conversão cambial das posições líquidas são refletidas em resultados do exercício, na rubrica "Resultados de reavaliação cambial".

2.5. Instrumentos financeiros

2.5.1. Outros valores a receber (outros ativos)

2.5.1.1. Valorimetria, reconhecimento inicial e subsequente

Os outros valores a receber compreendem todos os ativos financeiros correspondentes ao fornecimento de serviços a um devedor. Este conceito abrange as comissões de gestão e de performance decorrente da gestão de carteiras dos clientes.

O rédito referente a comissões por serviços prestados que sejam diretamente associadas a operações de crédito é reconhecido ao longo do período da execução do serviço.

2.5.1.2. Desreconhecimento (IAS 39)

O crédito a clientes só é desreconhecido do balanço quando expiram os direitos contratuais da Casa de Investimentos à sua recuperação ou forem transferidos substancialmente todos os riscos e benefícios associados à sua detenção.

2.5.2. Ativos financeiros ao justo valor através de resultados (IAS 39)

Nesta categoria encontram-se registados ativos financeiros detidos para negociação, que correspondem essencialmente a títulos da dívida pública.

Os ativos financeiros classificados nesta categoria são registados ao justo valor, sendo os ganhos e perdas gerados pela valorização subsequente refletidos no resultado do exercício nas contas de "Resultados em ativos financeiros detidos para negociação".

Os juros de instrumentos de dívida são reconhecidos em margem financeira.

2.5.3. Investimentos detidos até à maturidade (IAS 39)

Os ativos classificados como investimentos detidos até à maturidade, correspondente ao montante pelo qual um instrumento financeiro pode ser vendido ou liquidado entre partes independentes, informadas e interessadas na concretização da transação em condições normais de mercado, exceto no caso de instrumentos de capital próprio não cotados num mercado ativo e cujo justo valor não possa ser fiavelmente mensurado ou estimado, permanecendo nesse caso registados ao custo de aquisição.

O justo valor é determinado com base na cotação de fecho à data do balanço, para instrumentos transacionados em mercados ativos.

2.6. Ativos tangíveis e locações (IAS 16 e IAS 17)

Os ativos tangíveis da Cdl encontram-se valorizados ao custo de aquisição, deduzido das respetivas amortizações e perdas por imparidade.

As amortizações são calculadas pelo método das quotas constantes, de acordo com o número de anos de vida útil esperada, os quais se situam dentro dos limites permitidos pela legislação fiscal Portuguesa, como a seguir se indica:

	Anos
Obras em edifícios arrendados	10 anos
Mobiliário e material	8 anos
Equipamento informático	entre 3 e 7 anos
Instalação interiores	entre 4 e 10 anos
Outros equipamentos	entre 4 e 8 anos

O custo de aquisição inclui despesas que sejam diretamente atribuíveis à aquisição dos bens. As despesas de manutenção e reparação são reconhecidas como custo do exercício, na rubrica de "Gastos gerais administrativos".

De acordo com a IAS 16, estes ativos encontram-se sujeitos a testes de imparidade sempre que eventos ou circunstâncias que indiquem que o valor de balanço excede o seu valor realizável, sendo a diferença, caso exista, reconhecida em resultados. O valor realizável resulta do maior entre dois valores, o valor de mercado do ativo deduzido de custos e o seu valor de uso.

As perdas por imparidade de ativos tangíveis são reconhecidas em resultado do período.

Em 01 de janeiro de 2019 entrou em vigor a IFRS 16—Locações, substituindo a IAS 17. Assim, os contratos de locação operacional com duração superior a 1 ano passaram a ser registados nos ativos tangíveis, apresentados no balanço como "Direitos de uso". As responsabilidades decorrentes destes contratos são apresentadas no balanço na rubrica "Responsabilidades com locações".

A Cdl tem atualmente em vigor 1 contrato de locação operacional, sendo que os pagamentos mínimos de locação totalizam 217.000 euros, conforme apresentado no quadro seguinte:

Tipo: Imobiliário

Duração: 5 anos

Fim / Prx renovação: 01/03/2025

Valor dos pagamentos mínimos: 217.000 euros

A Cdl não realiza operações de locação como locador.

2.7. Ativos intangíveis (IAS 38)

Esta rubrica compreende os custos de aquisição, desenvolvimento e implementação de software para ser utilizado na atividade da Casa de Investimentos e ainda a taxa de concessão paga à CMVM.

Os ativos intangíveis são registados ao custo de aquisição deduzido de perdas por imparidade e amortizações pelo método das quotas constantes e por duodécimos, ao longo do período de vida útil esperada, que em geral corresponde a um período de 3 anos, exceto no caso da taxa de concessão paga à CMVM em que foi estimada uma vida útil de 10 anos, a partir de 2017.

As despesas com manutenção de software são registadas como custo no exercício em que são incorridas. A Casa de Investimentos não reconhece ativos intangíveis gerados internamente.

