



INSTITUTO SUPERIOR DE GESTÃO

**A contribuição dos Modelos de Avaliação para a previsão do retorno dos títulos
financeiros de empresa do PSI20 –
Análise Comparativa entre *Capital Asset Pricing Model* e *Arbitrage Pricing Theory***

SARA GOMES MORGADO VIEIRA

Dissertação apresentada no Instituto Superior de
Gestão para obtenção do grau de Mestre em Gestão

Orientador: Professor Doutor Nuno Goulart Brandão

Co-Orientador: Professor Doutor José Alberto Lopes
Costa

LISBOA

2013

Resumo

O crescimento económico de um país depende dos fundos disponíveis, quer para o financiamento da formação de capital quer para a sua reposição. Fundos obtidos pelas empresas e organismos públicos através de diversas formas, entre as quais, se destaca a emissão de valores mobiliários. Os aforradores, detentores de recursos, ao comprarem valores mobiliários, aliam uma alta rentabilidade a uma elevada liquidez na remuneração dos seus investimentos. As bolsas de valores são o meio onde as empresas, os organismos públicos e os aforradores, têm a possibilidade de verem esses interesses conciliados de uma maneira eficiente, eficaz e transparente, garantindo assim, uma maior liquidez aos títulos financeiros transaccionados em bolsa de valores.

As empresas possuem várias alternativas de financiamento, o mercado de capitais é considerado pelos gestores, a fonte onde o rendimento ou o retorno obtido pode ser maior, perante a contrapartida de se incorrer um maior risco. Este mercado surge como alternativa aos empréstimos bancários, as empresas podem, dessa forma, adquirir financiamento de terceiros, os quais se tornarão accionistas dessa empresa. Podem emitir novas acções no mercado accionista de forma a atrair investidores externos que garantam a sustentabilidade do negócio. As acções possuem diversas características e modalidades e fazem com que o capital da empresa seja partilhado por todos os seus accionistas, tendo em conta a proporção por eles adquirida individualmente.

Esta dissertação investiga a dinâmica de compra e de venda das acções no mercado bolsista, os factores que determinam o seu preço, assim como os modelos que permitem a avaliação das mesmas e a inferência da taxa de retorno esperada por um investidor. A avaliação das acções é o tema de maior importância para esta análise, mais concretamente, a determinação e previsão do preço, e não apenas o preço propriamente dito, pois este é facultado diariamente por vários jornais e também na *internet*. Perante o estudo da determinação de preços de uma acção num horizonte temporal, um investidor pode inferir se as suas acções estão a ser avaliadas sob um preço justo, e mais importante, pode apurar a sua previsão consoante dados e análises de factores. Outro ponto importante abordado nesta investigação tem que ver com a possibilidade das empresas em conhecer o modo como o mercado faz a sua avaliação a fim de tomar

decisões certas acerca do orçamento de capital. Apenas se deve julgar a atractividade de um negócio se se souber como são avaliadas as acções.

Nos mercados financeiros existe a tendência, por parte dos agentes económicos, de relacionarem o preço com o valor dos títulos financeiros. As decisões para a transacção de títulos financeiros são tomadas segundo a sua comparação. O preço ou cotação de mercado é formado em mercados organizados, pelo que depende das regras de funcionamento do mercado, tais como, os mínimos para transacção ou a variação máxima e mínima permitida. Estão associados a uma transacção dependendo assim da procura e oferta dos títulos e incorporam ainda os custos de transacção.

A ideia subjacente ao modelo *Capital Asset Pricing Model* é a de que, os investidores esperam uma recompensa pela preocupação dos investimentos realizados com risco ou com um retorno incerto. Quando se investe em títulos com risco, espera-se um retorno extra (comparando com os Bilhetes do Tesouro sem risco, recebe-se apenas os juros) ou um prémio de risco pela preocupação.

A incerteza no retorno dos títulos provem de duas fontes, nomeadamente os factores macroeconómicos, pode-se chamar também, um factor comum, e os factores específicos inerentes à actividade da empresa. O facto comum é assumido como tendo um valor esperado zero pois é medido por nova informação respeitante à macroeconomia.

O modelo assume duas ideias fundamentais: em primeiro lugar, existe consenso em relação ao facto dos investidores exigirem um retorno adicional por correrem riscos, e em segundo lugar, os investidores preocupam-se geralmente com o risco de mercado geral que não pode ser eliminado através de diversificação da carteira de investimentos. Este modelo pode ser bastante eficaz pois apenas considera um único factor para o cálculo da rendibilidade esperada de um título financeiro, que é a volatilidade do mercado no geral, a qual pode ser estudada. Ao contrário dos modelos multifactoriais, que incluem vários factores macroeconómicos tornando o objectivo da análise pouco intuitivo e complexo.

