

CASA DE   
INVESTIMENTOS

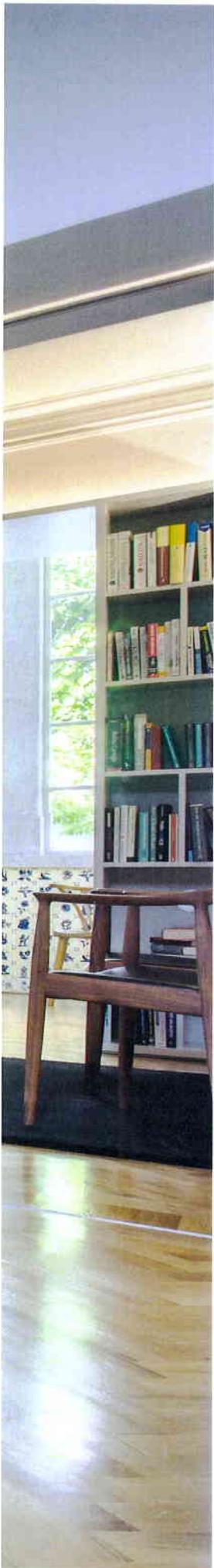
# RELATÓRIO E CONTAS

2016



*Relatório*  
*Relatório*

CASA DE INVESTIMENTOS - GESTÃO DE PATRIMÓNIOS, S.A.



RELATÓRIO DO  
CONSELHO DE  
ADMINISTRAÇÃO  
DEMONSTRAÇÕES  
FINANCEIRAS E  
CERTIFICAÇÃO LEGAL  
DE CONTAS

31 DEZEMBRO 2016

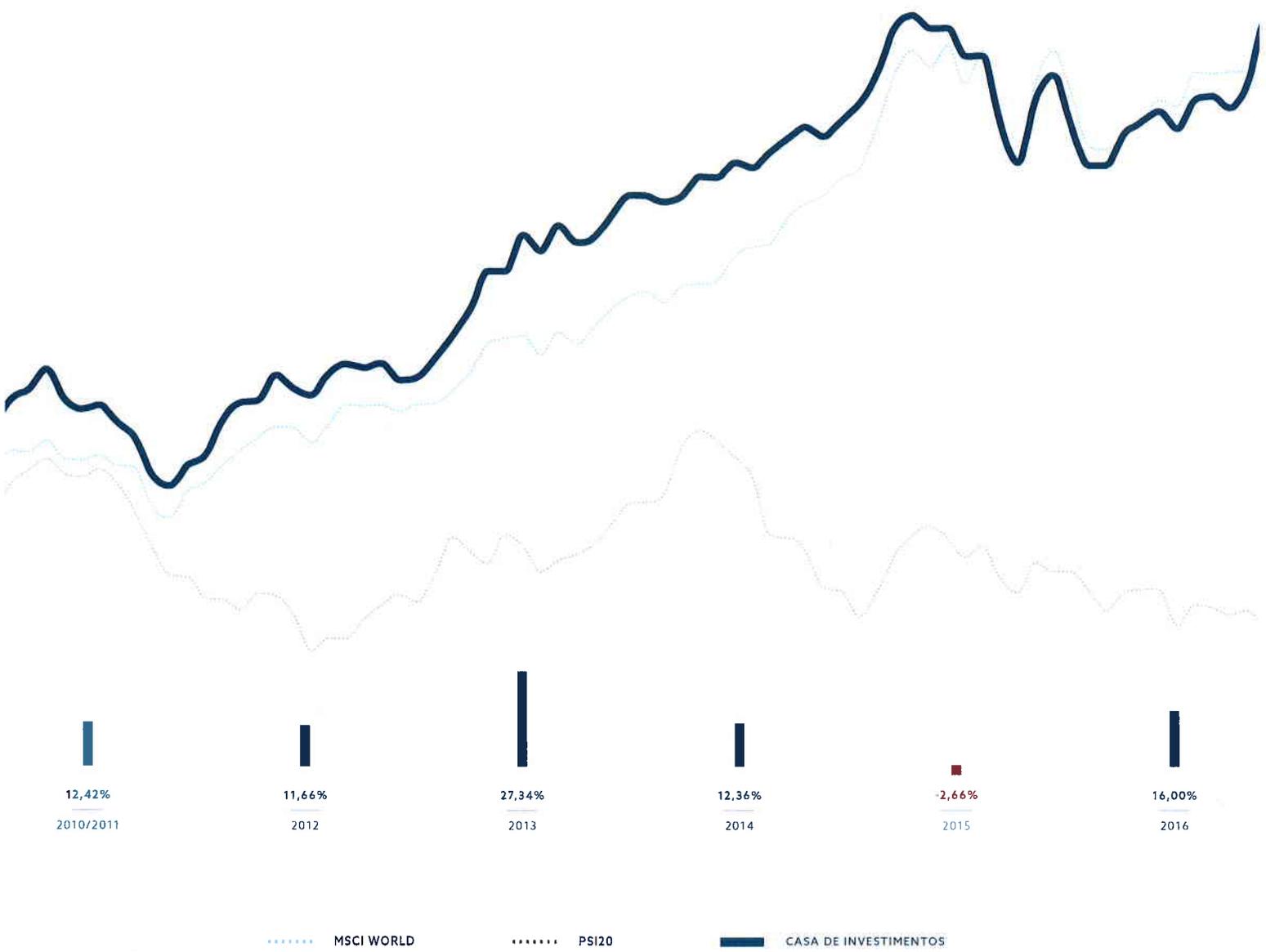
RebAl  
Guine

**RENTABILIDADE ACUMULADA**

102,80%

**RENTABILIDADE MÉDIA ANUAL**

12,20%



# CONTEÚDOS

Mensagem	7
Órgãos Sociais	11
<b>CARACTERIZAÇÃO DO ANO</b>	
Relatório do Conselho de Administração	14
01. Introdução	15
02. Rentabilidades Desde o Início da Atividade	15
03. Envolvente Macroeconómica	17
04. Principais Eventos de 2016	21
05. Um Ano de Surpresas	23
06. A Atividade da Casa de Investimentos em 2016	27
<b>FILOSOFIA DE INVESTIMENTO</b>	
07. O Bull Market e a Nossa Carteira de Investimentos	34
08. Como Analisamos a Qualidade dos Negócios	35
09. O Comportamento do Investidor Em Valor	39
10. A Gestão da Exposição Cambial	41
11. Aumento de Capital da Casa de Investimentos	44
12. Perspetivas e Previsões Para 2017	45
<b>ESTRUTURA E OPERAÇÃO</b>	
13. Estrutura Interna	48
14. Política de Gestão de Riscos da Atividade	49
15. Atividade em 2016	50
16. Proposta de Aplicação de Resultados	50
17. Considerações Finais	51
<b>ANEXOS</b>	
Anexo ao Relatório do Conselho de Administração	54
Balanço em Base Individual (NCA) em 31 de dezembro de 2016	56
Demonstração de Resultados em Base Individual (NCA) Em 31 de dezembro de 2016	57
Anexo ao Balanço e à Demonstração de Resultados em 31 de dezembro de 2016	58

*Emília Oliveira* *ColoAl* 

Emília Oliveira Vieira

CHAIRMAN & CHIEF EXECUTIVE OFFICER



# MENSAGEM

Braga, 30 de março de 2017

A Casa de Investimentos foi fundada com o objetivo de criar riqueza para os seus Clientes e remunerar de forma justa os seus quadros e os seus acionistas que, nesta CASA, são também os gestores. É, por isso, que registamos com particular satisfação, num ano caracterizado por elevada volatilidade, uma rentabilidade líquida de 16%.

Desde a sua génese, a informação transparente aos clientes, reguladores e público investidor e a “educação financeira”, dentro e para fora da CASA, foram assumidas como os pilares em que a deveríamos construir: a transparência gera confiança e cria laços de longo prazo e o conhecimento cria competências e prepara-nos para defender melhor os interesses de todas as partes envolvidas.

No último Relatório e Contas, página 17, disse o seguinte aos nossos Clientes:

- *Trabalhamos para merecer a sua confiança. Embora este ano que terminou tenha sido um ano em que não acrescentámos valor, estamos convictos que os investimentos em carteira produzirão melhores resultados que o mercado. Esta nossa convicção resulta de estarmos investidos num conjunto de empresas com rentabilidades nos seus capitais próprios elevadas e que transacionam a 12 vezes os seus resultados, substancialmente abaixo da média do S&P500.*

Aos nossos Clientes, estamos gratos por confiarem na nossa capacidade de julgamento em momentos de grande incerteza como os que vivemos no último ano. Sabemos que nestas alturas ouvem muitas opiniões contrárias às nossas e, mesmo assim, aguentam a volatilidade dos valores em carteira e ajudam-nos a proteger o seu património.

Agradecemos os reforços das contas e a flexibilidade que nos permitem para continuarmos a colecionar negócios extraordinários e/ou reforçar posições que temos já em carteira – que, a qualquer momento, podem surgir ao preço a que queremos comprar. Estamos certos da importância que estes reforços refletem nas rentabilidades ao longo do tempo.



Gerimos em Vosso nome e para o Vosso benefício. Gerimos o Vosso dinheiro como gerimos o nosso. O nosso compromisso convosco é para o médio e longo prazo. A filosofia de investimento que praticamos - amiga da criação de valor - e a capacidade de algumas empresas no mundo serem máquinas excecionais de criar riqueza para os seus acionistas, asseguram-nos que, se estivermos no mercado tempo suficiente, seremos largamente recompensados.

É fundamental estar preparado para ter "assento permanente" no mercado. Há períodos em que se justifica estarmos investidos quase a 100% e há outros em que acumular liquidez nos permite estar preparados para aproveitar oportunidades de valor que possam surgir e que não conseguimos prever. É este o desígnio que nos tem orientado ao longo destes pouco mais de 6 anos.

Não fazemos qualquer tentativa de prever o mercado em geral. O nosso esforço é devotado todos os dias a encontrar ativos subavaliados e em atuar como guardiões dos Vossos investimentos.

Seguramente o mercado fará correções de tempos a tempos. Nestas situações, devem esperar que os vossos patrimónios também cotem preços mais baixos. Não quer isso dizer que a carteira de investimentos VALE menos. O que significa é que nesses momentos, se precisarem do dinheiro, o PREÇO que nos pagam pelos negócios que temos é menor. Procuraremos aproveitar essas ocasiões para comprar muito valor a preços baixos.

A Vossa confiança e recomendação que fazem da Casa de Investimentos tem sido um verdadeiro estímulo para fazer melhor todos os dias. Muito obrigada.

Aos colegas desta CASA deixo um agradecimento pelo empenho, profissionalismo, dedicação e paixão com que os vejo trabalhar todos os dias. Num ano muito difícil, ganhámos 16% líquido de todas as comissões (transação, custódia de títulos, de gestão cobradas por nós e do imposto retido sobre os dividendos recebidos).

A equipa foi reforçada no início de 2016 com novos quadros que partilham a mesma filosofia de investimento, cultura, valores e prazer em tornar os Clientes mais ricos. Tem sido um prazer enorme trabalhar convosco. Obrigada.

Os acionistas, onde me incluo, têm reinvestido todos os lucros obtidos desde a fundação da CASA, num esforço permanente de melhorar os seus recursos humanos, técnicos e de



MENSAGEM DA CHAIRMAN & CHIEF EXECUTIVE OFFICER

sistemas, consolidando um capital humano e de conhecimento que está ao dispor dos nossos clientes. A equipa continuará a ser reforçada para que o nosso crescimento seja sustentado e as competências ampliadas.

Há cerca de dois anos apresentámos ao regulador o pedido de registo para obtenção da licença como sociedade gestora de fundos. Esperamos em breve ter esta aprovação. O nosso objetivo é permitir à poupança mais pequena uma estratégia de valor.

O facto de sermos os donos e os gestores do negócio permite-nos focar a estratégia de crescimento no longo prazo e elimina os conflitos de interesse - de que fala a Teoria de Agência - tão férteis no sistema financeiro, onde proliferam as camadas de gestores, consultores e outros, que vão sendo os verdadeiros beneficiários do dinheiro dos seus clientes.

O Capital Social da Casa de Investimentos passa agora de 500 mil para 1 Milhão de euros. Este é um sinal claro para clientes, reguladores e colaboradores, de que estamos a trabalhar para o longo prazo. Sabemos que a confiança e o respeito dos nossos Clientes, colaboradores, reguladores e público em geral se conquista todos os dias. Asseguro-vos que estamos devotados a fazê-lo.

Termino esta carta com o compromisso de que não nos desviaremos do caminho traçado há quase 10 anos, quando estabelecemos os princípios orientadores desta CASA. Os interesses dos nossos Clientes serão sempre colocados em primeiro lugar.

Tem sido um privilégio e um orgulho trabalhar nesta CASA. Trabalhamos todos os dias para que os nossos Clientes sejam Clientes antigos.

Com consideração, apresento os melhores cumprimentos,

Emília Oliveira Vieira

CHAIRMAN & CHIEF EXECUTIVE OFFICER

Red. At



# ÓRGÃOS SOCIAIS

Os órgãos sociais da Casa de Investimentos - Gestão de Patrimónios, S.A., em virtude do estatuto de sociedade anónima, são eleitos em Assembleia Geral.

A sua composição para o quadriénio 2013 -2016 é a seguinte:

## MESA DA ASSEMBLEIA GERAL

António Manuel Rodrigues Marques  
PRESIDENTE

Luís Filipe da Rocha Ferreira  
SECRETÁRIO

## CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Emília de Fátima de Oliveira Vieira  
PRESIDENTE

António Pedro Moreira da Silva Alves  
VOGAL

Vitor Hugo Ferreira Roque  
VOGAL

## FISCAL ÚNICO

Armindo Costa, Serra Cruz, Martins &  
Associados SROC  
EFETIVO

António Manuel Pinheiro Fernandes  
SUPLENTE

Robert R. Stein



Reb. Al. P. Espírito

# CARACTERIZAÇÃO DO ANO

*Reduzir  
Espaço*

# RELATÓRIO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

## 01. INTRODUÇÃO

O Conselho de Administração da Casa de Investimentos – Gestão de Patrimónios, S.A. 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 referentes ao exercício findo em 31 de dezembro de 2016.

## 02. RENTABILIDADES DESDE O INÍCIO DA ATIVIDADE

ANO	RENTABILIDADE
2010/2011 (a)	12,42%
2012	11,66%
2013	27,34%
2014	12,36%
2015	-2,66%
2016	16,00%
<b>RENTABILIDADE ACUMULADA DESDE A ABERTURA:</b>	<b>102,77%</b>
<b>RENTABILIDADE ANUALIZADA:</b>	<b>12,23% (B)</b>

150 491 00000 INVESTIMENTOS GUSTAVO SUTER BANK - 15 de dezembro de 2016

150 491 00000 INVESTIMENTOS GUSTAVO SUTER BANK - 15 de dezembro de 2016

150 491 00000 INVESTIMENTOS GUSTAVO SUTER BANK

## CARACTERIZAÇÃO ACÍDICA

Em 2016, a performance das carteiras da Casa de Investimentos foi de 16,00%.

Os índices comparáveis MSCI World EUR, S&P 500 e PSI 20 tiveram um retorno total (incluindo dividendos líquidos) de 8,49%, 16,79% e -7,69%, respetivamente. Desde o início da gestão, a 15 de novembro de 2010, a Casa de Investimentos apresenta uma rentabilidade acumulada de 102,77%, que equivale a uma rentabilidade anualizada de 12,23%, líquida de todas as comissões de transação, de gestão e performance e das retenções de impostos sobre os dividendos recebidos.