As eventuais perdas por imparidade determinadas são reconhecidas em resultado do período.

Nos ativos com vida útil indefinida são feitos testes de imparidade, comparando a sua quantia recuperável com a sua quantia escriturada, anualmente e sempre que haja uma indicação de que o ativo intangível pode estar com imparidade.

2.8. Impostos sobre lucros (IAS 12)

A Casa de Investimentos está sujeita ao regime fiscal consignado no Código sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (CIRC) e do Estatuto dos Benefícios Fiscais (EBF).

Os impostos sobre lucros compreendem os impostos correntes e os impostos diferidos. Os impostos sobre lucros são reconhecidos em resultados, exceto quando estão relacionados com itens que são reconhecidos diretamente nos capitais próprios, caso em que são também registados por contrapartida dos capitais próprios. O imposto corrente é calculado com base no lucro tributável do exercício às taxas de imposto legalmente em vigor em Portugal para o período em que reportam os resultados, o qual difere do resultado contabilístico devido a ajustamentos à matéria coletável resultantes de custos ou proveitos não relevantes para efeitos fiscais, ou que apenas serão considerados noutros períodos contabilísticos.

Os impostos diferidos correspondem ao montante do imposto a recuperar e a pagar em períodos futuros resultantes de diferenças temporárias dedutíveis ou tributáveis entre o valor de balanço dos ativos e passivos e a sua base fiscal. Caso se verifiquem prejuízos fiscais reportáveis e créditos fiscais, estes são também registados como ativos por imposto diferido.

Os passivos por impostos diferidos são normalmente registados para todas as diferenças temporárias tributáveis, enquanto que os impostos diferidos ativos só são reconhecidos até ao montante em que seja provável a existência de lucros tributáveis futuros que permitam a utilização das correspondentes diferenças tributárias dedutíveis ou de reporte de prejuízos fiscais.

2.9. Benefícios dos empregados (IAS 19)

As responsabilidades com benefícios dos empregados são reconhecidas de acordo com a IAS 19. Os principais benefícios de empregados são de curto prazo:

2.9.1. Benefícios de curto prazo

Os benefícios de curto prazo (vencimentos e encargos com vencimentos) são registados pelo valor não descontado em "Custos com pessoal" no período a que respeitam de acordo com o regime contabilístico do acréscimo.

2.10. Reconhecimento de proveitos resultantes de serviços e comissões

Os proveitos resultantes de serviços e comissões são reconhecidos com referência à fase de acabamento da transação/serviço à data de relato, desde que todas as seguintes condições sejam satisfeitas:

- O montante do rédito pode ser mensurado com fiabilidade;
- É provável que benefícios económicos futuros associados à transação fluam para a Empresa;
- Os custos incorridos ou a incorrer com a transação podem ser mensurados com fiabilidade;
- A fase de acabamento da transação/serviço à data de relato pode ser mensurada com fiabilidade.

2.11. Erros fundamentais

Os potenciais erros do período corrente descobertos nesse período são corrigidos antes de as demonstrações financeiras serem autorizadas para emissão. Contudo, os erros materiais por vezes não são descobertos senão num período posterior, e estes erros de períodos anteriores são corrigidos na informação comparativa apresentada nas demonstrações financeiras desse período posterior.

2.12. Acontecimentos subsequentes

Os acontecimentos após a data do balanço que proporcionem informação adicional sobre condições que existiam à data do balanço ("adjusting events" ou acontecimentos após a data do balanço que dão origem a ajustamentos) são refletidos nas demonstrações financeiras. Os eventos após a data do balanço que proporcionem informação sobre condições que ocorram após a data do balanço ("non adjusting events" ou acontecimentos após a data do balanço que não dão origem a ajustamentos) são divulgados nas demonstrações financeiras, se forem considerados materiais.

3. DISPONIBILIDADES EM OUTRAS INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO

Nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2019 e 31 de dezembro de 2018 esta rubrica tem a seguinte composição:

Disponibilidades em outras instituições de crédito	31/12/2019	31/12/2018
Instituições de Crédito em Portugal	1.016.160	827.938
	1.016.160	827.938

4. APLICAÇÕES EM INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO

Em 31 de dezembro de 2019, esta rubrica era constituída por dois depósitos a prazo na instituição financeira Millennium BCP no valor total de 225.000€.

Nesta rubrica está ainda incluído o valor de 28€ referente ao acréscimo de rendimentos de juros que só se vencem em 2020.

Em 31 de dezembro de 2018, esta rubrica era constituída por dois depósitos a prazo na instituição financeira Millennium BCP no valor total de 325.000€, tendo sido adicionado 324€ do acréscimo de rendimento de juros.