Existem vários modelos para avaliação dos títulos de uma empresa cotada em bolsa de valores, geralmente estes modelos utilizam taxas de juro sem risco para equilibrar

carteiras diversificadas, embora seja necessário analisar o retorno de um título ou carteira sob a influência de diversas variáveis macroeconómicas. Por exemplo outro modelo aplicado neste dissertação é o modelo *Arbitrage Pricing Theory* que perante o seu resultado comparado com o primeiro modelo, se pode definir qual dos modelos tem uma aplicação mais conclusiva para o mercado accionista português.

Este modelo de avaliação por arbitragem estabelece uma relação linear entre o excedente do retorno esperado dos activos face à taxa de juro certa (sem risco) e um conjunto de variáveis. Pressupõe que a taxa de rentabilidade de um activo com risco é uma função linear de um conjunto de factores comuns a todos os activos financeiros. Tem como ideia subjacente, a constituição de uma carteira de não arbitragem, ou seja, uma carteira que não envolve qualquer risco (sistemático ou específico) e não requer investimento inicial pois a venda de certos activos gera fundos para adquirir novos.

A metodologia implementada abrange o mercado financeiro e modelos possíveis para esta questão. Para responder às hipóteses de investigação efectuou-se a aplicação efectiva do modelo CAPM e do modelo APT, com a captação de dados oficiais em instituições financeiras e na Bolsa de Valores *NYSE Euronext Lisbon*. Considerou-se um período temporal num passado próximo de forma a poder obter-se conclusões concretas e indicadores precisos para a sua implementação e desenvolvimento no futuro.

A principal conclusão desta dissertação relaciona-se com o facto de não se verificar a total validação da aplicação dos modelos, contudo o modelo CAPM é mais conclusivo do que o modelo APT, pois pode-se afirmar que tem aplicação prática em empresas que se conheça *à priori* a sua capitalização bolsista e beta anual. Por exemplo, aos títulos financeiros de empresas com capitalizações bolsistas inferiores a cinco mil milhões de euros e com um beta anual inferior a 1 poderá aplicar-se o modelo, assim como a títulos de empresas com capitalizações bolsistas superiores a dez mil milhões de euros e beta anual superior 1,5. Os sectores da Banca e do Papel também poderão ter potencial de aplicação do modelo.

Palavras-chave: Retorno Esperado, Mercado Accionista, Avaliação de Acções, Risco Estimado.

Abstract

The economic growth of a country depends on available funds, whether it be to finance capital formation or replacement. Funds are obtained by companies and public bodies in various ways, one of which is through the issuing of securities. Investors, who hold financial resources, in buying securities invest in high return with high liquidity. Stock markets are the means whereby companies, public bodies and investors are able to conciliate their interests efficiently, effectively and transparently, thus guaranteeing greater liquidity to the securities traded on the stock exchange.

Companies have various methods of financing; capital markets are considered by managers to be the source of greatest return, although with the greatest risk. This financing method is an alternative to bank loans, whereby companies may attract third-party financing who will in turn become shareholders of the company. New shares may be issued onto the stock market in order to attract external investors in order to guarantee the sustainability of the business. Shares have a number of different characteristics and types, as such sharing the share capital of the company among all its shareholders, considering the proportion held by each one.

This dissertation analyses the dynamics of the purchase and sale of shares on the stock market, the factors which determine their price, the models which allow them to be evaluated and a deduction of the expected rate of return. The evaluation of share prices is the main theme under analysis, namely the determination and forecast of the price, and not only the price itself, as this is provided on a daily basis by the financial press as well as on the internet. Whilst studying the price of a given share over time, an investor may infer whether their shares are priced fairly, and more importantly is able to fine-tune their forecast based on analysis of data and other factors. Another important point approached in this investigation is related to the ability of companies to know the way in which the market evaluates prices in order to make decisions about capital budgets. The attractiveness of a company should only be judged when it is known how shares are evaluated.

There is a tendency on the financial markets, on the part of economic agents, to relate the price of financial securities to their value. Decisions on trading such securities are made by way of comparison. The market price is established on organised markets, which depends on the operating rules of that market, such as minimum transactions or maximum and minimum permitted variation. Prices are associated to a transaction depending on supply and demand of the securities and also include transaction costs.