A rentabilidade da Casa de Investimentos é conseguida com carteiras de investimento crescentes, quer por via de reforços de Clientes, quer por novas aberturas de conta. Estas considerações são relevantes pelo facto destes reforços tenderem a acontecer depois dos mercados acumularem subidas. Nessas alturas, mantemos valores substanciais em liquidez à espera das correções de mercado. Sabemos que, mais tarde ou mais cedo, acontecerão.

No curto prazo, a liquidez reduz a rentabilidade global e prejudica a nossa performance. No entanto, sabemos que a prazo este é o fator determinante para garantir a segurança do capital e obter retornos muito satisfatórios.

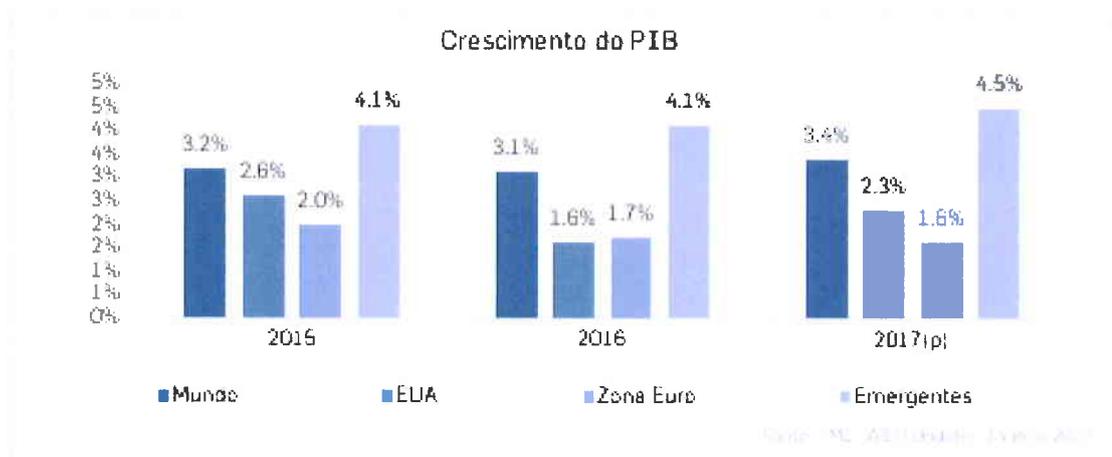
Esta situação verifica-se também durante os primeiros meses de abertura de conta. A alocação do capital é feita de acordo com os nossos exigentes critérios de qualidade do negócio e do desconto a que compramos face ao valor que lhe atribuímos. Isto significa que o processo de investimento, aquando da abertura de conta, demorará o tempo necessário que nos permita colecionar um conjunto de 24 a 25 empresas de grande qualidade.

Procuramos, quando apresentamos a Casa de Investimentos e a filosofia de investimento que praticamos, que os potenciais Clientes tenham plena consciência que é necessário tempo para criar valor de forma consistente e que entendam a enorme vantagem de investir apenas quando encontramos os ativos, de grande qualidade, em saldo. Esta é a melhor forma de limitar o risco e potenciar as rentabilidades futuras.

O "Sr. Mercado" (figura alegórica de Benjamin Graham, pai do investimento em Valor, que a usa para caracterizar um comportamento bipolar da maioria dos investidores) abre "portas" todos os dias. No entanto, não somos obrigados a negociar todas as vezes que nos cota um preço. O investidor em valor compra a pessimistas e vende a otimistas.

## 03. ENVOLVENTE MACROECONÓMICA

O ano de 2016 foi marcado por um ligeiro abrandamento do crescimento global, que passou de 3,2% no ano anterior para 3,1%, de acordo com as estimativas do FMI. Este abrandamento verificou-se nos países desenvolvidos, em particular nos EUA, Zona Euro, Reino Unido e Japão. Nos países emergentes, assistiu-se a uma estabilização: a Rússia e Brasil a manterem-se em recessão, mas com uma menor contração do PIB, evidenciando sinais de um retorno ao crescimento em 2017.



A economia norte-americana teve uma redução do crescimento de 2,6% para 1,6% no primeiro semestre do ano. Apesar do consumo privado ter mantido alguma robustez, o investimento privado não residencial registou uma quebra, principalmente no setor da energia, devido aos baixos preços do petróleo e gás natural nos primeiros meses de 2016. Já na segunda metade do ano, a retoma verificada fez com que a taxa de desemprego caísse para 4,7%, situação considerada de pleno emprego.

Neste ambiente, a Reserva Federal procedeu em dezembro a uma subida de 25 pontos base na sua taxa de referência, planeando subidas adicionais ao longo de 2017 numa tentativa de normalização da política monetária.

Na zona euro, manteve-se um padrão de crescimento moderado, com uma taxa de crescimento do PIB de 1,7%, sustentada pelo agressivo plano de compra de ativos - obrigações soberanas e

Rob Al  
Ferreira

## CARACTERIZAÇÃO DO ANO

de empresas - que arrastou uma grande parte das yields de governos e investment grade para território negativo.

Os receios levantados em relação à economia chinesa ao longo de 2015, que foram o principal fator na quebra dos preços das matérias-primas, acabaram por não se concretizar, com o crescimento a registar apenas um ligeiro abrandamento de 6,9% para 6,7%, apoiado nos estímulos políticos e na manutenção da expansão do crédito. Contudo, os riscos continuam a acumular-se para o futuro, devido à expansão dos volumes de dívida e às dúvidas em relação à sustentabilidade do atual modelo de crescimento.

A inflação continuou em níveis muito baixos nas principais economias, com um nível médio de 0,7%, o que representa, ainda assim, uma subida face aos 0,3% registados no ano transato. O fortalecimento económico sentido nos últimos meses do ano, a par da retoma nos preços das matérias-primas, tem vindo a criar a expectativa de taxas mais altas ao longo de 2017 e 2018.

A economia portuguesa acompanhou o comportamento das principais economias, registando, de acordo com o INE, um abrandamento dos 1,6% de crescimento registados em 2015 para 1,4%, mas com sinais de alguma retoma no segundo semestre. Enquanto o consumo privado continuou a ser o principal motor de crescimento com uma taxa de 2,3%, registou-se uma quebra ao nível do investimento, com a formação bruta de capital a apresentar uma quebra de 0,9%. Em termos de contas públicas, um conjunto de medidas extraordinárias terão permitido encerrar o ano com um défice de cerca de 2,3%. A inflação continua em níveis muito moderados, com o índice de preços harmonizado a registar uma variação homóloga de 0,6%.

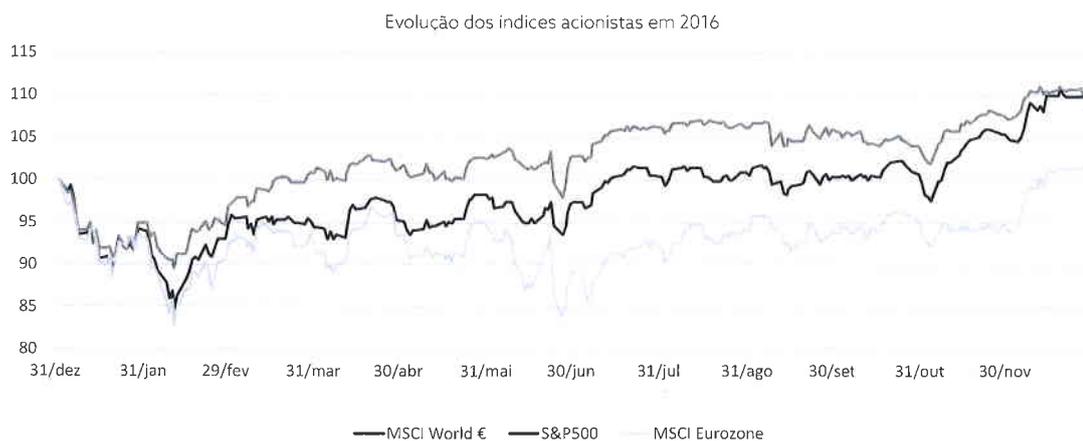
## MERCADOS FINANCEIROS

ÍNDICES DE AÇÕES	2014	2015	2016
MSCI WORLD EUR	17,2%	8,3%	8,5%
S&P500	11,4%	-0,7%	9,5%
MSCI EUROZONE	2,3%	6,1%	1,7%
PSI-20	-26,8%	10,7%	-11,9%
MSCI EMERGING MKTS	-4,6%	-17,0%	8,6%

O ano de 2016 foi muito volátil nos mercados financeiros. Depois de um início conturbado, com os índices a sofrerem perdas superiores a 10% até meados de fevereiro, verificou-se uma subida nos principais índices mundiais, sobretudo motivada pela recuperação dos preços do crude e das matérias-primas.

Apesar desta recuperação se fazer com solavancos, o comportamento positivo manteve-se não obstante a ocorrência de dois eventos inesperados para a generalidade dos analistas e que eram apontados como fatores de risco geopolítico: a vitória do Brexit no referendo do Reino Unido, em junho, e a eleição de Donald Trump nas eleições presidenciais dos EUA, em novembro.

Em ambos os casos, a reação inicial dos mercados foi negativa, mas rapidamente se verificou uma recuperação. Após as eleições americanas, os índices subiram entre 5% a 10%, animados pela possibilidade de redução de impostos às empresas, pela redução de regulação nas atividades económicas e pelo anúncio feito pelo presidente eleito de um programa de obras públicas sem precedentes. As expectativas criadas pela nova administração levaram as bolsas americanas a atingir novos máximos.



O MSCI World EUR registou uma valorização de 8,5% em 2016, valor muito semelhante aos 8,3% do ano transato. No entanto, o comportamento geográfico foi completamente díspar. O índice de referência para o mercado acionista norte-americano, o S&P 500, tinha fechado ligeiramente negativo em 2015, mas encerrou 2016 com uma subida de 9,5%. Por seu lado, os mercados europeus passaram grande parte do ano em território negativo, só recuperando ao longo do mês de dezembro para encerrarem com um ganho de 1,7%. Já o índice MSCI de Mercados Emergentes fechou o ano com uma subida de 8,6% depois de três anos consecutivos de perdas.



Em Portugal, as preocupações com a solidez do setor bancário e com o alargamento dos spreads da dívida pública justificaram a desvalorização de 11,9% verificada no índice PSI-20. As taxas das Obrigações do Tesouro da República Portuguesa a 10 anos subiram para 3,76%, enquanto que a dívida pública alemã continuou a registar um rendimento negativo ou próximo de zero.

As obrigações de governos tiveram um ano com duas fases contrastantes, sobretudo nos Estados Unidos: as obrigações a 10 anos do governo norte-americano encerraram o primeiro semestre com uma yield de 1,47%, uma queda de 80 pb (pontos base) face ao início do ano, devido a receios de abrandamento económico. A partir do verão, o comportamento resiliente da economia e a antecipação das medidas de estímulo económico por parte da nova administração levaram a uma forte subida das yields, fechando o ano em 2,45%.

A intervenção do BCE nos mercados de crédito - comprando dívida soberana e dívida de grandes empresas - fez com que uma grande parte da dívida europeia transacionasse com rentabilidades negativas. As obrigações alemãs estiveram uma boa parte do ano a cotar com yields negativas até às maturidades de 8/9 anos. As obrigações a 10 anos fecharam o ano com uma yield de 0,21%.

Hoje, o mundo está inundado em dívida com custo quase zero. Em meados de Agosto de 2016, 13,4 triliões de dólares de dívida no mundo inteiro (maioritariamente soberana) transacionavam a taxas de juro negativas, circunstâncias inéditas nas quais os obrigacionistas se obrigam a si próprios, de livre vontade, a pagar juros aos emitentes das obrigações pelo privilégio de prender o seu dinheiro por largos períodos de tempo enquanto que continuam a correr o risco de incumprimento.

No final do ano, os investidores ignoraram todos os problemas da economia italiana e compraram dívida a 50 anos com uma yield de 2,8%. A Áustria fez uma emissão de obrigações a 70 anos com um cupão de 1,5% que foi totalmente subscrito por investidores que ignoram o valor temporal do dinheiro e o "prendem" a um retorno medíocre para o resto da vida.

Este fenómeno constitui um gigantesco assalto à poupança e uma transferência massiva de riqueza de aforradores para devedores. Acima de tudo, o bull market de obrigações que durou mais de 30 anos, desde o início da década de 80, deverá ter atingido o seu auge e a próxima década será muito provavelmente caracterizada por retornos reais negativos em vários segmentos desta classe de ativos.

Os preços das matérias-primas estabilizaram ao longo de janeiro e fevereiro, depois de um ciclo de queda que já vinha de 2014. A paragem forçada de muitos produtores, devido aos baixos preços do petróleo, contribuiu para a estabilização do preço do barril de crude. Já em novembro, a OPEP acordou um corte na produção correspondente a cerca de 2% da produção global. O barril de WTI encerrou dezembro a cotar a \$53,7 depois de ter ido dos \$37 até cerca de \$26 nas primeiras semanas do ano.

Nos mercados cambiais, as atenções estiveram concentradas na libra esterlina que desvalorizou 14% face ao euro devido à vitória do Brexit e respetivas implicações da saída do Reino Unido da União Europeia. O dólar continuou a beneficiar de uma fase mais avançada de estabilização da política monetária, com taxas de juro mais altas que a zona euro, e registou uma apreciação de 3,3% face à moeda única.

## 04. PRINCIPAIS EVENTOS DE 2016

O ano de 2016 foi muito difícil para a maior parte dos investidores. Os primeiros 2 meses começaram com o alarme generalizado sobre as altas valorizações dos índices, o abrandamento da economia chinesa e a queda acentuada do preço do petróleo.

O influente jornal britânico The Guardian escreveu, a 16 de janeiro, uma peça intitulada "Venda tudo em antecipação de um crash no mercado bolsista", citando um relatório escrito por especialistas do banco de investimento Royal Bank of Scotland (RBS). Assinado pelo responsável máximo do banco para a área de risco de crédito, Andrew Roberts, o relatório comparava a situação com a de 2008, prevendo que o preço do petróleo atingiria os \$26 e que os mercados acionistas cairiam, na melhor das hipóteses, cerca de 20%.

Houve até quem fizesse previsões bastante mais negativas e anunciasse quedas de mais de 50% nos principais índices. Alguns destes videntes são já bem conhecidos de quem está no mercado há algum tempo e que, por isso, os ignora. Ao contrário, os media têm muita dificuldade em fazê-lo por duas razões: primeiro, as más notícias "vendem" muitíssimo bem e segundo, querem dar a notícia primeiro que os outros e nem tempo têm para avaliar a qualidade e curriculum de quem profere estas opiniões.

Os mercados registaram, de facto, quebras nos primeiros 2 meses com o índice S&P 500 a recuar cerca de 9,1% desde o início de 2016 até meados de fevereiro.

## CARACTERIZAÇÃO DO ANO

Tanto o The Guardian como o RBS são instituições respeitáveis, com excelentes profissionais. O exemplo que damos visa apenas ilustrar como até os melhores especialistas caem na armadilha de tentar prever os movimentos dos mercados no curto prazo. Na indústria financeira há uma grande pressão para que se publiquem relatórios diários a enviar aos clientes, com opiniões e previsões sobre o que farão os mercados. Com um número tão elevado de previsões, eventualmente acertarão – restará a dúvida se por sorte ou engenho.