5. INVESTIMENTOS DETIDOS PARA NEGOCIAÇÃO

Em 31 de Dezembro de 2019 e 31 de dezembro de 2018, a empresa tinha os seguintes investimentos detidos para negociação:

Títulos detidos para negociação	31/12/2019	31/12/2018
Títulos da dívida pública Portuguesa	54.378	101.198
	54.378	101.198

Os Títulos da Dívida Pública estão mensurados ao justo valor apurado em cada data de encerramento do exercício e estão a garantir a responsabilidade da empresa perante o Sistema de Indemnização ao Investidores.

6. ATIVOS FINANCEIROS NÃO NEGOCIÁVEIS OBRIGATORIAMENTE CONTABILIZADOS PELO JUSTO VALOR ATRAVÉS DE RESULTADOS

Em 31 de Dezembro de 2019 e 31 de Dezembro de 2018, a empresa tinha os seguintes ativos financeiros não negociáveis obrigatoriamente contabilizados pelo justo valor através de resultados:

Títulos detidos até à maturidade	31/12/2019	31/12/2018
Ativos financeiros não negociáveis	4.652	3.187
Fundo de Compensação do Trabalho	4.652	3.187

7. ATIVOS TANGÍVEIS

Durante os exercícios findos em 31 de dezembro de 2019 e 31 de dezembro de 2018, o movimento nos Ativos Tangíveis, bem como nas respectivas depreciações, foi o seguinte:

	31/12/2019						Total
	Obras em imóveis arrendados	Mobiliário e material	Equipamento informático	Instalações interiores	Equipamento transporte	Outro equipamento	
Ativos:							
Saldo inicial	131.737	49.743	24.197	9.886	22.900	1.196	239.659
Aquisições	2.090		2.615				4.704
Saldo final	133.827	49.743	26.812	9.886	22.900	1.196	244.363
Depreciações acumuladas e perdas por imparidade:							
Saldo inicial	28.694	24.271	18.212	9.415	22.900	729	104.222
Depreciações do exercício	13.226	5.114	3.126	471		77	22.014
Saldo final	41.920	29.386	21.338	9.886	22.900	807	126.236
Ativos líquidos	91.907	20.357	5.474			389	118.127

	31/12/2018						Total
	Obras em imóveis arrendados	Mobiliário e material	Equipamento informático	Instalações interiores	Equipamento transporte	Outro equipamento	
Ativos:							
Saldo inicial	73.962	41.243	19.105	9.886	30.980	749	175.925
Aquisições	57.775	8.499	5.093			447	71.814
Transferências e abates					(8.080)		(8.080)
Saldo final	131.737	49.743	24.197	9.886	22.900	1.196	239.659
Depreciações acumuladas e perdas por imparidade:							
Saldo inicial	19.823	19.083	15.892	8.665	30.980	678	95.122
Depreciações do exercício	8.871	5.188	2.319	751		51	17.181
Transferências e abates					(8.080)		(8.080)
Saldo final	28.694	24.271	18.212	9.415	22.900	729	104.222
Ativos líquidos	103.043	25.472	5.986	471	-	466	135.437

8. DIREITOS DE USO

Durante o exercício findo em 31 de dezembro de 2019, o movimento nos Direitos de Uso, bem como nas respectivas depreciações, foi o seguinte:

	Edifícios
Ativos	
Saldo inicial	-
Aumentos	251.284
Saldo final	251.284
Depreciações acumuladas e perdas por imparidade e perdas por imparidade:	
Saldo inicial	-
Depreciações do exercício	40.749
Saldo final	40.749
Ativos líquidos	210.535

9. ATIVOS INTANGÍVEIS

Durante os exercícios findo em 31 de dezembro de 2019 e 31 de dezembro de 2018, o movimento nos Ativos Intangíveis, bem como nas respectivas amortizações, foi o seguinte:

31/12/2019					
	Taxa concessão CMVM	Website, domínios e <i>software</i>	Sistema tratamento de dados	Outros ativos intangíveis	Total
Ativos:					
Saldo inicial	7.500	8.251	1.380	8.475	28.655
Aquisições					–
Saldo final	7.500	8.251	1.380	8.475	25.606
Amortizações acumuladas e perdas por imparidade:					
Saldo inicial	–	5.147	1.380	8.475	15.002
Amortizações do exercício	750	2.360			3.110
Outras variações	1.500				1.500
Saldo final	2.250	7.507	1.380	8.475	19.612
Ativos líquidos	5.250	744	–	–	5.994

31/12/2018					
	Taxa concessão CMVM	Website, domínios e <i>software</i>	Sistema tratamento de dados	Outros ativos intangíveis	Total
Ativos:					
Saldo inicial	7.500	11.300	1.380	8.475	28.655
Aquisições		452			452
Transferências e abates		(3.500)			(3.500)
Saldo final	7.500	8.251	1.380	8.475	25.606
Amortizações acumuladas e perdas por imparidade:					
Saldo inicial	–	5.464	1.380	8.475	15.319
Amortizações do exercício		2.405			2.405
Transferências e abates		(2.722)			(2.722)
Saldo final	–	5.147	1.380	8.475	15.002
Ativos líquidos	7.500	3.104	–	–	10.604

Em relação à taxa de concessão da CMVM, foi estimada uma vida útil de 10 anos, com início em 2017. As amortizações de 2017 e 2018 foram registradas em outros resultados de exploração.