The idea behind the Capital Asset Pricing Model is that of investors anticipating a reward for their investments which have an uncertain risk or reward factor. When investing in high-risk securities, a high rate of return is expected (when compared to, for example, no-risk treasury bills) or a risk premium associated to the investors' concern.

The uncertainty involved in the return of securities has two sources: macroeconomic factors, which can also be called a common factor; and specific factors inherent to the business of the company. The common factor is taken to be an anticipated value of zero as it is measured using new macroeconomic data.

The model assumes two fundamental ideas: firstly there is a consensus in relation to the fact that investors demand a higher return for taking risks; secondly, investors are concerned about the market risk in general, which cannot be eliminated through diversification of the investment portfolio. This model can be quite effective as it only considers one factor when calculating the predicted return of a security, which is the general volatility of the market, and which can be studied, contrary to multifactor models which include various macroeconomic factors and therefore make analysis unintuitive and complex.

There are various models to evaluate the shares of a company traded on the stock market which generally use risk-free interest rates to balance diversified portfolios, although it is necessary to analyse the return of a share or portfolio which may be under the influence of any number of macroeconomic variables. Another model applied in this dissertation is the Arbitrage Pricing Theory, which with its result compared with the first model, it is possible to define which of the models have a more conclusive application for the Portuguese stock market. The evaluation model by arbitrage establishes a linear relationship between the excess in the return expected of the asset and the risk-free fixed interest rate and a number of variables. It presumes that the rate of return of an asset

with risk is a linear function of a number of factors common to all financial assets. It contains, as an underlying idea, the creation of a non-arbitrage portfolio, that is, a portfolio without any risk (either systematic or specific) and requires no initial investment as the sale of certain securities generates funds for the acquisition of new ones.

The methodology used covers the financial market and possible models for this issue. To undertake the investigation, the CAPM and APT models were applied to the official data of financial institutions and the NYSE Euronext Lisbon exchange. A period of time in the recent past was analysed in order to obtain definite conclusions as well as precise indicators for their implementation and future development.

The main conclusion of this dissertation is related to the fact that it was not possible to validate the application of the entire model, although the CAPM model is more conclusive than the APT model, it can be applied to those companies whose market capitalisation and annual beta are previously known.

That is, this model can be applied to the securities of companies with a market capitalisation under five billion euros and an annual beta lower than 1, in addition to the securities of companies with a market capitalisation greater than ten billion euros and annual beta greater than 1.5. The banking and paper pulp sectors also show potential for the application of the model.

Keywords: Expected Return, Stock Market, Stock Evaluation, Estimated Risk.

Agradecimentos

Ao meu primo, pelas tardes de sábado e pela paciência, que mais contribuíram para o desenvolvimento desta investigação.

Aos meus pais, que trabalham para que eu possa ter uma boa formação e ter mais e melhores condições para atingir o sucesso.

Agradeço aos meus orientadores, Professor Doutor Nuno Goulart Brandão e ao Professor Doutor José Alberto Lopes Costa, pela extremamente útil intervenção, e pela compreensão e disponibilidade durante a elaboração da dissertação.

Aos professores do curso de mestrado do ISG, em especial ao Professor Francisco Comprido e aos colegas, Ana Ferreira, Eduardo Nunes, João Antunes e Soraia Fernandes, cujo tempo partilhado de boa disposição foi muito importante para a conclusão do mestrado.