Em julho, dá-se o primeiro grande evento do ano, de natureza política: os habitantes do Reino Unido votam para que o país abandone a União Europeia. Este era um desfecho esperado por muito poucos e teve um impacto bastante negativo nos preços das ações, nos dias seguintes ao evento. Ultrapassado o choque inicial, os mercados voltaram à trajetória de valorização que prevalecia anteriormente.

Em novembro, os EUA e o resto do mundo foram confrontados com aquele que será certamente recordado como um momento marcante na história política mundial: contra todas as expectativas, Donald Trump, o candidato republicano que fez uso de um discurso populista e anti-establishment, vence as eleições presidenciais norte-americanas. A reação dos mercados foi tão inesperada quanto o resultado das eleições: os investidores focaram-se nas políticas de desregulamentação das atividades económicas, na descida de impostos e no investimento em infraestruturas. Os índices atingiram máximos históricos com o Dow Jones a aproximar-se dos 20,000 pontos.

O ano encerra com três acontecimentos de menor destaque, mas com importância assinalável: a 30 de novembro, a OPEP acorda um corte de cerca de 3% na produção de petróleo, dando suporte à valorização do crude que já se fazia sentir há alguns meses. A 4 de dezembro, os italianos votaram contra um plano de reformas estruturais à sua constituição e sistema parlamentar, reforçando o sentimento contra o poder instituído - originado pelo Brexit - e que levou à demissão do primeiro-ministro Matteo Renzi.

A 14 de dezembro, a Reserva Federal norte-americana sobe, pela segunda vez desde a crise de 2008, as taxas de juro de referência em 0,25 pontos percentuais. Este último terá contribuído para a queda acentuada do valor dos investimentos de taxa fixa (obrigações e semelhantes), com os investidores a perspetivarem uma mudança de ciclo na condução da política monetária e a reposicionarem os seus investimentos, direcionando-os para os mercados de ações.

## 05. UM ANO DE SURPRESAS

Este foi um ano em que os eventos políticos improváveis dominaram a agenda. Tanto os resultados do referendo do Brexit, como a eleição de Donald Trump, apanharam a grande maioria dos investidores de surpresa. A anteceder estes acontecimentos, o espaço mediático é sempre habitado por supostos analistas e especialistas que o ocupam com soundbytes e análises de 30 segundos, incitando os investidores à tomada de decisões precipitadas e pouco fundamentadas.

Na Casa de Investimentos, procuramos, nestes momentos de maior incerteza, refletir publicamente as nossas opiniões e o que estamos a fazer na gestão do nosso dinheiro e dos nossos Clientes. Duas semanas antes das eleições, escrevemos um artigo na Vida Económica, publicado a 28 de outubro de 2016, com o título "Emoções e Incerteza - o resultado é um jogo de soma negativa". Transcrevemos aqui algumas frases:

Q (...)

*A história tem mostrado que as eleições não têm um impacto duradouro na performance global dos mercados. A eleição poderá causar alguma volatilidade de curto prazo. No entanto, está comprovado que manter a disciplina é a estratégia de longo prazo mais acertada. Uma análise de como o mercado se comportou durante diferentes governos - democratas e republicanos - desde 1960 revela que, no longo prazo, não existem diferenças significativas.*

*Que impacto terão as eleições nos seus investimentos?*

*Nas últimas semanas a preocupação dos investidores tem estado centrada nos resultados das eleições americanas. Motivados pelo efeito de surpresa do referendo no Reino Unido, muitos reduziram a exposição a ações para a eventualidade do mercado cair caso o candidato republicano ganhe as eleições.*

*E se não ganhar? E se os mercados não caírem? Voltam a entrar a que preços?*

*A história tem mostrado que as eleições não têm um impacto duradouro na performance global dos mercados. A eleição poderá causar alguma volatilidade de curto prazo. No entanto, está comprovado que manter a disciplina é a estratégia de longo prazo mais acertada.*



*Uma análise de como o mercado se comportou durante diferentes governos - democratas e republicanos - desde 1960 revela que, no longo prazo, não existem diferenças significativas. Ambos os partidos conseguiram retornos anuais na ordem dos 12%.*

#### UM BOM CONSELHO RARAMENTE MUDA

*De uma forma geral, os investidores não conseguem seguir uma estratégia de investimento sensata e de longo prazo. São seduzidos pela atração do trading constante, caro e pouco produtivo. A consequência quase inevitável são resultados desapontantes.*

*Os bons conselhos raramente mudam enquanto que os mercados mudam constantemente. A tentação de agradar é quase irresistível. E embora as pessoas precisem de bons conselhos, o que querem ouvir são conselhos que soem bem, os que confirmam a sua crença ou opinião.*

*O conselho que soa melhor no curto prazo é sempre o mais perigoso no longo prazo. Todos querem o segredo, a chave, o mapa para o caminho rosado que leva ao El Dorado: o investimento mágico de alto retorno e baixo risco que dobra o dinheiro em muito pouco tempo. Todos querem apanhar os retornos dos produtos da moda e evitam aquilo que caiu em desgraça.*

*O jornalismo financeiro, assim como as instituições financeiras, seguem um princípio básico do marketing: quando os patos grasnam, deem-lhes de comer.*

(...)

A verdade é que os média e os conselheiros financeiros insistem na ideia de que é possível prever o que o futuro reserva e que apenas eles têm o discernimento necessário para o fazer. A grande maioria não tem a coragem e honestidade intelectual para dizer aos seus clientes que não sabem o que vai acontecer amanhã. Os clientes, por seu lado, habituaram-se à falsa segurança proporcionada por especialistas que lhes asseguram que sabem o que se está a passar e como deverão "alocar estrategicamente" as suas poupanças.

Já muitos sentiram na pele que esta falsa segurança resulta, invariavelmente, em desapontamento face ao desenlace dos acontecimentos mas, ainda assim, têm dificuldade em mudar e procurar quem proponha uma postura diferente, alicerçada no conhecimento, ponderação e bom-senso.

Os nossos Clientes sabem, contudo, que não tomamos decisões de investimento com base em acontecimentos e projeções macroeconómicas, políticas ou sociais. Não quer isto dizer, no entanto, que nos alheamos do que se passa à nossa volta: somos espetadores atentos de todo o tipo de notícias que possam afetar as empresas em que investimos e o processo de criação de riqueza a médio e longo prazo que procuramos. O que não faremos é tentar prever, com base nessas notícias, quando ou quanto é que o mercado irá subir ou descer.

No decorrer de 2016, sentimos necessidade de fazer algumas comunicações aos nossos Clientes, fundamentando a nossa opinião sobre os eventos que se iam sucedendo e reassegurando que a convicção e filosofia da Casa de Investimentos se mantinham inabaláveis.

Na carta que enviámos em janeiro reforçámos a necessidade de remar contra a maré:

- Q *"Neste enquadramento, fazem notícia nos meios de comunicação as quedas da bolsa e os analistas que preveem o apocalipse financeiro. (...) E, no entanto, é nestas alturas que é fundamental manter uma disciplina e rigor inabaláveis. Ser capaz de no meio do pânico vendedor procurar boas oportunidades, boas empresas que estão à venda por uma fração do seu valor. Manter um rumo firme e perceber que o momento de maior pessimismo é exatamente o momento ideal para comprar. O segredo do sucesso na área do Investimento é exatamente ter medo quando toda a gente está otimista e ser otimista quando toda a gente tem medo."*

Aquando do Brexit, procurámos transmitir que a incerteza sempre fez parte do dia-a-dia do investidor e que a consideramos uma das principais fontes de boas oportunidades:

- Q *"Essa incerteza não significa que as perspetivas sejam necessariamente sombrias. O investimento em ações deu os melhores retornos no último século atravessando guerras mundiais e regionais, uma guerra fria entre duas potências nucleares, crises petrolíferas, uma depressão económica e uma crise financeira devastadora. No meio de toda esta incerteza, quem triunfou foi sempre quem manteve um passo firme e alicerçado em bons princípios de investimento."*

Focando por um instante a nossa atenção nas consequências da eleição de Donald Trump, constatamos o seguinte: se, por um lado, os principais índices bolsistas valorizaram consideravelmente à boleia da promessa de políticas expansionistas e liberais descritas acima, por outro, cresce o coro de investidores que receiam que se esteja a entrar num mercado



especulativo, apontando para os múltiplos a que transacionam as ações, perto de máximos históricos,

As duas principais forças-motrices de Wall Street, o medo e a ganância, têm muitas vezes um equilíbrio precário: mesmo os que se revelam receosos mantêm-se investidos, temendo abandonar a "festa" cedo de mais. Esta é uma história que já testemunhámos vezes sem conta, perpetuada pelos que continuam a julgar-se capazes de prever os movimentos do mercado. Ter um conhecimento vasto da história financeira, o domínio da teoria financeira, de como esta indústria opera e das reações do público investidor, é, por isso, essencial.

Para o investidor em valor, como nós, o interesse é perceber se as perspetivas para o negócio das empresas que analisamos e em que investimos é melhor, pior ou igual. Se um investimento que temos em carteira atinge o seu valor justo, ou o excede, vendemos e procuramos outro que satisfaça o nosso já conhecido critério. Em nenhum momento deste processo ponderamos se os mercados estão caros ou baratos, se vão cair ou subir no próximo mês ou ano.

Terry Smith – conhecido investidor britânico – explica na sua última carta aos investidores o que pensa das previsões macroeconómicas:

*"(...) os mercados financeiros são sistemas de segunda ordem: para empregar as previsões macroeconómicas com sucesso, o investidor terá não só de acertar nas suas previsões como também no que serão as previsões do mercado, de forma a saber como irão reagir. Boa sorte com isso."*

O ano de 2016 foi, nesse sentido, exímio em expor as fragilidades dos "avançados" sistemas de previsão e de sondagens, baseados em complexos modelos algorítmicos que analisam extensivamente a tão em voga big data. Olhando em retrospectiva, retiramos as seguintes conclusões:

Por muito desenvolvidos que sejam os processos estatísticos de previsão de resultados eleitorais, estes são falíveis. Os investidores não devem tomar decisões de investimento tendo exclusivamente por base sondagens.

O processo de previsão de resultados deste género de eventos revelou-se inútil. Mesmo quem corretamente previu que Donald Trump venceria as eleições norte-americanas foi apanhado de surpresa pela forte subida nas cotações que se verificou nas semanas seguintes.

Os mercados financeiros deram mais uma vez mostra de que estão longe de ser eficientes. A proliferação de especuladores de curto prazo, que compram e vendem ações sem prestar atenção às características dos negócios subjacentes, deu origem a movimentos bruscos no preço das ações, totalmente dissociados do seu valor intrínseco.

Os Clientes mais antigos perdoar-nos-ão a falta de criatividade com que abordamos a incerteza gerada por surpresas políticas, macroeconómicas ou sociais. De facto, ao longo da nossa existência, quando confrontados com este tipo de eventos, mantivemos consistentemente a mesma postura: somos analistas de negócios, que avaliam as suas vantagens competitivas e capacidade de geração de lucros crescentes, estimando qual será o seu valor intrínseco.

O nosso trabalho é investir o dinheiro dos nossos Clientes em empresas capazes de suportar surpresas de natureza política e macroeconómica que são, inevitavelmente, impossíveis de prever. Devemos assegurar-nos que estas empresas têm balanços sólidos que lhes permitirão sair destas crises com as suas vantagens competitivas reforçadas.

Esperamos que esta aborrecida firmeza contribua para reforçar a confiança que depositam em nós. Estamos convictos que continuará a adicionar riqueza.

## 06. A ATIVIDADE DA CASA DE INVESTIMENTOS EM 2016

2016 permitiu-nos pôr em prática os princípios do investimento em valor: comprar quando nos oferecem ativos em saldo e ignorar o ruído do mercado. Ao longo do ano, geraram-se momentos de exagerado pessimismo que pudemos aproveitar para comprar excelentes empresas a preços baratos. Por outro lado, alguns períodos de euforia valorizaram outros investimentos, o que nos permitiu obter excelentes rentabilidades.

Manter este rigor e disciplina, embora pareça simples, não é fácil:

- é crucial conhecer profundamente os ativos em que queremos investir e ter uma estimativa de valor;
- aguardar que o mercado nos cote o preço com um desconto substancial face ao valor, o que só acontece quando as notícias são más ou a conjuntura, globalmente ou no sector, é desfavorável;
- ignorar as opiniões contrárias, que nestas alturas são a maioria, mantendo firmeza de carácter e executando a estratégia traçada. Sabemos que as más notícias produzem preços baixos e é nesse ambiente que queremos comprar muito valor por pouco dinheiro;
- aguardar pacientemente que, na normalização dos mercados, as cotações recuperem e tendam a cotar o preço justo do ativo, o que pode demorar meses ou anos.

O que nos diferencia da grande maioria é que é precisamente nestes momentos de desconforto e de correção substancial dos mercados que rejubilamos e aproveitamos para adicionar valor às carteiras dos Clientes. Não nos encostamos ao conforto de seguir a maioria, da qual também fazem parte muitos investidores profissionais.

Aprendemos, com a nossa experiência e com a de muitos outros grandes investidores em valor, que o desconforto é um forte sinal de que poderemos estar perante excelentes oportunidades de negócio. A maioria não é capaz de aproveitar estas oportunidades:

- por falta de rumo e convicção sólida no seu método de investimento;
- conflitos de interesse subjacentes aos seus modelos de negócio;
- falta de horizonte temporal adequado ou de conhecimento;
- o imperativo institucional, fazendo o que a maioria está a fazer, numa competição de performance de curto prazo;
- ou ainda, porque estão, sobretudo, a proteger o seu posto de trabalho.

Infelizmente, a indústria financeira é muito melhor a gerar excelentes vendedores do que excelentes analistas de negócios ou gestores de investimentos.

Em janeiro e fevereiro, o sentimento era muito pessimista e os media tendiam a ouvir apenas as opiniões dos que previam grandes correções nos mercados. Muitos sem qualquer curriculum de criação de valor, suportados pelo nome de grandes instituições financeiras para quem trabalham. Por esta altura, uma das empresas mais visadas pelos arautos da desgraça era a Apple - todos os dias surgiam novos relatórios que comparavam a empresa à Nokia, apontando para a falta de introdução de produtos inovadores.

Quem defendia esta posição, ignorava os mais de \$200 mil milhões de USD no balanço da empresa, ROIC's (*Return on Invested Capital*) muito superiores ao seu custo de capital, a capacidade ímpar de geração de *cash flow* e um sistema operativo aliado a um negócio de *software* que fidelizam a grande maioria dos clientes aos seus equipamentos. Por esta altura, a empresa cotava com um múltiplo de cerca de 6,3 vezes o rácio EV/EBIT (*Enterprise Value/ Earnings Before Interest and Taxes*) indicador bastante baixo para uma empresa com aquelas características.

Como é recorrente, tomámos a postura oposta à que prevalecia no mercado e investimos na empresa, uma decisão que se revelou muito acertada. Quase um ano depois, o sentimento é exatamente o oposto: impera o otimismo e esperança em relação ao futuro da empresa. Os analistas antecipam com expectativa o lançamento do novo smartphone e os *hedge funds* anunciam compras avultadas da ação. Mais uma vez, torna-se evidente a facilidade com que o "Sr. Mercado" muda de opinião num curto espaço de tempo.