10. OUTROS ATIVOS

Nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2019 e 31 de dezembro de 2018 esta rubrica tem a seguinte composição:

OUTROS ATIVOS	31/12/2019			31/12/2018		
	Quantia bruta	Perdas por imparidade acumuladas	Quantia escriturada líquida	Quantia bruta	Perdas por imparidade acumuladas	Quantia escriturada líquida
Setor público e administrativo						
Retenção de impostos na fonte	–	–	–	1.646	–	1.646
IVA a recuperar	–	–	–	230	–	230
	–	–	–	1.876	–	1.876
Devedores diversos:						
Valores a receber de clientes	1.479.556	–	1.479.556	307.688	–	307.688
Pessoal	–	–	–	450	–	450
Outros	485	–	485	75	–	75
	1.480.041	–	1.480.041	308.213	–	308.213
Rendimentos a receber:						
De serviços e comissões	468	–	468	36	–	36
Juros e rendimentos similares	28	–	28	–	–	–
	496	–	496	36	–	36
Despesas com encargo diferido:						
Rendas	–	–	–	3.500	–	3.500
Seguros	1.255	–	1.255	986	–	986
Outros	3.239	–	3.239	2.744	–	2.744
Informações (Bloomberg)	3.648	–	3.648	3.797	–	3.797
	8.142	–	8.142	11.027	–	11.027
	1.488.679	–	1.488.679	321.152	–	321.152

O saldo elevado da rubrica valores a receber de clientes está relacionada com o facto de uma parte muito significativa das comissões ser faturada anualmente, em 31 de dezembro, sendo apenas recebida no início do ano seguinte.

11. ATIVOS POR IMPOSTOS

Nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2019 e 31 de dezembro de 2018 esta rubrica tem a seguinte composição:

Imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas	31/12/2019	31/12/2018
Pagamentos por conta	–	46.386
Estimativa de imposto	–	(14.983)
Retenção na fonte	–	234
Ativos por impostos correntes	–	31.637
Imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas		
Renumeração convencional capital social*	55.125	–
Ativos por impostos diferidos	55.125	–
Ativos por impostos	55.125	31.637

12. PASSIVOS POR IMPOSTOS

Nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2019 e 31 de dezembro de 2018 esta rubrica tem a seguinte composição:

Imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas	31/12/2019	31/12/2018
Pagamentos por conta	(10.200)	–
Estimativa de imposto	194.717	–
Retenção na fonte	(114)	–
	184.403	–

13. OUTROS PASSIVOS

Nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2019 e 31 de dezembro de 2018 esta rubrica tem a seguinte composição:

Outros passivos	31/12/2019	31/12/2018
Setor público e administrativo:		
IVA	216.055	32.145
Retenção de impostos na fonte	24.811	29.877
Contribuições para Segurança Social	10.253	8.907
Fundos de Compensação (FCT & FGCT)	197	152
	251.317	71.081
Empréstimos:		
Cartão de crédito	2.119	60
	2.119	60
Credores diversos:		
Outros fornecedores	6.772	35.479
Pessoal	3.068	8
Outros credores	518	1.527
	10.359	37.015
Encargos a pagar:		
Por gastos com pessoal	120.967	47.193
Comunicações/Energia	423	-
Avenças e honorários	1.730	2.086
Deslocações	-	1.399
Taxa mensal CMVM	1.318	980
Notas de crédito emitidas a clientes	9.631	-
	134.068	51.659
	397.862	159.815

Os encargos a pagar relativos a gastos com pessoal referem-se à estimativa de férias, subsídio de férias e gratificação por participação nos resultados.

14. CAPITAIS PRÓPRIOS

O movimento ocorrido nas rubricas de capitais próprios durante os exercícios de 2019 e 2018 foi o seguinte:

Em 31 de dezembro de 2019:

	Saldo Inicial	Aumentos	Diminuições	Aplicações Resultados	Saldo Final
Capital	1.000.000				1.000.000
Reservas legais	200.000				200.000
Reservas livres	325.122			71.541	396.663
Resultado transitados	-		3.500		(3.500)
Resultados liquido do exercício	71.541	793.775		(71.541)	793.775
	1.596.663	793.775	3.500	-	2.386.938

Em 31 de dezembro de 2018:

	Saldo Inicial	Aumentos	Diminuições	Aplicações Resultados	Saldo Final
Capital	1.000.000				1.000.000
Reservas legais	200.000				200.000
Reservas livres	133.852			191.270	325.122
Resultado transitados	-				-
Resultados liquido do exercício	191.270	71.541		(191.270)	71.541
	1.525.122	71.541	-	-	1.596.663

15. MARGEM FINANCEIRA

Nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2019 e 31 de dezembro de 2018 esta rubrica tem a seguinte composição:

	31/12/2019	31/12/2018
Juros obtidos:		
Disponibilidades s/ instituições de crédito	161	1.010
Instrumentos da dívida publica Portuguesa	4.093	2.462
	4.254	3.472
Juros e encargos similares	(192)	(68)
Margem financeira	4.062	3.404

Os rendimentos dos juros obtidos (disponibilidades) tiveram origem na constituição de depósitos a prazo.