Índice

RESUMO	I
ABSTRACT	IV
AGRADECIMENTOS	VII
ÍNDICE	VIII
ÍNDICE DE FIGURAS	X
ÍNDICE DE QUADROS	X
LISTA DE ABREVIATURAS E SIMBOLOGIA	XII
INTRODUÇÃO	1
1. FORMULAÇÃO DO PROBLEMA	1
2. OBJECTIVOS E QUESTÕES DE PARTIDA DA INVESTIGAÇÃO.....	1
3. LIMITAÇÕES AO ESTUDO.....	3
CAPITULO I – MERCADO DE CAPITAIS E FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS	4
1. SISTEMA FINANCEIRO E INSTITUIÇÕES	4
2. TIPOS DE MERCADO E PARTICIPANTES	11
3. FONTES DE FINANCIAMENTO E INSTRUMENTOS DE DÍVIDA	30
CAPITULO II – O SISTEMA FINANCEIRO PORTUGUÊS	46
1. MERCADO DE CAPITAIS PORTUGUÊS.....	46
2. A EVOLUÇÃO HISTÓRICA DA BOLSA.....	51
3. A BOLSA DE VALORES	59
CAPITULO III – MODELOS DE AVALIAÇÃO DAS EMPRESAS COTADAS	70
III.1 MODELO <i>TOBIN</i>	70
III.2 MODELO ARBITRAGE PRICING THEORY.....	72
III.3 MODELO DE TRÊS FACTORES FAMA – FRENCH	74
III.4 MODELO DE FACTORES MÚLTIPLOS.....	77
III.5 SINGLE - FACTOR MODELS.....	78
III.6 MODELO CAPITAL ASSET PRICING MODEL	78
III.7 COMPARAÇÃO DOS MODELOS	83
CAPITULO IV – METODOLOGIA	86
IV.1 ENQUADRAMENTO DO OBJECTO DE ESTUDO	86
IV.2 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA E OBJECTIVOS DA INVESTIGAÇÃO	87
IV.3 UNIVERSO, AMOSTRA E HORIZONTE TEMPORAL EM ESTUDO	89
IV.4 EMPRESAS – OBJECTO DE ESTUDO	89
IV.5 ESTRATÉGIA METODOLÓGICA	102
IV. 6 HIPÓTESES EM INVESTIGAÇÃO	105
CAPITULO V – ANÁLISE E REFLEXÃO DOS DADOS	106
V.1 APLICAÇÃO DO MODELO CAPITAL ASSET PRICING MODEL.....	106
V.2 APLICAÇÃO MODELO ARBITRAGE PRICING THEORY.....	127
V.3 VALIDAÇÃO DAS HIPÓTESES	122
CONCLUSÕES	129

1. CONCLUSÕES GERAIS	129
2. CONCLUSOES ESPECIFICAS DA DISSERTAÇÃO.....	132
3. PISTAS FUTURAS DA INVESTIGAÇÃO.....	134
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	136
ANEXOS	141
ANEXO 1 - ANÁLISE DA DIFERENÇA ENTRE VALOR REAL E VALORES OBTIDOS	
ANEXO 2 - COTAÇÕES DOS TÍTULOS DE 2006 A 2011	
ANEXO 3 - CÁLCULO DE BETA	
ANEXO 4 - PONDERAÇÃO DA CAPITALIZAÇÃO BOLSISTA, RETORNO ESPERADO DO MERCADO E VALORIZAÇÃO ESPERADA DO TÍTULO	
ANEXO 5 - TAXAS DE JURO SEM RISCO	
ANEXO 6 - CONSTITUINTES DO PSI	
ANEXO 7 - SISTEMA DE <i>TRADING</i> DE ACÇÕES	
ANEXO 8 - PRINCIPAIS ÍNDICES MUNDIAIS	
ANEXO 9 - CAPITALIZAÇÕES BOLSISTAS	
ANEXO 10 - PREÇOS ALVO	
ANEXO 11 - VALORES DE PIB ENTRE 2006 E 2011	
ANEXO 12 - MODELO APT	
ANEXO 13 - APLICAÇÃO MODELO APT A CADA EMPRESA	

Índice de Figuras

FIGURA 1: FRONTEIRA EFICIENTE DE <i>MARKOWITZ</i>	71
FIGURA 2: EIXOS DO RISCO - MODELO DE TRÊS FACTORES	75
FIGURA 3: CAPITALIZAÇÃO BOLSISTA, VALOR E CRESCIMENTO - <i>THREE-FACTOR MODEL</i>	76
FIGURA 4: FICHA TÉCNICA BPI	92
FIGURA 5: FICHA TÉCNICA EDP	95
FIGURA 6: FICHA TÉCNICA JERÓNIMO MARTINS	97
FIGURA 7: FICHA TÉCNICA MOTA-ENGIL	98
FIGURA 8: FICHA TÉCNICA PORTUCEL	99
FIGURA 9: FICHA TÉCNICA SONAE SGPS	101