No início do ano, aproveitámos ainda para investir noutras empresas que já acompanhamos há bastante tempo e que, naquele momento, nos foram vendidas com grandes descontos face ao seu valor intrínseco. Tivemos também a oportunidade de reforçar posições, que tínhamos em carteira, em títulos que corrigiram significativamente e que comprámos ainda mais baratos.

Os dias imediatamente após o resultado do referendo britânico também nos proporcionaram excelentes oportunidades. O evento teve o efeito de afetar o preço de quase todas as ações europeias, mesmo as de empresas que em nada seriam afetadas. A irracionalidade e volatilidade que imperaram, deram-nos a margem de segurança que exigimos para investir em novos negócios e reforçar outras posições a preços muito atrativos.



A maioria destes novos investimentos valorizou muito rapidamente. Este não é um padrão normal nem algo que os nossos Clientes devam esperar que aconteça regularmente. Não temos a mínima capacidade para prever quando determinada ação vai atingir o mínimo ou o máximo.

O mais normal será que o preço da ação de uma empresa que compramos continue a cair (o que nos agrada, porque podemos comprar ações adicionais mais baratas) e que, após a termos vendido, valorize ainda mais, fruto do otimismo e especulação que prevalecerão na altura.

A este propósito, Warren Buffett teceu o seguinte comentário:

*"No investimento em ações, é muito difícil saber quando algo vai acontecer e muito fácil saber o que vai acontecer."*

Sabemos que o preço da ação vai tender para o seu valor intrínseco, mas é impossível saber quanto tempo demorará a fazê-lo.

Não conseguiríamos ter esta atitude contrária à da multidão de investidores e especuladores sem o apoio e compreensão dos nossos Clientes. Para podermos aproveitar os momentos de pânico no mercado é necessário manter liquidez e/ou que os Clientes reforcem as contas. É de vital importância que os nossos Clientes estejam alinhados com a filosofia e horizonte de investimento e que compreendam a necessidade de manter saldos saudáveis de liquidez – as nossas munições de reserva prontas a ser utilizadas.

Esforçamo-nos ativamente desde o início da nossa atividade para encontrar os clientes com estas características, muitas vezes em detrimento do crescimento mais acelerado dos ativos sob gestão. Não obstante, consideramos que esta é uma forte vantagem competitiva da Casa de Investimentos: sabemos que teremos capacidade para tirar o melhor partido de eventuais quedas dos mercados, quando outros se verão restringidos pelo pânico instalado e a braços com pedidos de resgate de ativos, numa altura em que deve ser feito precisamente o contrário.

Como é habitual, a carta anual da Berkshire Hathaway é fonte de inspiração para todos na Casa de Investimentos. Na carta deste ano, Warren Buffett fundamenta o otimismo de quem, como nós, acredita que a performance das ações espelhará, no longo prazo, a evolução favorável da economia:

*"As façanhas económicas da América resultaram em lucros assombrosos para os acionistas. Durante o Séc. XX, o Dow Jones subiu de 66 para 11.497, um ganho de capital de 17.320% a que devemos adicionar dividendos sempre crescentes. A tendência continua no Séc. XXI: até ao final de 2016, o Índice subiu mais 72%, para 19.763.*

*É quase certo que os negócios americanos - e consequentemente uma carteira de ações - valerão muito mais nos anos vindouros. Inovação, ganhos de produtividade, o espírito empreendedor e a abundância de capital, encarregar-se-ão disso. Os pessimistas sempre presentes poderão prosperar com a venda dos seus prognósticos sombrios. Mas Deus os ajude se eles levarem à prática as tolices que apregoam.*

*Muitas empresas, obviamente, ficarão para trás e algumas irão falir. Esta joeira é produto do dinamismo do mercado. Os anos vindouros irão, ocasionalmente, proporcionar quedas substanciais no mercado - e até pânicos - que afetarão praticamente todas as ações. Ninguém consegue dizer quando ocorrerão esses traumas - nem eu, nem o Charlie, nem os economistas nem os media. Meg McConnell, da Reserva Federal de Nova Iorque, descreve a realidade dos pânicos: "Passamos muito tempo à procura de risco sistémico; na verdade, contudo, é o risco que tende a encontrar-nos".*

*Durante esses períodos assustadores, nunca devemos esquecer duas coisas: Primeiro, o medo generalizado é amigo do investidor porque disponibiliza pechinchas. Segundo, o medo pessoal é nosso inimigo. E é também despropositado. Os investidores que evitam custos altos e desnecessários e simplesmente mantêm em carteira, durante largos períodos de tempo, uma coleção de grandes negócios americanos conservadoramente financiados irão ter, quase de certeza, bons retornos."*

Shri Ravi K





# FILOSOFIA DE INVESTIMENTO

Fed. Al.  
Squire

## 07. O BULL MARKET E A NOSSA CARTEIRA DE INVESTIMENTOS

É verdade que desde 2009 os mercados acionistas beneficiaram de ventos muito favoráveis que trouxeram os índices americanos para a máximos históricos. Ao longo destes anos, registaram-se períodos de correção significativa. Temos ouvido bastantes pessoas apreensivas com o facto dos índices bolsistas demonstrarem agora avaliações consideravelmente caras. Questionam-se se esta não será uma boa altura para “encaixar ganhos e esperar que os ânimos resfriem”. Somos de opinião diferente por três grandes motivos:

- não sabemos fazer o *timing* do mercado e não conhecemos quem o faça de forma consistente. É impossível prever quanto tempo durará a subida do mercado ou quando é que este irá corrigir. Aqueles que o tentam fazer alcançam resultados bastante aquém dos que se focam na avaliação de negócios a longo prazo;

as empresas que temos em carteira estão consideravelmente mais baratas do que o mercado. O principal índice S&P cota com um múltiplo de 18 vezes os resultados estimados

- para o ano corrente, ao passo que a nossa carteira tem um múltiplo médio de cerca de 13 vezes os resultados e é composta por negócios mais rentáveis e com balanços menos endividados;

continuamos a identificar boas oportunidades de investimento. Há vários setores que estão a ser pressionados por preocupações de curto prazo que levam a que os seus preços caiam.

- Um desses casos é a indústria farmacêutica, que tem estado sob escrutínio público em relação à política de preços praticada. Neste, e noutros setores, verificamos que existem bons negócios a ser vendidos a preços bastante abaixo do seu valor intrínseco.

A melhor alternativa hoje continua a ser investir uma parte significativa do património financeiro em ações de boas empresas que estejam a cotar a preços sensatos. Estamos, por estas razões, confiantes que os nossos Clientes são donos de excelentes negócios, com um bom potencial de valorização.

A decisão de venda de cada um dos investimentos feitos prender-se-á sempre com a relação entre o seu valor intrínseco e o preço a que cota no mercado. Assim que o preço da ação atinja

o valor justo estimado, e caso a empresa não demonstre razões fundamentais para que este valor seja revisto em alta, optamos por vender. Como já referimos, esta postura envolverá tomar decisões de venda de investimentos para os quais o mercado revela desmesurado otimismo – poucos se preocuparão em justificar o seu otimismo com perspectivas para a evolução do negócio subjacente.

Consequentemente, será natural que em momentos de subida dos mercados as nossas carteiras tendam a acumular liquidez: primeiro porque, à medida que os títulos cotem o seu valor justo, procederemos a vendas. Segundo, será mais difícil encontrar pechinchas.

*Esta é uma enorme vantagem para os nossos Clientes: embora o nosso trabalho não seja ter dinheiro parado, não temos problemas em fazê-lo se as oportunidades de valor escassearem. Aguardaremos pacientemente pelas correções e gostamos de ter munições para as aproveitar.*

*No entanto, não nos iludimos: sabemos que se o sentimento dos investidores se deteriorar e o pessimismo tomar conta das decisões de investimento, também o preço dos nossos investimentos cairá. Nessa altura, contaremos com as reservas de liquidez acumulada e com a resiliência do nosso espírito investidor para aproveitar as oportunidades e alocar capital.*

*Será nestes momentos de maior incerteza e pessimismo que seremos mais gananciosos.*

## 08. COMO ANALISAMOS A QUALIDADE DOS NEGÓCIOS

A análise das empresas tem como objetivo verificar se estamos perante excelentes negócios 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 honestas e competentes.



Começamos por procurar entender o que faz a empresa, 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 receitas e de lucros. A análise detalhada do Balanço, Demonstração de Resultados, Demonstração de Fluxos de Caixa e Notas Anexas ajuda-nos a perceber a estrutura da empresa e como opera.

Prestamos também muita atenção às políticas contabilísticas utilizadas – gostamos que sejam simples, conservadoras e fáceis de compreender.

## AS VANTAGENS COMPETITIVAS

Dedicamos uma grande parte do tempo a analisar quais e quão fortes são as vantagens competitivas das empresas e dos seus negócios, Michael Mauboussin e Kristen Bartholdson escrevem sobre este tema num extraordinário estudo, publicado pelo Credit Suisse em 2013, intitulado *"Measuring the Moat"*. Explicam que as vantagens competitivas duradouras têm três origens possíveis: vantagens produtivas, vantagens de consumo e vantagens externas – de cariz regulatório ou fiscal.

As vantagens produtivas referem-se, essencialmente, à capacidade da empresa produzir um bem ou serviço a um custo inferior ao dos concorrentes. Isto pode acontecer em várias situações, mas um bom exemplo é o de uma empresa que opera num setor que acarreta um investimento fixo inicial bastante elevado. À medida que aumenta a sua produção, consegue obter economias de escala que lhe permitem produzir com custos unitários cada vez mais baixos. Uma empresa que se consiga instalar e expandir, primeiro que os concorrentes, num setor deste género, goza de uma forte vantagem competitiva sobre eles.

As vantagens de consumo refletem a capacidade da empresa de produzir um produto ou serviço que satisfaça uma necessidade do consumidor de melhor forma do que a concorrência. A maioria das vezes isto deve-se ao facto do produto ou serviço ser objetivamente melhor. Noutros casos, a preferência dos consumidores assenta na marca, que permite ostentar um determinado estilo de vida ou característica apreciada pela sociedade. No geral, este tipo de vantagens "prende" os clientes, permitindo às empresas evitar a concorrência pelo preço, passar a inflação dos custos para os consumidores e manter margens de rentabilidade elevadas. Mauboussin refere que as empresas com este tipo de vantagem costumam ostentar elevadas margens brutas de rentabilidade.

Por último, destacamos as fontes de vantagens competitivas despoletadas externamente. Estas têm origem, na grande maioria dos casos, num ambiente regulatório que limita a concorrência ou incentiva os players através de subsídios. O exemplo mais premente é o da atribuição de patentes de propriedade intelectual, que permite a uma empresa que desenvolve uma nova tecnologia, composto químico ou outro, disfrutar de um período de vários anos de monopólio de vendas – as empresas farmacêuticas são um bom exemplo.

Identificar este tipo de características exige um estudo intensivo do negócio, da empresa e do setor de atividade. Adicionalmente, procuramos compreender qual é a sustentabilidade destas vantagens, isto é, a capacidade da empresa as manter por longos e bons anos. Na grande maioria dos casos, surgirão outras empresas que, apercebendo-se das rentabilidades do negócio, procurarão imita-lo com produtos concorrentes e ligeiramente mais baratos. Este processo de concorrência levará à queda generalizada dos preços e à erosão das rentabilidades da empresa inicialmente identificada. Só empresas que dispõem de fortes vantagens competitivas conseguirão aguentá-las por um período alargado. São estas as verdadeiras máquinas de capitalizar retornos a longo prazo que queremos comprar para as carteiras dos Clientes.

## RETORNO SOBRE O CAPITAL INVESTIDO

Analisar a capacidade da empresa gerar retornos sobre o capital investido - ROIC (*Return on Invested Capital*) - superiores ao seu custo de capital tem por base a simples lógica de que as empresas geram valor, para os detentores do seu capital, se forem capazes de investir o seu dinheiro, no presente, de forma a gerar mais dinheiro, no futuro, que compense os riscos assumidos.

Imaginemos que uma empresa angariou inicialmente €100,000 dos seus donos e credores. Estes exigem que o investimento que fizeram tenha um retorno médio anual de 10%. Este é o custo de capital da empresa.

Os €100,000 são investidos num determinado processo produtivo que, após implementado, gera €20,000 anuais de resultados operacionais líquidos. Verifica-se então que este negócio tem um Retorno sobre o Capital Investido (Resultados Operacionais Líquidos / Capital Investido) de cerca de 20%. Conclui-se que o negócio é altamente rentável para os seus donos, uma vez que se financiam com um custo de 10% e obtêm rentabilidades de 20%.

Outros intervenientes do mercado rapidamente se apercebem destas rentabilidades. Caso tenham capacidade de se financiar e montar um processo produtivo idêntico com o mesmo custo, fazem concorrência com preços mais baixos, obtendo ROICs abaixo de 20%, mas, ainda assim, superiores ao seu custo de capital. Este processo de concorrência repete-se até que o último a entrar no mercado se predispõe a obter ROICs apenas iguais ao seu custo de capital. Nesta altura, os preços de mercado estabilizam de tal forma que nenhum interveniente é capaz de gerar valor adicional para os seus donos.

Este cenário só será evitado caso a empresa incumbente disponha de certas vantagens – as vantagens competitivas descritas acima – de tal forma fortes e enraizadas que minimizem o efeito nefasto da concorrência. Este é o motivo porque nos focamos em procurar empresas com um histórico longo de ROICs consistentemente superiores ao seu custo de capital.

## GERAÇÃO DE *FREE CASH FLOW* E SOLIDEZ DO BALANÇO

Outra característica que consideramos fundamental é uma boa capacidade de geração de dinheiro. Vamos para além da análise dos resultados líquidos (medida contabilística facilmente manipulável) e queremos perceber quanto desse resultado é transformado em *Free Cash Flow* (FCF), fluxo de caixa excedentário que pode ser distribuído pelos tomadores de capital. Tendemos a favorecer empresas com bastante liquidez no balanço, ou pouco endividadas, uma vez que estas têm maior segurança financeira e uma melhor capacidade de resposta face ao aparecimento de uma boa oportunidade de negócio ou um ciclo económico negativo. Estudamos atentamente a qualidade da gestão, de que forma alocam o capital da empresa, quais os objetivos estipulados para receberem prémios e ações da empresa, em que momentos fazem recompras de ações próprias e se dão provas de serem rigorosos, capazes e honestos.

## 09. O COMPORTAMENTO DO INVESTIDOR EM VALOR

Já tivemos oportunidade de elencar o processo de investimento do investidor em valor e as características das quais não abdicará na seleção dos negócios a investir.

O nosso trabalho é de procura de oportunidades de valor pelo mundo e de salvaguarda dos capitais que nos confiam à gestão.

Não obstante, há uma componente do investidor que é, indiscutivelmente, de igual ou maior importância para o desfecho dos seus investimentos: o temperamento adequado para lidar com a volatilidade dos mercados, com as opiniões contrárias e o excesso de informação com que é constantemente bombardeado. Inúmeras vezes, o investidor verá argumentos racionais serem toldados por vieses psicológicos característicos do ser humano. O melhor investidor é aquele que reconhece as suas limitações e se prepara para as evitar.