16. RENDIMENTOS DE SERVIÇOS E COMISSÕES

Nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2019 e 31 de dezembro de 2018 esta rubrica tem a seguinte composição:

	31/12/2019	31/12/2018
Administração de valores de clientes	1.710.664	688.314
Consultoria de investimentos	9.763	5.420
	1.720.427	693.734

A administração de valores de clientes inclui:

1. as comissões de gestão fixa: uma comissão de gestão anual, com provisão apurada e reconhecida diariamente e faturada (e liquidada) trimestralmente, em 31 de março, 30 de junho, 30 de setembro e 31 de dezembro de cada ano. Estas comissões são calculadas através da aplicação da comissão de gestão ao saldo médio diário da carteira no trimestre;
2. as comissões de performance: é uma comissão de gestão anual, com provisão apurada e reconhecida diariamente e faturada (e liquidada) apenas a 31 de dezembro de cada ano. Estas comissões são calculadas através da aplicação da comissão de performance à variação do valor da carteira no ano (entre 1 de janeiro e 31 de dezembro), subtraindo entradas e adicionando saídas de valores ao longo do ano, sendo que a mesma só é devida caso a variação seja positiva, isto é, caso a carteira tenha valorizado.

17. OUTROS RESULTADOS DE EXPLORAÇÃO

Nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2019 e 31 de dezembro de 2018 esta rubrica tem a seguinte composição:

Outros resultados exploração	31/12/2019	31/12/2018
Outros encargos e gastos operacionais:		
Quotizações e donativos	(450)	(600)
Contribuições para o Sistema de Indemnização aos Investidores	(3.000)	(3.000)
Taxa mensal de supervisão (CMVM)	(22.642)	(12.330)
Coimas de impostos	-	(25)
Gastos de exercícios anteriores	(1.500)	(1.602)
Imposto circulação veículos	(147)	(145)
Correções de impostos relativas a exercícios anteriores	(54)	-
Outros	(2.825)	(871)
	(30.618)	(18.573)
Outros rendimentos e receitas operacionais:		
Venda de ativos fixos	-	2.764
Correções de impostos relativas a exercícios anteriores	-	387
Rendimentos de exercícios anteriores	3.548	2.925
Outros	333	663
	3.881	6.740
	(26.737)	(11.833)

18. CUSTOS COM PESSOAL

Nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2019 e 31 de dezembro de 2018 esta rubrica tem a seguinte composição:

	31/12/2019	31/12/2018
Remuneração dos órgãos de gestão	54.232	68.515
Remuneração dos empregados	373.956	223.178
Encargos sociais obrigatórios	84.648	67.638
Outros custos com pessoal	10.800	1.241
	360.572	360.572

As remunerações de todos os colaboradores e órgão de gestão são de componente exclusivamente fixa. Não existem montantes de remuneração diferida.

O número médio de pessoas ao serviço durante o exercício de 2019 foi de 13, sendo que duas destas pertencem ao órgão de gestão.

O número médio de pessoas ao serviço durante o exercício de 2018 foi de 11, sendo que duas destas pertencem ao órgão de gestão.

19. GASTOS GERAIS ADMINISTRATIVOS

Nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2019 e 31 de dezembro de 2018 esta rubrica tem a seguinte composição:

	31/12/2019	31/12/2018
Com fornecimentos:		
Material de consumo corrente	6.029	3.884
Água, energia e combustíveis	10.152	6.076
Outros fornecimentos de terceiros	253	707
	16.434	10.667
Com serviços:		
Rendas e alugueres	–	42.000
Comunicações	6.384	6.180
Deslocações, estadas e representação	43.922	61.080
Publicidade e edição de publicações	2.000	9.496
Conservação e reparação	408	418
Formação de pessoal	5.000	18.838
Seguros	341	340
Serviços especializados:		
Avenças e honorários	25.930	23.285
Judiciais, contencioso e notariado	11.668	335
Informática	26.110	25.429
Vigilância	442	647
Limpeza	3.752	101
Informações	27.557	27.661
Conferências	–	3.336
Outros	158	–
	153.671	203.222
	170.105	213.889

Esta rubrica foi afetada em 2019 pela aplicação da IFRS 16.

O valor de rendas e alugueres tinha registado um valor de 42.000 euros em 2018, sendo nulo em 2019, por força da aplicação desta norma.