Índice de Quadros

QUADRO 1: PRINCIPAIS EMPRESAS INTERNACIONAIS DE AVALIAÇÃO DE RISCO.....	17
QUADRO 2: EVOLUÇÃO DA ACÇÃO CIMPOR.....	94
QUADRO 3: MÉDIA DA DIFERENÇA ENTRE VALORIZAÇÃO DO MODELO CAPM E O VALOR REAL PARA CADA EMPRESA.....	106
QUADRO 4: MÉDIA DA DIFERENÇA ENTRE VALORIZAÇÃO DO MODELO CAPM E VALOR REAL PARA INTERVALOS DO BETA.....	107
QUADRO 5: RELAÇÃO ENTRE CAPITALIZAÇÃO BOLSISTA E BETA PARA AS EMPRESAS.....	108
QUADRO 6: MÉDIA DA DIFERENÇA ENTRE VALORIZAÇÃO DO MODELO CAPM E VALOR REAL PARA INTERVALOS DA CAPITALIZAÇÃO BOLSISTA	109
QUADRO 7: ALTRI - CÁLCULO PARA O MODELO CAPM E COMPARAÇÃO COM A VALORIZAÇÃO REAL.....	110
QUADRO 8: BES- CÁLCULO PARA O MODELO CAPM E COMPARAÇÃO COM A VALORIZAÇÃO REAL	110
QUADRO 9: BPI - CÁLCULO PARA O MODELO CAPM E COMPARAÇÃO COM A VALORIZAÇÃO REAL	111
QUADRO 10: CIMPOR - CÁLCULO PARA O MODELO CAPM E COMPARAÇÃO COM A VALORIZAÇÃO REAL.....	111
QUADRO 11: BRISA - CÁLCULO PARA O MODELO CAPM E COMPARAÇÃO COM A VALORIZAÇÃO REAL.....	112
QUADRO 12: EDP - CÁLCULO PARA O MODELO CAPM E COMPARAÇÃO COM A VALORIZAÇÃO REAL.....	112

QUADRO 13: GALP ENERGIA - CÁLCULO PARA O MODELO CAPM E COMPARAÇÃO COM A VALORIZAÇÃO REAL	113
QUADRO 14: JERÓNIMO MARTINS - CÁLCULO PARA O MODELO CAPM E COMPARAÇÃO COM A VALORIZAÇÃO REAL	113
QUADRO 15: MOTA-ENGIL - CÁLCULO PARA O MODELO CAPM E COMPARAÇÃO COM A VALORIZAÇÃO REAL	114
QUADRO 16: PORTUGEL - CÁLCULO PARA O MODELO CAPM E COMPARAÇÃO COM A VALORIZAÇÃO REAL	114
QUADRO 17: SEMAPA - CÁLCULO PARA O MODELO CAPM E COMPARAÇÃO COM A VALORIZAÇÃO REAL	115
QUADRO 18: SONAE - CÁLCULO PARA O MODELO CAPM E COMPARAÇÃO COM A VALORIZAÇÃO REAL	115
QUADRO 19: ZON MULTIMÉDIA- CÁLCULO PARA O MODELO CAPM E COMPARAÇÃO COM A VALORIZAÇÃO REAL	116
QUADRO 20: COMPARAÇÃO ENTRE VALORIZAÇÕES REAIS E CALCULADAS	117
QUADRO 21: COMPARAÇÃO A NÍVEL DE SECTORES	118
QUADRO 22: COMPARAÇÃO DAS EMPRESAS CONSOANTE O SEU BETA ANUAL.....	119
QUADRO 23: COMPARAÇÃO DAS EMPRESAS A NÍVEL DE CAPITALIZAÇÕES BOLSISTAS.....	120
QUADRO 24: COTAÇÕES MÉDIAS PARA OS CINCO ANOS DAS EMPRESAS.....	121
QUADRO 25: MÉDIA DA DIFERENÇA ENTRE VALORIZAÇÃO DO MODELO APT E O VALOR REAL PARA CADA EMPRESA.....	122
QUADRO 26: MÉDIA DA DIFERENÇA ENTRE VALORIZAÇÃO DO MODELO APT E VALOR REAL PARA INTERVALOS DO <i>BETA DE PIB</i>	123
QUADRO 27: MÉDIA DA DIFERENÇA ENTRE VALORIZAÇÃO DO MODELO APT E VALOR REAL PARA INTERVALOS DO BETA DA INFLAÇÃO	124
QUADRO 28: MEDIA DA DIFERENÇA ENTRE VALORIZAÇÃO DO MODELO APT E VALOR REAL PARA INTERVALOS DO BETA.....	123
QUADRO 29: MEDIA DA DIFERENÇA ENTRE VALORIZAÇÃO DO MODELO APT E VALOR REAL PARA INTERVALOS DA CAPITALIZAÇÃO BOLSISTA.....	124