*Benjamin Graham escreveu no livro *The Intelligent Investor*:*

*"O maior problema do investidor e o seu principal inimigo é, provavelmente, ele próprio."*

Ouvimos esta ideia repetida no discurso de todos os grandes investidores em valor. Enumeramos em seguida várias das características comportamentais comuns a estes investidores:

**Saber estar "parado"** - um dos principais trabalhos de um investidor é garantir que não cai na tentação de estar constantemente a comprar e vender ações ou outros ativos. Isto é bastante mais difícil do que se julga. A quantidade avassaladora de notícias que saem todos os dias incentiva o ser humano a reagir, seja de que forma for. Perante nova informação, decidir que o melhor é não fazer nada vai contra os nossos instintos primários. No entanto, é precisamente isso que devemos fazer: a grande maioria das notícias, embora possam ter impacto no curtíssimo prazo, revelam-se pouco importantes a prazo. Além disso, comprar e vender com frequência faz aumentar consideravelmente os custos, o que prejudica as rentabilidades dos investidores.

**Ter o horizonte de investimento adequado** - esta é uma ideia que já discutimos várias vezes. Um investimento necessita de um período alargado de tempo para dar frutos. Com certeza que preferiríamos "encaixar" ganhos rapidamente, mas isto é simplesmente impossível de fazer de forma consistente. Se o investidor fez o seu trabalho de análise corretamente e encontrou um negócio verdadeiramente excelente a um preço barato, deve dar-lhe tempo para que realize todo o seu potencial de valorização.

*Peter Lynch, um dos maiores investidores de todos os tempos, descreve o ato de realizar ganhos de 20% em posições com potencial para duplicar o investimento, como "cortar as flores e regar as ervas daninhas".*

**Reforçar os investimentos em alturas de queda** - este é, provavelmente, o comportamento que mais desconforto causa nos investidores, mas também o que mais benefícios trará. Sabemos que o mercado tem oscilações de preço exageradas, muitas vezes trazendo o preço de ações de excelentes negócios para níveis ridiculamente baixos. Nestas alturas, o nosso lado racional saberá identificar que estamos perante uma excelente oportunidade, mas seremos assolados pela dúvida. "Será que o mercado vai cair mais? Se esperar, talvez consiga "entrar" num ponto mais baixo." Os investidores disciplinados aprendem a ignorar este ímpeto, aproveitando as quedas de forma a reforçar os investimentos, sem consideração sobre se o preço cairá mais ou não. Eventualmente, o mercado reconhecerá o valor da empresa e as compras feitas em alturas de pessimismo serão cruciais para atingir boas rentabilidades.

**Questionar a opinião instalada** - não quer isto dizer que devemos, por princípio, rejeitar a opinião da maioria. O verdadeiro investidor preocupa-se, antes de mais, em perceber qual é a opinião instalada e, depois, analisá-la de forma crítica. Na maioria das vezes conclui que esta está correta (as multidões não são sempre irracionais); noutras ocasiões, conclui que não é capaz de analisar melhor a situação do que a maioria; em raras ocasiões, apercebe-se que a maioria está errada - aqui agirá de forma determinada para aproveitar a situação e rentabilizar a sua vantagem. Esta é também uma atitude incrivelmente desconfortável - todos sabemos o quão difícil é manter uma postura contrária à da maioria.

A conclusão óbvia é que a postura correta será sempre a que causará mais desconforto. Exige que o gestor profissional aceite que, como todos os seres humanos, também sofre de vieses comportamentais que devem ser constantemente combatidos. Mas esta é a essência de um investimento de qualquer natureza: o empresário que inicia a sua atividade coloca-se numa posição extremamente desconfortável, cheia de riscos e incertezas. Mas é a capacidade de

suportar essa incerteza que lhe permitirá, com análise cuidada e esforço, colher os frutos da oportunidade que outros não foram capazes de aproveitar.

## 10. A GESTÃO DA EXPOSIÇÃO CAMBIAL

### O impacto da evolução cambial na performance das carteiras

No último ano, fomos questionados sobre o impacto que a variação cambial teve nos nossos investimentos e qual é a nossa posição relativamente à cobertura do risco cambial.

No que diz respeito à primeira pergunta, julgamos úteis as seguintes considerações:

- o uma vez que a gestão das carteiras é feita em Euros, são consideradas as implicações de investimentos denominados noutras moedas;
- o no decorrer de 2016, cerca de 60% dos nossos investimentos estavam aplicados em empresas norte-americanas cujas ações negociam em USD. O preço destes investimentos em Euros varia de forma inversa com a taxa de câmbio EUR/USD: se o USD valorizar face ao EUR, o preço do investimento em Euros aumenta e vice-versa;
- o no entanto, a maioria das empresas que detemos são multinacionais e/ou exportadoras, pelo que a valorização do USD prejudicará os seus lucros. Este fator deverá penalizar o preço das suas ações em USD;
- o da análise dos efeitos descritos, decorre que a valorização do USD face ao EUR tem impactos positivos e negativos na performance dos nossos investimentos;
- o a valorização do USD face ao EUR no decorrer de 2016 foi de 3,2%. Atendendo à alocação acima mencionada, constata-se que esta valorização poderá ter contribuído, no máximo, com 1,9% para a valorização da nossa carteira. Tendo em conta o efeito indireto nos resultados das empresas e respetivo reflexo nas suas cotações individuais, estimamos que o impacto real tenha sido inferior a esse valor.

## COBERTURA DO RISCO CAMBIAL

O estudo da exposição dos investimentos ao risco cambial foi algo a que a equipa da Casa de Investimentos dedicou considerável atenção no último ano.

As principais teorias económicas apontam para o facto de que as taxas de câmbio entre duas moedas devem variar consoante a evolução económica dos dois países – a ideia subjacente é a de que o país com melhor performance económica atrairá mais investimento estrangeiro e verá a sua moeda apreciar. Fatores políticos e sociais também têm impacto na procura de moeda de cada país, uma vez que afetam as expectativas dos investidores em relação a cada uma das economias.

Os académicos propõem vários modelos de previsão da evolução das taxas de câmbio. O mais conhecido é o modelo de paridade de poderes de compra (PPC) que assenta na ideia de que produtos idênticos em diferentes países devem ter preços idênticos. Assim, esta teoria argumenta que a taxa de câmbio entre duas moedas deve ajustar-se de forma a que a PPC se mantenha.

Outras abordagens, tais como a da Força Económica Relativa, modelos econométricos ou de análise regressiva temporal apresentam métodos alternativos de previsão. No entanto, nenhuma delas se revela bem-sucedida na previsão da evolução de curto prazo das taxas de câmbio – o número de variáveis a ter em consideração é simplesmente demasiado elevado.

Adicionalmente, procuramos conhecer qual é a experiência de gestores de ativos que optam por fazer a cobertura do risco cambial e de que forma outros investidores em valor (GMO, Tweedy Browne e Oakmark) lidam com esta questão. Desta análise, ressaltamos as seguintes conclusões:

- o a globalização e o aumento significativo das grandes multinacionais, que efetuam negócios em várias moedas estrangeiras, reduziram a importância da cobertura cambial;
- o a cobertura cambial não reduz a volatilidade a médio/longo prazo das rentabilidades dos fundos;

- os fundos com cobertura cambial tendem a ter retornos muito semelhantes aos fundos que optam por não a fazer;
- algumas gestoras podem assumir exposições cambiais ou estratégias de cobertura de risco cambial, com base na sua estimativa de valorização de moedas a prazo;
- tendo em conta que as moedas são mais voláteis que os ativos de taxa fixa, faz sentido efetuar cobertura cambial para os investimentos em taxa fixa.

## A POSIÇÃO DA CASA DE INVESTIMENTOS

A Casa de Investimentos não faz previsões de evoluções cambiais a curto/médio prazo. Concluímos, da nossa experiência empírica, da análise de estudos sobre o tema e da postura de outros excelentes investidores, que muito dificilmente esta atividade trará valor acrescentado para os Clientes. Focamos a nossa análise na avaliação das qualidades dos negócios em que investimos. Acreditamos que são as determinantes fundamentais para a produção de retornos a longo prazo. Consideramos que:

- estamos a investir em negócios reais que vendem em todo o mundo. Qualquer variação cambial será contrabalançada pelo efeito contrário nos lucros gerados internacionalmente;
- num período alargado de tempo, as variações cambiais tendem a anular-se e o peso no desempenho de uma carteira é reduzido;
- os câmbios entre economias desenvolvidas tendem para médias de longo prazo.

Assim, preferimos evitar os custos de proteção cambial e assumir o reflexo das variações cambiais no desempenho das carteiras.

Não obstante, acompanharemos atentamente a evolução do indicador de Paridades de Poder de Compra, que consideramos apresentar as melhores estimativas para as taxas de câmbio de longo prazo. Reservamo-nos a opção de, em casos de extrema subavaliação ou sobreavaliação da taxa de câmbio, equacionar uma posição de gestão cambial ativa.

## 11. AUMENTO DE CAPITAL DA CASA DE INVESTIMENTOS

A Administração tomou a decisão de aumentar o Capital Social da Casa de Investimentos, que passa agora de 500 mil para 1 Milhão de euros. Desde a fundação, os lucros gerados têm sido mantidos em reservas livres o que permite a sua distribuição aos acionistas a qualquer altura. Nunca o fizemos.

Esta decisão de aumentar o Capital Social, e as correspondentes reservas legais que tal aumento implica, comprometem estes valores com a atividade da gestora e a sua solidez. É o reforço do Balanço e um sinal claro que pretendemos transmitir aos Clientes, aos reguladores, aos colaboradores e público investidor: estamos a construir a CASA para o longo prazo.

Da mesma forma que investimos os valores que nos confiam com margem de segurança, a gestão de uma instituição, cujo trabalho é gerrir o dinheiro de terceiros, deve também ser levada a cabo com margem de segurança, garantindo que a dotamos dos meios necessários para prestar um serviço de grande nível internacional.

Enquanto gestores da Casa de Investimentos, queremos que ela seja rentável, capaz de remunerar adequadamente os seus acionistas e colaboradores. Mas isto só deverá acontecer como consequência do bom trabalho que fizermos para os nossos Clientes. A segurança e rentabilização das poupanças que nos confiam será sempre o principal objetivo desta atividade.

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

## 12. PERSPETIVAS E PREVISÕES PARA 2017

O ano de 2016 encarregou-se, mais uma vez, de demonstrar a incapacidade do ser humano de prever o futuro. Continuamos firmes na nossa convicção de não perder o nosso tempo nesta atividade.

Deixamos, no entanto, uma pequena nota que justifica a nossa postura sobre o assunto:

Conta-se que, quando Albert Einstein faleceu, encontrou três americanos às portas do Céu. Para passar o tempo, Einstein quis saber os seus QI. "190", respondeu o primeiro. "Maravilhoso", exclamou Einstein, "Podemos discutir a contribuição de Ernest Rutherford para a física atómica e a minha teoria da relatividade". O segundo responde, "150". "Bom", diz Einstein, "Podemos discutir o papel que os Estados Unidos desempenham na manutenção da paz mundial". O terceiro americano murmura, "50". Einstein hesita uns momentos e, depois, pergunta: "Então qual é a sua previsão para o défice orçamental do próximo ano?"

Erin Reddy



Pedra &  
Sua



# ESTRUTURA E OPERAÇÃO



## 13. ESTRUTURA INTERNA

A Casa de Investimentos está estruturada em quatro departamentos independentes: Comercial, Consultoria para Investimento, Gestão de Ativos e Backoffice. Os departamentos são organizados e geridos autonomamente por um responsável de forma a evitar conflitos de interesses. A supervisão de cada um fica a cargo de um elemento da administração.

Para o exercício rigoroso e competente da atividade a gestora contrata serviços externos de intermediários financeiros: execução de ordens de compra e venda, custódia e guarda de títulos. Asseguramos que estes serviços são prestados por parceiros financeiros sólidos e credíveis e operacionalmente eficientes.

## 14. POLÍTICA DE GESTÃO DE RISCOS DA ATIVIDADE

A Casa de Investimentos promove uma postura geral de prudência. São estabelecidas políticas e processos de gestão de riscos das atividades que levamos a cabo. Estes riscos, sobretudo de natureza operacional, são minimizados com o rigoroso cumprimento das disposições legais e do manual de procedimentos interno.

A sociedade estabeleceu um conjunto de políticas e procedimentos para reduzir o risco operacional, ou seja, o risco de falha humana e dos sistemas de informação, de energia e da preservação de dados em segurança, incluindo, designadamente, um plano de continuidade em caso de acidentes. A garantia do seu cumprimento é assegurada por um elemento da administração.

O departamento de Controlo e Compliance assegura o cumprimento das normas estabelecidas de condução da atividade da Gestora. É responsável pela aplicação das normas de conduta interna bem como pela implementação de todas as imposições e legislação que as entidades de supervisão exigem.

Damos especial atenção a todos os processos que se relacionam com a salvaguarda dos patrimónios dos clientes em conformidade com as comunicações que mensalmente são reportadas aos supervisores.

De forma a minimizar o risco de contraparte, a sociedade cumpre com elevada diligência o dever de escolha e avaliação dos custodiantes dos patrimónios dos clientes.

## 15. ATIVIDADE EM 2016

A 31 de Dezembro de 2016, os valores sob gestão totalizaram 88.499.886 euros, um crescimento de 34,3% em relação ao ano anterior. Este crescimento deveu-se a três fatores:

- valorização dos patrimónios geridos com rentabilidade líquida de 16%;
- reforços de contas de clientes;
- aberturas de conta a novos clientes.

As comissões de gestão cobradas foram de 1.179.652 euros. Os resultados líquidos positivos gerados ascenderam a 551.889 euros, o equivalente a 5,52 euros por ação. A 31 de Dezembro de 2016, a situação patrimonial da empresa fixou-se nos 1.333.852 euros.

À data de 31 de dezembro de 2016, a Sociedade não mantinha quaisquer dívidas em mora ao sector público estatal nem existiam quaisquer contratos celebrados entre a Sociedade e os seus Administradores.

## 16. PROPOSTA DE APLICAÇÃO DE RESULTADOS

Em cumprimentos das disposições legais e estatutárias, o Conselho de Administração propõe que o Resultado Líquido de 551.889 euros seja aplicado da seguinte forma:

Reservas Legais: 185.899 euros

Reservas Livres: 365.990 euros.

## 17. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em conclusão, no processo de decisão e estratégia que traçamos, nunca procuramos o caminho mais fácil. Procuramos sempre trilhar o caminho certo que, embora no curto prazo seja difícil e sacrifique o crescimento dos ativos sob gestão da Casa de Investimentos, conduz, a prazo, a um círculo virtuoso de criação de valor para todos, Clientes, colaboradores e acionistas.

As inúmeras mensagens de email, telefone ou pessoais, que nos são transmitidas por tantos Clientes, motivam-nos para fazer a "coisa certa". Muito obrigada.

Em nome da Administração, agradecemos a todos os que contribuem para os resultados que temos alcançado.