20. DEPRECIACÕES E AMORTIZAÇÕES DO EXERCÍCIO

Nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2019 e 31 de dezembro de 2018 esta rubrica tem a seguinte composição:

	31/12/2019	31/12/2018
Activos fixos tangíveis (Nota 7)	62.763	17.181
Intangíveis (Nota 8)	3.110	2.405
	65.873	19.585

21. IMPOSTOS CORRENTES

Nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2019 e 31 de dezembro de 2018 esta rubrica tem a seguinte composição:

Impostos Correntes	31/12/2019	31/12/2018
Impostos sobre os lucros do exercício:		
Coleta	178.871	10.916
Derrama	12.819	823
Tributações autônomas	3.026	3.244
	194.717	14.983
Correções de impostos relativas a exercícios anteriores	54	(387)
	194.771	14.595

A rubrica de Outros resultados de exploração (nota 15) inclui correções de impostos relativas a exercícios anteriores no valor de 54€ (gasto) em 2019 e 387€ (rendimento) em 2018.

22. IMPOSTOS DIFERIDOS

Nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2019 e 31 de dezembro de 2018 esta rubrica tem a seguinte composição:

Ativos I	31/12/2019	31/12/2018
Renuneração convencional capital social	55.125	-
	55.125	-

A Casa de Investimentos apresenta em 2019 um montante de 55.125€ em impostos diferidos, relativos a benefícios fiscais reportados para os períodos seguintes. Este montante corresponde à dedução resultante da aplicação do benefício remuneração convencional do capital social, de acordo com o art.º 136.º da Lei n.º 55-A/2010, de 31/12 e art.º 41.º-A do EBF. Esta dedução de 7% ao ano, durante 6 exercícios, tem por base o aumento de capital social no valor de 700.000€ que será efetuado na aprovação das contas de 2019 e que será por incorporação de parte do resultado líquido do exercício de 2019.

23. PARTES RELACIONADAS

As remunerações do pessoal chave de gestão da Empresa nos períodos findos 31/12/2019 e em 31/12/2018 foram conforme se segue:

	31/12/2019	31/12/2018
Remunerações (Nota 16)	54.232	68.515

No decurso dos períodos findos em 31 de dezembro de 2019 e em 31 de dezembro de 2018 foram efetuadas as seguintes transações com partes relacionadas:

Serviços obtidos	31/12/2019	31/12/2018
Snowball Investments, Lda.	42.000	42.000
	42.000	42.000

Em 31 de dezembro de 2019 e em 31 de dezembro de 2018 a Empresa apresentava os seguintes saldos com partes relacionadas:

Fornecedores	31/12/2019	31/12/2018
Snowball Investments, Lda.	5.250	2.625
	5.250	2.625

A Snowball Investments Lda detém 0,9% do capital da Casa de Investimentos, sendo que ambas as empresas são controladas maioritariamente pelos mesmos sócios / acionistas.

24. RUBRICAS EXTRAPATRIMONIAIS

Em 31 de dezembro de 2019 e em 31 de dezembro de 2018, esta rubrica tem a seguinte composição:

	31/12/2019	31/12/2019
Compromissos perante terceiros:		
Responsabilidade potencial para com o Sistema de Indemnização aos Investidores	121.590	94.346
Responsabilidades por prestação de serviços:		
Valores administrados pela instituição	131.803.613	89.491.368

Em 31 de dezembro de 2019, o saldo da rubrica "Responsabilidade potencial para com o Sistema de Indemnização aos Investidores" corresponde ao compromisso irrevogável que a Sociedade assumiu, por força da lei aplicável de entregar àquele sistema, em caso de acionamento deste, os montantes necessários para financiamento da sua quota-parte nas indemnizações que forem devidas aos investidores.

Para garantia da responsabilidade potencial para com o Sistema de Indemnização aos Investidores, a sociedade constituiu a favor desse sistema, um penhor de valores mobiliários, nos termos do artigo 8º do regulamento n.º 2/2000 da CMVM.

Data da atualização do penhor: 2 de setembro de 2019.

Preço de mercado dos valores mobiliários dados em penhor a 31 de dezembro de 2019: 54.293,47 Euros.

Em 31 de dezembro de 2019 e em 31 de dezembro de 2018, os ativos geridos pela Sociedade apresentam o seguinte detalhe:

	31/12/2019	31/12/2018
Ações	120.528.708	80.432.646
Obrigações	1.654.125	893.508
Moeda à vista	9.075.227	5.936.682
Outros valores mobiliários	545.553	2.228.532
	131.803.613	89.491.368

25. ACONTECIMENTOS APÓS A DATA DO BALANÇO

Após a data de 31 de dezembro de 2019 e até à data da conclusão destas demonstrações financeiras não houve acontecimentos que dessem origem a ajustamentos às contas, nem que dessem origem a divulgações.

26. OUTRAS INFORMAÇÕES

A Sociedade não tem dívidas em mora ao Estado e à Segurança Social.