Lista de abreviaturas e Simbologia

APT: *Arbitrage Pricing Theory*

BdP: Banco de Portugal

BDP: Bolsa do Porto

BES: Banco Espírito Santo

BPI: Banco Português de Investimento

BT: Bilhetes do Tesouro

BVL: Bolsa de Valores de Lisboa

CAPM: *Capital Asset Pricing Model*

CMVM: Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

EDP: Energias de Portugal

EUA: Estados Unidos da América

EUR: Euro

IGCP: Instituto de Gestão da Tesouraria e do Crédito Público

IPO: *Initial Public Offering*

M: Milhões

NYSE: *New York Stock Exchange*

OPA: Oferta Pública de Aquisição

OPI: Oferta Pública Inicial

OPV: Oferta Pública de Venda

OT: Obrigações do Tesouro

PSI 20: Portugal *Stock's Index*

SA: Sociedade Anónima

SGPS: Sociedade Gestora de Participações Sociais

USD: *United States Dollar*

WACC: *Weighted Average Cost of Capital*

Introdução

Formulação do Problema

Esta investigação pretende verificar a veracidade dos resultados obtidos através da aplicação do modelo CAPM: *Capital Asset Pricing Model*, comparativamente com a aplicação do modelo *Arbitrage Pricing Theory*, verificando se existe congruência entre as suas valorizações e as valorizações reais do mercado accionista português.

A população para análise nesta dissertação são empresas portuguesas cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa, *NYSE Euronext Lisbon*, desta população escolheu-se o conjunto de empresas constituintes do índice PSI 20¹, e deste conjunto será seleccionada a amostra da população, na qual se incluem empresas com elevada liquidez, cotadas neste índice de 2006 até ao ano de 2011 e que representam as empresas com a maior capitalização bolsista no mercado accionista português.

Recorreu-se ao estudo dos preços históricos para determinar o que ocorrerá no futuro a nível de valores das cotações. O estudo do comportamento dos preços das acções deve passar pela compreensão do comportamento dos indivíduos, no sentido em que estes influenciam expectativas e que, quando inseridas num grupo seguem uma tendência, influenciando por sua vez, a movimentação dos preços. A análise técnica não pode ser abordada apenas através de gráficos, pois a importância de certas notícias que possam influenciar o mercado devem ser tidas em consideração, pela maneira como afectam determinados investidores.

Objectivos e Questões de Partida da Investigação

O objectivo desta investigação incide sobre a aplicação do modelo *Capital Asset Pricing Model* e do modelo *Arbitrage Pricing theory* a treze títulos do PSI 20, a veracidade desses resultados teóricos em comparação aos preços históricos dos títulos. Para tal consideraram-se cinco anos sob cotações mensais e anuais de cada

² PSI 20: Índice Português composto pelas vinte empresas com maior importância/capitalização bolsista.

empresa objecto de estudo, utilizaram-se os valores da taxa Euribor a 12 Meses² (CAPM), valores da Inflação e do Produto Interno Bruto (APT), para cada ano e aplicou-se a um conjunto de treze empresas de capital aberto.

Para este cálculo foi considerado um conjunto de anos, capitalizações bolsistas, preços-alvo³ com um prazo de 12 meses (o preço-alvo estimado no final do ano de 2009 irá verificar-se para o final do ano de 2010, por exemplo) e cotações bolsistas na data da publicação desse preço-alvo por analistas de bancos de investimento portugueses. Dos preços-alvo e das cotações retirou-se a valorização esperada do preço do título que, por sua vez, dá origem à média ponderada através da capitalização bolsista da empresa e da capitalização geral do mercado, a isto chama-se rendimento esperado. Com estes dados e os valores do PSI20 verificados para as datas envolvidas, juntam-se as taxas a 12 meses da Euribor e aplica-se o modelo CAPM. No caso do modelo APT considerou-se o desvio entre os valores do PIB em cada ano e o seu valor esperado, e a inflação verificada em cada ano assim como o seu valor esperado, verificados nos Boletins Económicos do Banco de Portugal e jornais económicos portugueses.

A conclusão desta análise será a evidência das diferenças entre os preços teóricos determinados pelo modelos e as valorizações reais dos títulos, permitindo comentar a relação da cotação destes títulos com a valorização do mercado; a comparação entre os valores obtidos pelos dois modelos auferindo qual será o mais indicado para a previsão do valor dos títulos. As limitações da investigação estão relacionadas com a indisponibilidade de informação por parte das empresas e o recurso a dados dispersos na *internet*. Resumidamente, esta dissertação tem como objectivo a comparação de dois modelos de avaliação de acções de forma a simplificar a tomada de decisão por parte dos investidores em assumir risco perante um título de determinada empresa.