Estimado Paciente



Roberto P.  
Espinoza

# ANEXOS

Roberto  
Eduardo

# ANEXO AO RELATÓRIO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

## 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 não efetuaram transações durante o exercício de 2016:

Acionista	Nº de Ações	Aquisições	Alienações	Nº de Ações
	31-12-2015			31-12-2016
Emília de Fátima de Oliveira Vieira	47.000	0	0	47.000
António Pedro Moreira da Silva Alve	47.000	0	0	47.000
Vitor Hugo Ferreira Roque	5.000	0	0	5.000

2. Para efeitos e nos termos do disposto no número quatro do art. 448º do código das sociedades comerciais, à data de encerramento do exercício de 2016, a posição acionista é a seguinte:

Acionista	Nº de Ações	% Participação
Emília de Fátima de Oliveira Vieira	47.000	47%
António Pedro Moreira da Silva Alves	47.000	47%

# BALANÇO EM BASE INDIVIDUAL (NCA) EM 31 DE DEZEMBRO DE 2016

Rubricas da Instrução 23/2004	PASSIVO E CAPITAL	Notas	Ano	Ano anterior (31-12-2015)
49	<b>PASSIVO</b>			
51+52	Passivos por Impostos Correntes	8	142.519	715
	Outros Passivos	9	274.595	130.418
55	Capital Subscrito	10	500.000	500.000
60+602+61	Outras Reservas e Resultados Transiados	10	281.963	196.530
	Resultado do Exercício	10	551.889	85.433
	<b>TOTAL DO PASSIVO + CAPITAL</b>		<b>1.750.966</b>	<b>913.096</b>

O Conselho de Administração

*Sérvilio Suidre*  
*Antônio Roberto Thomaz de Al*  
*Vitor Hugo Ferreira Paiva*

(Montantes expressos em Euros)

Rubricas da Instrução 23/2004	ATIVO	Notas	Ano			Ano anterior (31-12-2015)
			Valor antes de provisões, imparidade e amortizações	Provisões, imparidade e amortizações	Valor Líquido	
			1	2	3=1-2	
	<b>ATIVO</b>					
11	Disponibilidades em outras instituições de crédito	2	429.330		429.330	330.103
13	Aplicações em Instituições de Crédito	3	125.000		125.000	125.000
22	Investimentos de curto prazo até à maturidade	4	41.779		41.779	72.741
27-360	Ativos Tangíveis	5	167.408	73.198	94.209	115.528
29-361	Ativos Intangíveis	6	23.714	12.300	11.414	10.611
300	Ativos por Impostos Correntes		0		0	0
301	Ativos por Impostos Diferidos		0		0	0
31+33+348	Outros Ativos	7	1.049.234		1.049.234	259.113
	<b>TOTAL DO ATIVO</b>		<b>1.836.464</b>	<b>85.498</b>	<b>1.750.966</b>	<b>913.096</b>

O Contabilista Certificado

*T. G. L. S. J.*

*Red. Al*

# DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS EM BASE INDIVIDUAL (NCA) EM 31 DE DEZEMBRO DE 2016

(Montantes expressos em Euro)

Rubricas da Instrução 23/2004	Notas	Ano	Ano anterior (31-12-2015)
79+80+8120	11	3 992	4 906
66+67+6820	11	-125	-439
		<b>3 867</b>	<b>4 466</b>
82			
81-8120	12	1 179 652	502 007
68-6820		-897	-1 594
-692		-2 824	-1 134
-69+830		-118	-525
72+75	13	-22 067	-26 378
		<b>1 157 613</b>	<b>476 842</b>
70	14	-246 193	-183 159
71	15	-166 225	-155 062
77	16	-23 807	-20 807
		<b>721 388</b>	<b>117 814</b>
65	17	-169 499	-32 381
74-86	17	0	0
		<b>551 889</b>	<b>85 433</b>

O Contabilista Certificado

*Tiago António Dias*

O Conselho de Administração

*António Pedro Pereira J. A. L.*  
*Vitor Hugo Ferreira Roque*

Roberto  
E  
S  
Zarate

# ANEXO AO BALANÇO E À DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS

EM 31 DE DEZEMBRO DE 2016

(MONTANTES EXPRESSOS EM EUROS)

## NOTA INTRODUTÓRIA

A **Casa de Investimentos - Gestão de Patrimónios S.A.** é uma sociedade anónima constituída em 17 de setembro de 2009, com sede em Braga, e que tem por objeto social a gestão de patrimónios.

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

## 1. BASES DE APRESENTAÇÃO E PRINCIPAIS POLÍTICAS CONTABILÍSTICAS

### 1.1. BASES DE APRESENTAÇÃO

As demonstrações financeiras anexas foram preparadas no pressuposto da continuidade das operações, a partir dos livros e registos contabilísticos da Sociedade, mantidos de acordo com os princípios consagrados nas Normas de Contabilidade Ajustadas ("NCA"), estabelecidas pelo Banco de Portugal no Aviso nº. 1/2005, de 21 Fevereiro e das instruções nº. 23/2004 e 18/2005, do Banco de Portugal.

### 1.2. PRINCIPAIS POLÍTICAS CONTABILÍSTICAS

As principais políticas e critérios valorimétricos utilizados na preparação das demonstrações financeiras foram os seguintes:

#### a) Ativos Intangíveis

Os ativos intangíveis encontram-se registados ao custo de aquisição e são amortizados pelo método das quotas constantes, por duodécimos durante o período de 3 anos, exceto no caso da taxa de concessão paga à CMVM em que o período de vida útil foi considerado indefinido.

## b) Ativos Tangíveis

Os ativos tangíveis encontram-se registados ao custo de aquisição e são amortizados pelo método das quotas constantes, por duodécimos com as seguintes vidas úteis:

	<b>Anos</b>
Obras em edifícios arrendados	10 anos
Mobiliário e material	8 anos
Equipamento informático	entre 3 anos e 7 anos
Instalações interiores	entre 4 e 10 anos
Outros equipamentos	Entre 4 e 8 anos

## c) Imposto sobre o rendimento

O imposto sobre o rendimento do exercício corresponde à soma dos impostos correntes com os impostos diferidos. Os impostos correntes e os impostos diferidos são registados em resultados, salvo quando os impostos diferidos se relacionam com itens registados diretamente no capital próprio. Nestes casos os impostos diferidos são igualmente registados no capital próprio.

O lucro tributável difere do resultado contabilístico, uma vez que exclui diversos gastos e rendimentos que apenas serão dedutíveis ou tributáveis em outros exercícios, bem como gastos e rendimentos que nunca serão dedutíveis ou tributáveis.

Os impostos diferidos referem-se às diferenças temporárias entre os montantes dos ativos e passivos para efeitos de relato contabilístico e os respetivos montantes para efeitos de tributação.

São reconhecidos ativos por impostos diferidos para as diferenças temporárias dedutíveis, porém tal reconhecimento unicamente se verifica quando existem expectativas razoáveis de



lucros fiscais futuros suficientes para utilizar esses ativos por impostos diferidos, ou diferenças temporárias tributáveis que se revertam no mesmo período de reversão das diferenças temporárias dedutíveis. Em cada data de relato é efetuada uma revisão desses ativos por impostos diferidos, sendo os mesmos ajustados em função das expectativas quanto à sua utilização futura.

Os ativos e os passivos por impostos diferidos são mensurados utilizando as taxas de tributação que se espera estarem em vigor à data da reversão das correspondentes diferenças temporárias, com base nas taxas de tributação (e legislação fiscal) que estejam formalmente emitidas na data de relato.

#### d) Transações e saldos em moeda estrangeira

Todos os ativos e passivos expressos em moeda estrangeira, para os quais não há acordo de fixação de câmbio, são convertidos para euros às taxas de câmbio vigentes à data do balanço. As diferenças de câmbio, favoráveis e desfavoráveis, que resultam da comparação entre as taxas de câmbio em vigor na data das operações e as vigentes na data das cobranças, dos pagamentos ou à data do balanço, são registadas como rendimentos e gastos na demonstração dos resultados.

A taxa de câmbio usada em 31 de Dezembro de 2016 foi a seguinte:

1 USD = 0,94868 Euro

#### e) Investimentos detidos até à maturidade

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.



#### f) Uso de Estimativas

A preparação das demonstrações financeiras, em conformidade com os princípios contabilísticos geralmente aceites, requer que os membros da gestão façam estimativas e previsões, os quais afetam os valores dos ativos e das responsabilidades expressos no balanço, a apresentação e divulgação de ativos e passivos nos relatórios e notas anexas, bem como os proveitos e custos reconhecidos no período. A gestão revê as suas estimativas e pressupostos em todos os períodos e na data do balanço tendo por base a continuidade das operações e segundo a informação que tem disponível. As alterações de factos e circunstâncias podem resultar na revisão das estimativas e os resultados atuais serem diferentes dos estimados.

#### g) 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.

#### h) 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 reflectidos 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.

## 2. DISPONIBILIDADES EM OUTRAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

Nos exercícios findos em 31 de Dezembro de 2016 e 31 de Dezembro de 2015 esta rubrica tem a seguinte composição:

	<u>2016</u>	<u>2015</u>
<b>Disponibilidades em outras instituições de crédito</b>		
Bankinter	156 827	173 890
Millennium BCP	90 409	59 994
Banco Espírito Santo	43 802	23
St. Galler Kantonalbank	138 293	96 196
	<u>429 330</u>	<u>330 103</u>

## 3. APLICAÇÕES EM INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO

Em 31 de Dezembro de 2016, esta rubrica era constituída por um depósito a prazo na instituição financeira Millennium BCP no valor total de 125.000€:

- Depósito nº, 2916944425 no valor de 125,000€, constituído pelo prazo de 365 dias (vencimento em 26/04/2017), com uma taxa de juros (TANB) de 0,60%.

## 4. INVESTIMENTOS DETIDOS ATÉ À MATURIDADE

Em 31 de Dezembro de 2016 e 31 de Dezembro de 2015, a empresa tinha os seguintes investimentos detidos até à maturidade:

	2016	2015
<b>Títulos detidos até à maturidade</b>		
Títulos da dívida pública Portuguesa	40 700	72 314
Fundo de Compensação do Trabalho	1 079	427
	<u>41 779</u>	<u>72 741</u>

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.

## 5. ATIVOS TANGÍVEIS

Durante os exercícios findos em 31 de dezembro de 2016 e 31 de dezembro de 2015, o movimento nos Ativos Tangíveis, bem como nas respetivas amortizações, foi o seguinte:

	2016							
	Obras em imóveis arrendados	Mobiliário e material	Equipam. informático	Instalações interiores	Equipamento transporte	Outro equipamento	Ativos tangíveis em curso	Total
<b>Ativos</b>								
Saldo inicial	70 292	39 148	15 172	9 886	30 980	749	0	166 227
Aquisições			1 181					1 181
Saldo final	<u>70 292</u>	<u>39 148</u>	<u>16 353</u>	<u>9 886</u>	<u>30 980</u>	<u>749</u>	<u>0</u>	<u>167 408</u>
<b>Amortizações acumuladas e perdas por imparidade</b>								
Saldo inicial	5 611	9 059	12 408	6 466	16 669	486		50 699
Amortizações do exercício	7 029	4 946	1 575	1 099	7 745	104		22 499
Saldo final	<u>12 641</u>	<u>14 006</u>	<u>13 983</u>	<u>7 565</u>	<u>24 414</u>	<u>590</u>	<u>-</u>	<u>73 198</u>
<b>Ativos líquidos</b>	<u>57 651</u>	<u>25 142</u>	<u>2 370</u>	<u>2 321</u>	<u>6 567</u>	<u>159</u>	<u>0</u>	<u>94 209</u>

2015

	Obras em imóveis arrendados	Mobiliário e material	Equipam. informático	Instalações interiores	Equipamento transporte	Outro equipamento	Ativos tangíveis em curso	Total
<b>Ativos</b>								
Saldo inicial	17 157	8 829	12 971	12 436	30 980	4 325	18 700	105 399
Aquisições	51 592	30 319	2 201			108		84 220
Transferências e abates	1 543			(2 550)		(3 685)	(18 700)	(23 392)
Saldo final	70 292	39 148	15 172	9 886	30 980	749	0	166 227
<b>Amortizações acumuladas e perdas por imparidade</b>								
Saldo inicial	7 622	4 789	11 231	6 748	8 924	2 427		41 741
Amortizações do exercício	5 897	4 271	1 176	1 152	7 745	176		20 418
Transferências e abates	(7 908)			(1 434)		(2 117)		(11 459)
Saldo final	5 611	9 059	12 408	6 466	16 689	486	-	50 699
<b>Ativos líquidos</b>	<b>64 681</b>	<b>30 089</b>	<b>2 764</b>	<b>3 420</b>	<b>14 312</b>	<b>262</b>	<b>0</b>	<b>115 528</b>

Durante o exercício de 2015 a empresa mudou a sua sede. Os bens afetos à anterior sede e que não puderam ser removidos, foram abatidos do ativo tangível.

Os Investimentos em Curso referem-se a obras em edifícios alheios.

## 6. ATIVOS INTANGÍVEIS

Durante os exercícios findo em 31 de dezembro de 2016 e 31 de dezembro de 2015, o movimento nos Ativos Intangíveis, bem como nas respetivas amortizações, foi o seguinte:

2016

	Taxa concessão CMVM	Website, domínios e software	Sistema tratamento de dados	Outros ativos intangíveis	Total
<b>Ativos</b>					
Saldo inicial	7 500	4 248	1 380	8 475	21 603
Aquisições		2 111			2 111
Saldo final	7 500	6 359	1 380	8 475	23 714
<b>Amortizações acumuladas e perdas por imparidade</b>					
Saldo inicial	-	1 137	1 380	8 475	10 992
Amortizações do exercício		1 308			1 308
Saldo final	-	2 445	1 380	8 475	12 300
<b>Ativos líquidos</b>	<b>7 500</b>	<b>3 914</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>11 414</b>

Roberto  
 Afonso

2015

	Taxa concessão CMVM	Website e domínios	Sistema tratamento de dados	Outros ativos intangíveis	Total
<b>Ativos</b>					
Saldo inicial	7 500	4 555	7 200	8 475	27 730
Aquisições		3 500			3 500
Transferências e abates		(3 807)	(5 820)		(9 627)
Saldo final	7 500	4 248	1 380	8 475	21 603
<b>Amortizações acumuladas e perdas por imparidade</b>					
Saldo inicial	-	4 555	7 200	8 475	20 230
Amortizações do exercício		389	-		389
Transferências e abates		(3 807)	(5 820)		(9 627)
Saldo final	-	1 137	1 380	8 475	10 992
<b>Ativos líquidos</b>	7 500	3 111	-	-	10 611

## 7. OUTROS ATIVOS

Nos exercícios findos em 31 de Dezembro de 2016 e 31 de Dezembro de 2015 esta rubrica tem a seguinte composição:

### CATEGORIAS

OUTROS ATIVOS	2016			2015		
	Quantia bruta	Perdas por imparidade acumuladas	Quantia escriturada líquida	Quantia bruta	Perdas por imparidade acumuladas	Quantia escriturada líquida
<b>Devedores diversos</b>						
Valores a receber de clientes	937 260		937 260	170 522		170 522
Retenções na fonte efetuadas (a receber de clientes)	102 255		102 255	78 980		78 980
Outros	134		134	835		835
	1 039 649	-	1 039 649	250 337	-	250 337
<b>Rendimentos a receber</b>						
De serviços e comissões	316		316	-		-
Juros e rendimentos similares	514		514	1 070		1 070
	830	-	830	1 070	-	1 070
<b>Despesas com encargo diferido</b>						
Rendas	3 500		3 500	3 500		3 500
Seguros	1 112		1 112	170		170
Outros	172		172	224		224
Informações (Bloomberg)	3 971		3 971	3 812		3 812
	8 755	-	8 755	7 706	-	7 706
	1 049 234	-	1 049 234	259 113	-	259 113

## 8. PASSIVOS POR IMPOSTOS CORRENTES

Nos exercícios findos em 31 de Dezembro de 2016 e 31 de Dezembro de 2015 esta rubrica tem a seguinte composição:

	2016	2015
<b>Imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas</b>		
Pagamentos por conta	(26 358)	(30 852)
Estimativa de imposto	169 273	32 389
Retenção na Fonte	(396)	(822)
	<u>142 519</u>	<u>715</u>