Durante o período de 2019, a Empresa não efetuou transações com ações próprias, sendo nulo o número de ações próprias detidas em 31 de dezembro de 2019.

Os honorários totais faturados durante o ano de 2019 pela Sociedade de Revisores Oficiais de Contas relativamente à revisão legal das contas anuais foi de 2.400 euros, não existindo honorários relativos a qualquer outro serviço relacionado.

Braga, 13 de março de 2020

O Contabilista Certificado

Tiago Viegas

O Conselho de Administração

Presidente: Emília Oliveira Vieira
Vogais: Pedro Alves, António Murta

CERTIFICAÇÃO LEGAL DAS CONTAS

RELATO SOBRE A AUDITORIA DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Opinião

Auditámos as demonstrações financeiras anexas da Casa de Investimentos - Gestão de Patrimónios e Fundos de Investimento, S.A. (a Entidade), que compreendem o balanço em 31 de dezembro de 2019 (que evidencia um total de 3.178.679 euros e um total de capital próprio de 2.386.938 euros, incluindo um resultado líquido de 793.775 euros), a demonstração dos resultados por naturezas, a demonstração das alterações no capital próprio e a demonstração dos fluxos de caixa relativas ao ano findo naquela data, e as notas anexas que incluem 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 da Casa de Investimentos - Gestão de Patrimónios e Fundos de Investimento, S.A. em 31 de dezembro de 2019 e o seu desempenho financeiro e fluxos de caixa relativos ao ano findo naquela data de acordo com as Normas Internacionais de Relato Financeiro (IFRS), tal como adotadas pela União Europeia.

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 da Entidade 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 ano 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.

Ativos Extrapatrimoniais	
Risco	Resposta
<p>A Casa de Investimentos tem como atividade principal a gestão de patrimónios.</p> <p>O montante de ativos sob gestão em 31-12-2019 era de 131.803.613 euros.</p> <p>A salvaguarda de uma correta separação entre os bens pertencentes ao património da Casa de investimentos e os bens pertencentes ao património dos seus clientes, assim como uma adequada divulgação destes montantes, constitui um elemento chave na elaboração das demonstrações financeiras.</p>	<p>Entre outros, efetuamos os seguintes procedimentos de auditoria:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Obtenção de confirmações externas de bancos e outras instituições financeiras e análise dos extratos bancários; - Obtenção de confirmações externas de clientes (pedidos de confirmação negativa), com base numa amostra aleatória, relativamente aos montantes de património sob gestão da Casa de Investimentos; - Comparação dos montantes dos ativos extrapatrimoniais divulgados nas Demonstrações Financeiras com os comunicados ao supervisor ao longo do período; - Testes de razoabilidade às comissões registadas, em função dos ativos extrapatrimoniais sob gestão; - Validação do cálculo das responsabilidades potenciais da Entidade perante o Sistema de Indemnização aos Investidores.

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

O órgão de gestão é responsável pela:

- preparação de demonstrações financeiras que apresentem de forma verdadeira e apropriada a posição financeira e o desempenho financeiro de acordo com as Normas Internacionais de Relato Financeiro (IFRS), tal como adotadas pela União Europeia;



- elaboração do relatório de gestão nos termos legais e regulamentares aplicáveis;
- 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;
- adoção de políticas e critérios contabilísticos adequados nas circunstâncias; e
- avaliação da capacidade da Entidade de se manter em continuidade, divulgando, quando aplicável, as matérias que possam suscitar dúvidas significativas sobre a continuidade das atividades.

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

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 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:

- 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;
- 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;

- avaliamos a adequação das políticas contabilísticas usadas e a razoabilidade das estimativas contabilísticas e respetivas divulgações feitas pelo órgão de gestão;
- 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 da Entidade 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 a Entidade descontinue as suas atividades;
- 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;
- comunicamos com os encarregados da governação, entre outros assuntos, o âmbito e o calendário planeado da auditoria, e as conclusões significativas da auditoria incluindo qualquer deficiência significativa de controlo interno identificado durante a auditoria;

A nossa responsabilidade inclui ainda a verificação da concordância da informação constante do relatório de gestão com as demonstrações financeiras.

RELATO SOBRE OUTROS REQUISITOS LEGAIS E REGULAMENTARES

Sobre o relatório de gestão

Dando cumprimento ao artigo 451.º, n.º 3, al. e) do Código das Sociedades Comerciais, somos de parecer que o relatório de gestão foi preparado de acordo com os requisitos legais e regulamentares aplicáveis em vigor, a informação nele constante é concordante com as demonstrações financeiras auditadas e, tendo em conta o conhecimento e apreciação sobre a Entidade, não identificámos incorreções materiais.