As questões de partida deste estudo são as seguintes:

- (i) Justifica-se o uso do modelo *Capital Asset Pricing Model* para prever o retorno futuro de um título financeiro?
- (ii) De forma comparativa, justifica-se o uso do modelo *Arbitrage Pricing Theory* para prever o retorno futuro de um título financeiro?

² *Euro Interbank Offered Rate*: média das taxas de juros praticadas em empréstimos interbancários em Euro por 57 bancos europeus.

³ O preço que se estimou para um título no futuro, ou o preço que o título pode atingir para determinada data.

(iii) Os modelos são aplicáveis ao mercado português, apesar da volatilidade que se tem verificado nos últimos anos?

(iv) Será conclusiva e considerável a diferença entre os resultados auferidos e a realidade?

Limitações ao estudo

O estudo relacionado com esta dissertação teve como maior limitação a disponibilidade e facilitação dos dados por parte das empresas e entidades financeiras. Os relatórios que apoiaram a investigação provêm muitas vezes do recurso *online* sendo complementado com informação presente em edições diárias de jornais económicos portugueses nos respectivos anos em análise. Apenas o Banco *Invest* e o BES se mostraram disponíveis para fornecer os relatórios necessários à elaboração da análise, sendo que a maioria dos dados adquiridos para complementação da análise são documentais, provenientes da *NYSE Euronext Lisbon*, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e Banco de Portugal. A limitação acima apontada inviabilizou a aplicação prática de outros modelos de avaliação de acções.

CAPITULO I – MERCADO DE CAPITAIS E FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS

Sistema Financeiro e Instituições

Tomé (1999: 3-5) afirma que nos últimos anos tem-se vindo a assistir, não só a uma fragmentação dos mercados e a uma crescente importância de novos segmentos aliados à inovação e à diferenciação, mas também, à globalização dos mercados, à concorrência transnacional, à criação de blocos económicos e à desregulamentação. Isto suscita a necessidade de apreensão de novas formas de negociação, onde se associam num mesmo processo, instituições, mercados e indivíduos mais exigentes e em maior quantidade. Ao conjunto de mercados nos quais actuam instituições e indivíduos chama-se Sistema Financeiro, que tem como finalidade apoiar os seus utilizadores cedendo e aceitando fundos, isto é, emprestando ou obtendo empréstimos.

Os indivíduos, as empresas e as instituições são conhecidos como os Agentes do Sistema Financeiro, que podem negociar directamente uns com os outros, apesar de ser mais dispendioso e arriscado, ou podem recorrer a instituições. Podem utilizar mercados organizados onde existe a parte que empresta fundos, os *lenders (credores)*, e a parte que adquire os passivos emitidos pelos que pedem empréstimos, os *borrowers (devedor)*, directamente nas bolsas de valores ou indirectamente através das instituições financeiras, os intermediários. Os intermediários têm um papel importante nos mercados, uma vez que, actuam entre as duas partes, os que aplicam a sua poupança e os que necessitam dessa poupança para investir. Basicamente, eles criam activos para os aforradores e passivos para os que precisam dessa poupança, sem que os intervenientes necessitem de se confrontar.

A *corretagem* pelo contrário, põe as duas partes frente-a-frente. Esta operação de intermediação tem a consequência de aumentar a liquidez dos mercados, os custos são mais baixos e tornam as transações mais rápidas pois os mutuários não têm de encontrar, por eles próprios, os mutuantes (aqueles que emprestam). A *liquidez* dos mercados é a capacidade de transformar o dinheiro rapidamente, a baixo custo e

expresso numa divisa conhecida. Os activos criados pelos intermediários devem ser atractivos para *lenders* e *borrowers* finais para que se garanta a liquidez nas suas três dimensões: o tempo de transformação de um activo em dinheiro recuperável para os mutuantes; o risco da possibilidade de apreciação ou depreciação do activo; e o custo do sacrifício necessário para a transformação em dinheiro.

O mesmo autor Tomé (1999), afirma ainda que o Mercado Financeiro é designado como o mercado ou a organização onde vendedores e compradores negociam ou trocam activos financeiros, relaciona a procura e a oferta total de operações com vista à aplicação eficiente do capital financeiro, isto é, à criação de activos e passivos financeiros. Uma economia de mercado é constituída pelo Mercado de Bens e Serviços e pelo Mercado de Factores (trabalho e capital). O Mercado de Activos Financeiros, que é o mercado relevante para este trabalho, insere-se no mercado de factores e é aí que se determinará o Custo de Capital.