## 9. OUTROS PASSIVOS

Nos exercícios findos em 31 de Dezembro de 2016 e 31 de Dezembro de 2015 esta rubrica tem a seguinte composição:

<b>OUTROS PASSIVOS</b>	2016	2015
<b>Setor público e administrativo</b>		
IVA	174 339	27 570
Retenção de impostos na fonte	27 834	36 211
Contribuições para segurança social	4 576	3 050
Fundos de Compensação (FCT & FGCT)	63	21
Outros	-	7 335
	<u>206 812</u>	<u>74 187</u>
<b>Empréstimos</b>		
Cartão de crédito	99	861
	<u>99</u>	<u>861</u>
<b>Credores diversos</b>		
Outros fornecedores	18 447	22 689
Pessoal	12 420	9 795
	<u>30 867</u>	<u>32 485</u>
<b>Encargos a pagar</b>		
Por gastos com pessoal	35 328	21 031
Avenças e honorários	1 490	1 240
Informática	-	120
Taxa mensal CMVM	-	494
	<u>36 818</u>	<u>22 885</u>
	<u>274 595</u>	<u>130 418</u>

Red. Al.   
 Equipe 

## 10. CAPITAIS PRÓPRIOS

O movimento ocorrido nas rubricas de capitais próprios durante os exercícios de 2016 e 2015 foi o seguinte:

Em 2016

	Saldo Inicial	Aumentos	Diminuições	Aplicações Resultados	Saldo Final
Capital	500 000				500 000
Reservas Legais	9 829			4 272	14 101
Reservas Livres	186 701			81 161	267 862
Resultados Transitados	-			-	-
Resultado Líquido do Exercício	85 433	551 889		(85 433)	551 889
	<u>781 963</u>	<u>551 889</u>	-	-	<u>1 333 852</u>

Em 2015

	Saldo Inicial	Aumentos	Diminuições	Aplicações Resultados	Saldo Final
Capital	500 000				500 000
Reservas Legais	3 329			6 500	9 829
Reservas Livres	63 229			123 472	186 701
Resultados Transitados	-			-	-
Resultado Líquido do Exercício	129 972	85 433		(129 972)	85 433
	<u>696 530</u>	<u>85 433</u>	-	-	<u>781 963</u>

*Redação*  
*Carvalho*

## 11. MARGEM FINANCEIRA

Nos exercícios findos em 31 de Dezembro de 2016 e 31 de Dezembro de 2015 esta rubrica tem a seguinte composição:

	2016	2015
<b>Juros obtidos</b>		
Disponibilidades s/ instituições de crédito	2 690	3 034
Instrumentos da dívida pública Portuguesa	1 302	1 872
	<u>3 992</u>	<u>4 906</u>
<b>Juros e encargos similares</b>	(125)	(439)
<b>Margem Financeira</b>	<u>3 867</u>	<u>4 466</u>

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

## 12. RENDIMENTOS DE SERVIÇOS E COMISSÕES

Nos exercícios findos em 31 de Dezembro de 2016 e 31 de Dezembro de 2015 esta rubrica tem a seguinte composição:

	2016	2015
<b>Administração de valores de clientes</b>	1 165 014	480 967
<b>Consultoria de investimentos</b>	14 638	21 040
	<u>1 179 652</u>	<u>502 007</u>

Realiza  
 Afirma

### 13. OUTROS RESULTADOS DE EXPLORAÇÃO

Nos exercícios findos em 31 de Dezembro de 2016 e 31 de Dezembro de 2015 esta rubrica tem a seguinte composição:

<b>OUTROS RESULTADOS EXPLORAÇÃO</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Outros encargos e gastos operacionais		
Quotizações e donativos	(263)	(265)
Contribuições para o Sistema de Indemnizações aos Investidores	(1 500)	(500)
Taxa mensal de supervisão (CMVM)	(6 158)	(5 926)
Coimas de impostos	(8 670)	(7 385)
Gastos de exercícios anteriores	-	(243)
Imposto circulação veículos	(173)	(174)
Perdas em ativos não financeiros (abates)*	-	(11 933)
Fraudes	(5 000)	-
Outros	(304)	(0)
	<u>(22 067)</u>	<u>(26 426)</u>
Outros rendimentos e receitas operacionais		
Rendimentos de exercícios anteriores	-	49
	<u>-</u>	<u>49</u>
	<u>(22 067)</u>	<u>(26 378)</u>

\* Com a mudança de sede da empresa, as obras e as instalações fixas da anterior sede foram abatidas em 2015, tendo gerado uma menos valia de 11,933€ correspondente ao valor líquido que ainda tinham no ativo da empresa.

Redo  
Vieira

## 14. CUSTOS COM PESSOAL

Nos exercícios findos em 31 de Dezembro de 2016 e 31 de Dezembro de 2015 esta rubrica tem a seguinte composição:

	2016	2015
<b>Remuneração dos órgãos de gestão</b>		
Emília Vieira	27 193	27 238
António Alves	27 199	27 238
Vitor Roque	28 245	34 788
	<u>82 637</u>	<u>89 264</u>
<b>Remuneração do pessoal</b>	116 813	60 690
<b>Encargos sociais obrigatórios</b>	45 635	31 320
<b>Outros custos com pessoal</b>	1 108	1 886
	<u>246 193</u>	<u>183 159</u>

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 2016 foi de 7, sendo que três destas pertencem ao órgão de gestão.

O número médio de pessoas ao serviço durante o exercício de 2015 foi de 7, sendo que três destas pertencem ao órgão de gestão.

## 15. GASTOS GERAIS ADMINISTRATIVOS

Nos exercícios findos em 31 de Dezembro de 2016 e 31 de Dezembro de 2015 esta rubrica tem a seguinte composição:

	2016	2015
<b>Com fornecimentos</b>		
Material de consumo corrente	2 771	1 840
Água, energia e combustíveis	2 527	3 227
Outros fornecimentos de terceiros	322	1 495
	<u>5 619</u>	<u>6 562</u>
<b>Com serviços</b>		
Rendas e alugueres	42 000	40 250
Comunicações	4 325	3 323
Deslocações, estadas e representação	32 728	36 129
Publicidade e edição de publicações	15 812	3 552
Conservação e reparação	499	1 454
Formação de pessoal	321	60
Seguros	436	410
Serviços especializados:		
- Avenças e honorários	11 228	14 122
- Judiciais, contencioso e notariado	207	2 850
- Informática	24 408	19 385
- Vigilância	343	367
- Limpeza	149	374
- Informações	28 149	26 223
	<u>160 606</u>	<u>148 499</u>
	<u>166 225</u>	<u>155 062</u>

*Redo Al*  
*Equipe*

## 16. AMORTIZAÇÕES DO EXERCÍCIO

Nos exercícios findos em 31 de Dezembro de 2016 e 31 de Dezembro de 2015 esta rubrica tem a seguinte composição:

	2016	2015
Ativos fixos tangíveis (Nota 5)	22 499	20 418
Intangíveis (Nota 6)	1 308	389
	<u>23 807</u>	<u>20 807</u>

## 17. IMPOSTOS SOBRE RENDIMENTO

Nos exercícios findos em 31 de Dezembro de 2016 e 31 de Dezembro de 2015 esta rubrica tem a seguinte composição:

<b>IMPOSTOS CORRENTES</b>	2016	2015
Imposto sobre os lucros do exercício:		
Coleta	155 792	28 340
Derrama	11 171	2 067
Tributações Autónomas	2 310	1 982
	<u>169 273</u>	<u>32 389</u>
Correções de impostos relativas a exerc anteriores	226	(7)
	<u>169 499</u>	<u>32 381</u>

## 18. RUBRICAS EXTRAPATRIMONIAIS

Em 31 de Dezembro de 2016 e de 2015, esta rubrica tem a seguinte composição:

	2016	2015
<b>Compromissos perante terceiros</b>		
Responsabilidade potencial para com o Sistema de Indemnização aos Investidores	81 829	40 116
<b>Responsabilidades por prestação de serviços</b>		
Valores administrados pela Instituição	88 499 887	65 917 117

Em 31 de Dezembro de 2016, 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: 31 de Dezembro de 2016.

Preço de mercado dos valores mobiliários dados em penhor a 31 de Dezembro de 2016: 40.750 Euros.

Em 31 de Dezembro de 2016 e de 2015, os ativos geridos pela Sociedade apresentam o seguinte detalhe:

	2016	2015
Ações	72 824 045	58 971 216
Obrigações	1 397 468	3 283 948
Moeda à Vista	11 045 511	3 543 367
Outros Valores Mobiliários	3 232 862	118 587
	<u>88 499 886</u>	<u>65 917 117</u>

## 19. ACONTECIMENTOS APÓS A DATA DO BALANÇO

Após a data de 31 de Dezembro de 2016 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.

## 20. OUTRAS INFORMAÇÕES

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

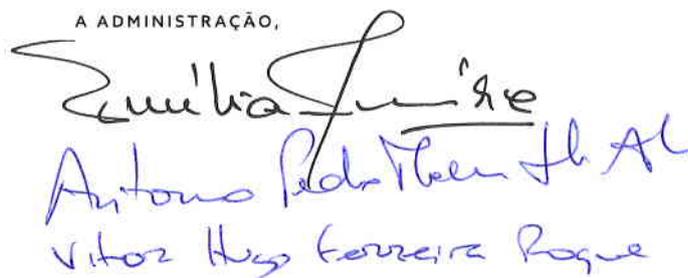
Os honorários totais faturados durante o exercício de 2016 pela Sociedade de Revisores Oficiais de Contas relativamente à revisão legal das contas anuais foi de 2.400€, não existindo honorários relativos a qualquer outro serviço relacionado.

Braga, 14 de Março de 2017

O CONTABILISTA CERTIFICADO,



A ADMINISTRAÇÃO,



Casa de Investimentos - Gestão de Patrimónios, S.A.

Rua Beato Miguel de Carvalho 242  
4710-356 Braga Portugal  
t (+351) 253 617 607  
[www.casadeinvestimentos.com](http://www.casadeinvestimentos.com)

## CERTIFICAÇÃO LEGAL DAS CONTAS

### RELATO SOBRE A AUDITORIA DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

#### Opinião

Auditámos as demonstrações financeiras anexas da sociedade **Casa de Investimentos - Gestão de Patrimónios, S.A.**, que compreendem o balanço em 31 de dezembro de 2016 (que evidencia um total de 1.750.966 euros e um total de capital próprio de 1.333.852 euros, incluindo um resultado líquido de 551.889 euros), a demonstração dos resultados por naturezas e as notas anexas às demonstrações financeiras 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 entidade **Casa de Investimentos - Gestão de Patrimónios, S.A.** em 31 de dezembro de 2016 e o seu desempenho financeiro relativos ao ano findo naquela data de acordo com as Normas de Contabilidade Ajustadas, emitidas pelo Banco de Portugal.

#### 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
A Casa de Investimentos tem como atividade principal a gestão de patrimónios. A correta divulgação dos montantes sob sua gestão e a salvaguarda de uma correta separação entre os bens pertencentes ao seu património e os bens pertencentes ao património de cada um dos clientes constitui um elemento chave na elaboração das demonstrações financeiras.	Entre outros, efetuamos os seguintes procedimentos de auditoria: <ul style="list-style-type: none"><li>- Obtenção de confirmações externas de bancos e outras instituições financeiras relativas às contas jumbo;</li><li>- Comparação dos montantes dos ativos extrapatrimoniais divulgados nas Demonstrações Financeiras com os declarados ao supervisor ao longo do período;</li><li>- Testes de razoabilidade às comissões registadas, em função dos ativos extrapatrimoniais;</li></ul>

### Responsabilidades do órgão de gestão 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 de Contabilidade Ajustadas, emitidas pelo Banco de Portugal;
- 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.

### **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;

- obtivemos 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**

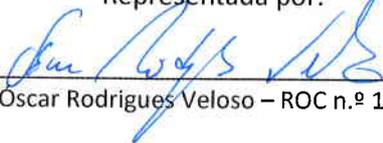
Dando cumprimento ao artigo 451.º, n.º 3, al. e) do Código das Sociedades Comerciais, somos de parecer que o relatório de gestão foi preparado de acordo com os requisitos legais e regulamentares aplicáveis em vigor, a informação nele constante é concordante com as demonstrações financeiras auditadas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

Braga, 17 de março de 2017,

**ARMINDO COSTA, SERRA CRUZ, MARTINS E ASSOCIADOS, SROC**

(inscrita na CMVM sob o n.º 20161397)

Representada por:

  
\_\_\_\_\_  
(Oscar Rodrigues Veloso – ROC n.º 1392)

**CASA DE INVESTIMENTOS - GESTÃO DE PATRIMÓNIOS, S.A.**

**RELATÓRIO E PARECER DO FISCAL ÚNICO**

Senhores Acionistas:

Nos termos da lei e dos estatutos da empresa “**CASA DE INVESTIMENTOS - GESTÃO DE PATRIMÓNIOS, S.A.**”, vimos submeter à V. apreciação o relatório da atividade que desenvolvemos no exercício das nossas funções de Fiscal Único e o nosso parecer sobre o Relatório de Gestão e Contas apresentadas pela Administração, relativamente ao período findo em 31 de dezembro de 2016.

Durante o período em análise acompanhamos a atividade da empresa, verificando com a extensão considerada necessária os valores patrimoniais, registos contabilísticos e documentos que lhe serviram de suporte, os quais encontramos em devida ordem e em conformidade com as Normas de Contabilidade Ajustadas (NCA), tal como definidas pelo Banco de Portugal no Aviso n.º 1/2005, de 21 de fevereiro, bem como, com as restantes disposições legais.

Importa realçar que da administração e serviços recebemos sempre a mais estreita colaboração.

No final do período examinamos os documentos de prestação de contas apresentados pela Administração, tendo sido emitida a respetiva certificação.

O Relatório de Gestão da Administração e as Contas, parecem-nos expressar de forma adequada a situação financeira de empresa reportada a 31 de dezembro de 2016, pelo que aconselhamos a sua aprovação.

Braga, 17 de março de 2017,

**ARMINDO COSTA, SERRA CRUZ, MARTINS E ASSOCIADOS, SROC**

(inscrita na CMVM sob o n.º 20161397)

Representada por:

  
\_\_\_\_\_  
(Oscar Rodrigues Veloso – ROC n.º 1392)

LISTA DE PRESENCAS

ASSEMBLEIA GERAL DA CASA DE INVESTIMENTOS – GESTÃO DE PATRIMÓNIOS, S.A.