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

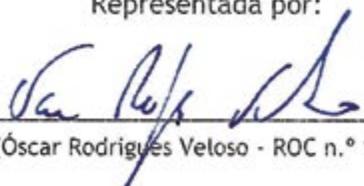
Dando cumprimento ao artigo 10.º do Regulamento (UE) n.º 537/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, e para além das matérias relevantes de auditoria acima indicadas, relatamos ainda o seguinte:

- Fomos nomeados auditores da Entidade pela primeira vez na assembleia geral de acionistas realizada em 27 de fevereiro de 2019 para o mandato em curso de 2018 a 2021;
- O órgão de gestão 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;
- Confirmamos que a opinião de auditoria que emitimos é consistente com o relatório adicional que preparámos e entregámos ao órgão de fiscalização da Entidade em 13 de março de 2020;
- Declaramos que não prestámos quaisquer serviços proibidos nos termos do artigo 77.º, n.º 8, do Estatuto da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas e que mantivemos a nossa independência face à Entidade durante a realização da auditoria.

Braga, 13 de março de 2020,

VELOSO & ASSOCIADOS - SROC, LDA.

Representada por:



(Óscar Rodrigues Veloso - ROC n.º 1392)

RELATÓRIO E PARECER DO CONSELHO FISCAL

Ex.mos Acionistas

No cumprimento do mandato que V. Exas nos conferiram, que teve início em 28 de fevereiro de 2019, e no desempenho das nossas funções legais e estatutárias, tomámos conhecimento desde o início das nossas funções da atividade da Casa de Investimentos – Gestão de Patrimónios, S.A. referente ao exercício de 2019, examinámos os livros, registos contabilísticos e demais documentação, constatámos a observância da lei e dos estatutos e obtivemos da Administração os esclarecimentos, informações e documentos solicitados.

O Conselho Fiscal analisou ainda o relatório adicional sobre as contas do ano findo em 31 de dezembro de 2019, emitido pela Sociedade de Revisores Oficiais de Contas.

Declaramos, adicionalmente, que não rececionámos quaisquer comunicações sobre irregularidades referentes ao exercício de 2019.

O Balanço, a Demonstração dos Resultados, a Demonstração dos Fluxos de Caixa, a Demonstração das Alterações no Capital Próprio, o Anexo e o Relatório de Gestão, lidos em conjunto com a Certificação Legal das Contas, com a qual concordamos, permitem uma adequada compreensão da posição financeira, dos resultados, dos fluxos de caixa e das alterações no capital próprio da Sociedade e satisfazem as disposições legais e estatutárias em vigor.

Assim, somos de parecer:

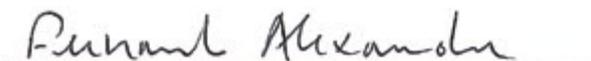
Primeiro: Que sejam aprovados o Relatório de Gestão, o Balanço, a Demonstração dos Resultados, a Demonstração dos Fluxos de Caixa, a Demonstração das Alterações no Capital Próprio e as Notas às Demonstrações Financeiras, da Casa de Investimentos – Gestão de Patrimónios, S.A preparados e apresentados pela Administração relativos ao exercício findo em 31 de Dezembro de 2019.

Segundo: Que seja aprovada a proposta de aplicação de resultados apresentada pela Administração.

Braga, 14 de março de 2020

O Conselho Fiscal


Paula Cristina Bogalho Cardoso, Presidente


Fernando Manuel de Almeida Alexandre, Vogal


José Pedro Pereira Silva Cunha de Sousa, Vogal

O sobreiro (*Quercus suber*), árvore também conhecida como sobro, sobreira ou chaparro, foi o tema escolhido para a ilustração desta publicação.

O sobreiro é uma árvore autóctone e das mais predominantes em Portugal, podendo atingir 25m de altura. O tronco tem uma casca espessa, vulgarmente designada por cortiça, material que é um excelente isolador térmico, acústico e antivibratório, e que tem um vasto conjunto de aplicações. A cortiça é normalmente extraída a cada 9 anos, exatamente o tempo de atividade que completámos em 2019, o que faz do sobreiro, já de si uma excelente metáfora da nossa abordagem ao investimento. uma escolha particularmente apropriada a esta edição do Relatório & Contas da Casa de Investimentos.

“Quem pensa em si, planta um eucalipto; quem se preocupa com os filhos, planta um pinheiro; quem se preocupa com os netos, planta um sobreiro.”

– DITADO PORTUGUÊS

Casa de Investimentos — Gestão de Patrimónios
e Fundos de Investimento, SGOIC, S.A.

Rua Beato Miguel de Carvalho, 242
4710-356 Braga, Portugal

+351 253 617 607
www.casadeinvestimentos.com

Trabalhamos para que os nossos Clientes sejam Clientes antigos.

Casa de Investimentos — Gestão de Patrimónios
e Fundos de Investimento, SGOIC, S.A.

Rua Beato Miguel de Carvalho, 242
4710-356 Braga, Portugal

+351 253 617 607
www.casadeinvestimentos.com