30/03/2017

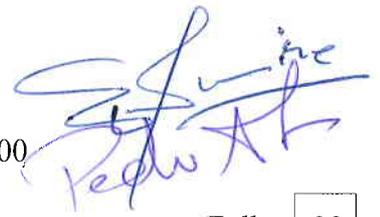
ACCIONISTA	SEDE/DOMICÍLIO	REPRESENTANTE	DOMICÍLIO	NÚMERO DE ACÇÕES	CATEGORIA DE ACÇÕES	VALOR NOMINAL	RÚBRICA
Emília de Fátima de Oliveira Vieira	Rua Dr. Francisco Duarte, 305 – 2.º Dtº 4715-017 Braga	-	-	47.000	Nominativas	€ 235.000,00	
António Pedro Moreira da Silva Alves	Rua Dr. Francisco Duarte, 305 – 2.º Dtº 4715-017 Braga	-	-	47.000	Nominativas	€ 235.000,00	
Vitor Hugo Ferreira Roque	Rua da Moutela, n.º 120 – Agrela, 4825-032 Santo Tirso	-	-	5.000	Nominativas	€ 25.000,00	
Snowball Investments, Lda.	Rua Dr. Francisco Duarte, 305 – 3.º Dtº 4715-017 Braga	Emília de Fátima de Oliveira Vieira	-	900	Nominativas	€ 4.500,00	
Leonardo de Oliveira Vieira Alves	Rua Dr. Francisco Duarte, 305 – 2.º Dtº 4715-017 Braga	António Pedro Moreira da Silva Alves	-	100	Nominativas	€ 500,00	

O Presidente da Mesa:



O Secretário:





## ACTAS

Folha 29

### ATA N.º 12

Aos trinta dias do mês de março de dois mil e dezassete, pelas dez horas, reuniu a Assembleia Geral da «CASA DE INVESTIMENTOS – GESTÃO DE PATRIMÓNIOS, S.A.», sociedade anónima matriculada na Conservatória do Registo Comercial de Braga sob o número 509126707, e com o capital social de € 500.000,00 (quinhentos mil euros), na sua sede sita na Rua Beato Miguel Carvalho, n.º 242, 4710-356 Braga, com a seguinte ordem do dia:\_\_\_\_\_

**Ponto Um** – Deliberar sobre o Relatório de Gestão do Conselho de Administração, o Balanço e Contas do exercício de dois mil e dezasseis;\_\_\_\_\_

**Ponto Dois** – Deliberar sobre a proposta de aplicação de resultados;\_\_\_\_\_

**Ponto Três** – Proceder à apreciação geral da administração e fiscalização da Sociedade;\_\_\_\_\_

**Ponto Quatro** – Deliberar sobre a eleição dos órgãos sociais para o mandato correspondente ao quadriénio 2017-2020;\_\_\_\_\_

**Ponto Cinco** – Deliberar sobre o aumento do capital social da sociedade de € 500.000,00 (quinhentos mil euros) para € 1.000.000,00 (um milhão de euros), na modalidade de incorporação de reservas livres, no valor de € 500.000,00 (quinhentos mil euros), com a consequente alteração do artigo quinto dos Estatutos.\_\_\_\_\_

Encontravam-se presentes, ou representados, todos os acionistas da Sociedade, tendo estes assinado a lista de presenças e ficando os respetivos instrumentos de representação arquivados em pasta própria, anexa à presente ata nos termos do artigo 63.º (sexagésimo terceiro) do Código das Sociedades Comerciais.\_\_\_\_\_

Encontravam-se também presentes os membros do Conselho de Administração.\_\_\_\_\_

Os trabalhos foram dirigidos pelo Presidente da Mesa da Assembleia Geral, Dr. António Manuel Rodrigues Marques, e secretariados por Dr. Luís Filipe da Rocha Ferreira.\_\_\_\_\_

O Presidente da Mesa abriu a sessão e declarou que não tinham sido publicados os avisos convocatórios, mas dada a vontade expressa dos acionistas presentes detentores da totalidade do capital social, declarou que se encontravam satisfeitas todas as condições legais e estatutárias necessárias ao regular funcionamento da Assembleia, desde que respeitada a ordem do dia supra referida, nos termos do artigo 54.º do Código das Sociedades Comerciais.\_\_\_\_\_

Aberta a sessão, iniciou-se a análise do primeiro ponto da ordem do dia, tendo sido postos à discussão o Relatório de Gestão e os demais documentos de prestação de contas relativos ao exercício de dois mil e dezasseis, os quais foram aprovados por unanimidade.\_\_\_\_\_

O segundo ponto da ordem do dia foi também apresentado pelo Presidente da Mesa, que leu a seguinte proposta feita pela Presidente do Conselho de Administração, Emília de Fátima de Oliveira Vieira: «Propõe-se que os resultados líquidos do exercício, no valor de € 551.889



## ACTAS

Folha 30

(quinhentos e cinquenta e um mil, oitocentos e oitenta e nove euros), tenham a seguinte aplicação:\_\_\_\_\_

Reservas Legais: € 185.899 (cento e oitenta e cinco mil, oitocentos e noventa e nove euros);—

Reservas Livres: € 365.990 (trezentos e sessenta e cinco mil, novecentos e noventa euros).».—

Não existindo intenções de intervenção, foi a proposta colocada à votação e aprovada por unanimidade.\_\_\_\_\_

Passando para a apreciação do terceiro ponto da ordem do dia, o Presidente da Mesa da Assembleia Geral apresentou a seguinte proposta: «Proponho que seja conferido um voto de louvor aos titulares dos órgãos de administração e fiscalização da Sociedade», a qual foi aprovada por unanimidade dos presentes.\_\_\_\_\_

Passou-se, de seguida, para a apreciação do quarto ponto da ordem de trabalhos, tendo o acionista António Pedro Moreira da Silva Alves apresentado a seguinte proposta:\_\_\_\_\_

«Proponho que, para o mandato correspondente ao quadriénio de 2017-2020, sejam reconduzidos os atuais membros do Conselho de Administração, bem como o Fiscal Único Efetivo. Relativamente à composição da Mesa da Assembleia Geral, proponho a recondução do actual Presidente da Mesa e a alteração do Secretário para Luís Miguel Ferreira da Silva Rodrigues, solteiro, titular do Cartão de Cidadão n.º 12937301, válido até 21-06-2021, contribuinte fiscal n.º 206722338, residente na Rua Vítor de Sá, n.º 61, 4º Esquerdo Trás, 4715-586 Braga. No que se refere ao Fiscal Único Suplente, proponho a alteração para Armindo Fernandes da Costa, casado, titular do Cartão de Cidadão n.º 06812456, válido até 23-08-2021, contribuinte fiscal n.º 130849138, inscrito na Ordem dos Revisores Oficiais de Contas sob o n.º 423, residente na Rua de Diu, n.º 12, 3.º Esq., 4710-234 Braga, com domicílio profissional na Av. Liberdade, Ed. Granjinhos nº 432, 6º, SL 41/42, 4710-249 Braga.\_\_\_\_\_

Face ao exposto, a composição dos órgãos sociais para o referido mandato passará a ser a seguinte:\_\_\_\_\_

**Conselho de Administração:**\_\_\_\_\_

**Presidente: Emília de Fátima de Oliveira Vieira**, casada, titular do Cartão de Cidadão n.º 07852241, válido até 22-09-2018, contribuinte fiscal n.º 190545593, residente na Rua Dr. Francisco Duarte, n.º 305, 2.º/3.º Direito, 4715-017 Braga;\_\_\_\_\_

**Vogal: António Pedro Moreira da Silva Alves**, casado, titular do Cartão de Cidadão n.º 09893822, válido até 16-04-2020, contribuinte fiscal n.º 206360614, residente na Rua Dr. Francisco Duarte, n.º 305, 2.º/3.º Direito, 4715-017 Braga;\_\_\_\_\_

**Vogal: Vítor Hugo Ferreira Roque**, casado, titular do Cartão de Cidadão n.º 11750277, válido até 12-11-2018, contribuinte fiscal n.º 229751369, residente na Rua da Moutela, n.º 120, 4825-032 Agrela - STS.\_\_\_\_\_

**Mesa da Assembleia Geral:**\_\_\_\_\_



## ACTAS

Folha 31

**Presidente: António Manuel Rodrigues Marques**, casado, titular do Cartão de Cidadão n.º 04912712, válido até 27-02-2018, contribuinte fiscal n.º 171261011, residente na Rua da Encosta, n.º 15, Lamações, 4715-218 Braga; \_\_\_\_\_

**Secretário: Luís Miguel Ferreira da Silva Rodrigues**, solteiro, titular do Cartão de Cidadão n.º 12937301, válido até 21-06-2021, contribuinte fiscal n.º 206722338, residente na Rua Vitor de Sá, n.º 61, 4.º Esquerdo Trás, 4715-586 Braga. \_\_\_\_\_

**Fiscal Único** \_\_\_\_\_

**Efetivo: ARMINDO COSTA, SERRA CRUZ, MARTINS E ASSOCIADOS, SROC.**, sociedade de revisores oficiais de contas com sede na Avenida da Liberdade, n.º 432, 6.º piso, salas 41 e 42, 4710-249 Braga, inscrita na Ordem dos Revisores Oficiais de Contas sob o n.º 57, com o número de identificação de pessoa coletiva 502154870, representada pelos sócios Óscar Rodrigues Veloso, casado, natural de França, contribuinte fiscal n.º 209431865, ROC inscrito na Ordem dos Revisores Oficiais de Contas sob o n.º 1392, residente na Rua Devesa Basta, n.º 4, Lote 6, Fraião, 4715-135 Braga, e Diana Rosa Matos Fernandes da Costa, solteira, natural de Braga (S. João do Souto), contribuinte fiscal n.º 223672521, ROC inscrita na Ordem dos Revisores Oficiais de Contas sob o n.º 1212, residente na Rua Cândido Oliveira, n.º 3, 7.º Dto. Trás, 4715-012 Braga; \_\_\_\_\_

**Suplente: Armindo Fernandes da Costa**, casado, titular do Cartão de Cidadão n.º 06812456, válido até 23-08-2021, contribuinte fiscal n.º 130849138, inscrito na Ordem dos Revisores Oficiais de Contas sob o n.º 423, residente na Rua de Diu, n.º 12, 3.º Esq., 4710-234 Braga, com domicílio profissional na Av. Liberdade, Ed. Granjinhos n.º 432, 6.º, SL 41/42, 4710-249 Braga. \_\_\_\_\_

Mais proponho que: \_\_\_\_\_

- Os membros do Conselho da Administração, ora reconduzidos, fiquem dispensados de prestar a caução prevista no artigo 396.º do Código das Sociedades Comerciais; \_\_\_\_\_

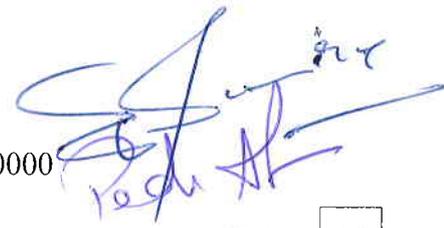
e \_\_\_\_\_

- Os membros do Conselho de Administração, ora reconduzidos, afirmam a remuneração prevista no Anexo à presente ata; \_\_\_\_\_

- Os membros da Mesa da Assembleia Geral não sejam remunerados pelo exercício das suas funções.» \_\_\_\_\_

Não existindo intenções de intervenção, foram as propostas colocadas à votação e aprovadas por unanimidade. \_\_\_\_\_

Passando, por fim, à análise do ponto cinco da ordem do dia, tomou a palavra a Presidente do Conselho de Administração, Emília de Fátima de Oliveira Vieira, tendo apresentado um conjunto de considerações sobre a utilidade de ser reforçado o capital social da Sociedade por incorporação de reservas livres, visto que o montante das reservas livres disponíveis, reveladas pelo balanço e demais documentos de prestação de contas ora aprovados no ponto um da ordem



## ACTAS

Folha 32

de trabalhos, ascende a € 633.852,00 (seiscentos e trinta e três mil, oitocentos e cinquenta e dois euros), propondo assim que:\_\_\_\_\_

- a. O capital social da Sociedade fosse aumentado em € 500.000,00 (quinhentos mil euros), de € 500.000,00 (quinhentos mil euros) para € 1.000.000,00 (um milhão de euros), através de incorporação de reservas livres disponíveis para o efeito, no valor de € 500.000,00 (quinhentos mil euros), evidenciadas no balanço anual ora aprovado no ponto um da ordem de trabalhos;\_\_\_\_\_
- b. Como consequência, sejam emitidas 100.000 (cem mil) novas ações ordinárias nominativas, com o valor nominal de € 5,00 (cinco euros) cada, as quais perfazem o valor nominal global de € 500.000,00 (quinhentos mil euros), passando o novo capital social a estar representado por 200.000 (duzentas mil) ações com o valor nominal de € 5,00 (cinco euros) cada;\_\_\_\_\_
- c. As novas ações sejam distribuídas pelos atuais acionistas da Sociedade, na proporção da sua participação social no capital social, nos seguintes termos:\_\_\_\_\_
  - i. Emília de Fátima de Oliveira Vieira, passa a ser titular de 94.000 ações ordinárias, com o valor nominal de € 5,00 (cinco euros) cada, correspondente a 47,00% do capital social da Sociedade;\_\_\_\_\_
  - ii. António Pedro Moreira da Silva Alves, passa a ser titular de 94.000 ações ordinárias, com o valor nominal de € 5,00 (cinco euros) cada, correspondente a 47,00% do capital social da Sociedade;\_\_\_\_\_
  - iii. Vítor Hugo Ferreira Roque, passa a ser titular de 10.000 ações ordinárias, com o valor nominal de € 5,00 (cinco euros) cada, correspondente a 5,00% do capital social da Sociedade;\_\_\_\_\_
  - iv. Snowball Investments, Lda., passa a ser titular de 1.800 ações ordinárias, com o valor nominal de € 5,00 (cinco euros) cada, correspondente a 0,90% do capital social da Sociedade;\_\_\_\_\_
  - v. Leonardo de Oliveira Vieira Alves, passa a ser titular de 200 ações ordinárias, com o valor nominal de € 5,00 (cinco euros) cada, correspondente a 0,10% do capital social da Sociedade.\_\_\_\_\_

Não existindo intenções de intervenção, foi a proposta colocada à votação e aprovada por unanimidade.\_\_\_\_\_

De seguida, para efeitos do disposto no número 2 do artigo 93.º do Código das Sociedades Comerciais, a Presidente do Conselho de Administração, Emília de Fátima de Oliveira Vieira, declarou que não tem conhecimento que se tenha verificado, no período compreendido entre a data da elaboração do balanço e a data da presente deliberação, qualquer diminuição patrimonial que obste ao aumento de capital, pelo que, face à já efetuada incorporação das reservas livres



## ACTAS

Folha 33

disponíveis no capital, o aumento do capital social da Sociedade encontra-se consumado e é eficaz a partir da presente data.

Ainda no âmbito do ponto cinco da ordem de trabalhos, e em consequência do aumento de capital ora aprovado, o acionista Vítor Hugo Ferreira Roque propôs a alteração do artigo quinto dos Estatutos, tendo esta sido deliberada e aprovada por unanimidade. Deste modo, o artigo quinto passará a ter a seguinte redação:

«ARTIGO QUINTO

(CAPITAL SOCIAL. AÇÕES)

UM – O capital social é de € 1.000.000,00 (um milhão de euros), dividido em 200.000 (duzentas mil) ações, com o valor nominal de € 5,00 (cinco euros) cada, encontrando-se integralmente subscrito e realizado.

DOIS – [...Mantém-se inalterado...].

TRÊS – [...Mantém-se inalterado...].

a. [...Mantém-se inalterado...].

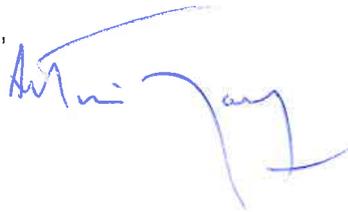
b. [...Mantém-se inalterado...].

c. [...Mantém-se inalterado...].»

Nada mais havendo a tratar, foi a sessão dada por encerrada às onze horas e, para constar, dela se lavrou a presente ata que, depois de lida, vai ser assinada pelos membros da Mesa da Assembleia Geral, em sinal de conformidade.

A Mesa da Assembleia Geral,

O Presidente,



O Secretário,