Mercado Financeiro

Para se compreender melhor como funciona o mercado financeiro, começa-se por descrever que tipo de mercados abrange, as classificações do sistema financeiro e os seus intervenientes. Existe o **Mercado Monetário** onde os contratos são realizados entre duas partes, às quais são conferidas obrigações intransmissíveis e assumem um período temporal, de curto ou médio e longo prazos. Para a realização deste contrato é utilizada a intermediação financeira, como por exemplo, os bancos comerciais.

No curto prazo fala-se geralmente de *Mercado Monetário Interbancário*, *Mercado de Dívida Pública* e *Mercado de Dívida das Empresas*. O Mercado Monetário Interbancário é o mais importante deste tipo de mercado, devido ao facto de ser um mercado de grande volume de transações diárias e de elevada liquidez. Constituído exclusivamente por bancos, abrange dezassete países da União Monetária Europeia, ou seja, os países da Zona Euro. Destas transações diárias aparece um indicador do custo do dinheiro no tempo para prazos curtos até um ano que é a *Euribor*. O Mercado de Dívida Pública abrange a emissão e transacção de títulos de dívida pública a curto prazo -

Bilhetes do Tesouro, segundo o indicador sem risco, a *yield*⁴ dos BT. O Mercado de Dívida das Empresas é constituído pelas operações de crédito bancário de curto prazo e pelo mercado de títulos de dívida de empresas de curto prazo (*commercial paper*⁵).

O mercado de médio e longo prazos chama-se, *Mercado de Capitais* e divide-se no Mercado de Capitais Próprios (*equity*⁶) e Mercado de Dívida. Apenas se faz esta distinção no Mercado de Capitais pois os capitais próprios são fundos a longo prazo. O Mercado da Dívida engloba o segmento da dívida pública e de dívida das empresas (bancária e obrigacionista). O mercado das obrigações de dívida pública (Obrigações do Tesouro) envolve um elevado volume de transacções, e conseqüentemente, elevada liquidez. Aqui o indicador do preço do dinheiro no tempo, sem risco, intitula-se de *yield* das OT.

O **Mercado de Títulos** diz respeito aos contratos padronizados e transferíveis a terceiros, negociáveis em mercados secundários, ganhando com isso uma maior liquidez de tesouraria. Neste caso, não existe intermediação, o banco apenas promove o contacto entre as duas partes cobrando por isso uma taxa. Este tipo de mercado divide-se em Títulos de Propriedade (acções) e em Títulos de Dívidas (obrigações), onde cada um terá um ponto dedicado nesta dissertação.

Definidos estes dois tipos de mercado, distinguem-se agora o **Mercado Primário** e o **Mercado Secundário**. O primeiro diz respeito à colocação inicial de um título no mercado, através de intermediação financeira. O segundo refere-se à negociação contínua dos títulos, emitidos no passado recente, através de Sociedades Corretoras. Estes tipos de mercado operam em Bolsas de Valores e têm como principal função o aumento de liquidez.

Os principais intervenientes no mercado financeiro são as entidades reguladoras que vigiam e regulam o funcionamento do mercado. Em Portugal existe a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários- CMVM, e o Banco Central- Banco de Portugal. Os restantes intervenientes no mercado financeiro são constituídos pelos *traders* e

⁴ Quantia em dinheiro resultante do retorno para os detentores de um título financeiro.

⁵ Título privado emitido com o objectivo de financiamento a curto prazo, captação de recursos através da emissão de valores mobiliários pelas sociedades anónimas, negociadas no mercado secundário, sem garantia real. Também chamadas de Notas Provisórias.

⁶ Aumento da riqueza de uma empresa para as suas actividades através de acções ordinárias e preferenciais, dando aos accionistas respectiva participação corporativa.

investidores, tais como, os *daytraders*, *positiontraders*, *swingtraders*, especuladores e os clubes de investidores (Tomé, 1999: 39-45).

Activos Financeiros

Os autores Schroeder et al (2005: 313-318) afirmam ainda que, quando se fala de activos, fala-se de algo que se tem posse e que tem valor de troca. Podem definir-se como tangíveis, quando representam bens físicos, tais como máquinas ou a terra; ou podem definir-se como intangíveis quando se fala de activos financeiros, instrumentos financeiros ou títulos. Existe uma entidade que está obrigada a efectuar os pagamentos futuros que se chama Emitente e a parte que detém os activos que se chama Investidor. Tendo como exemplo activos financeiros em Portugal, as Obrigações do Tesouro, emitidas pelo governo português, o Crédito Automóvel ou Créditos Hipotecários à Habitação, emitido por um particular a quem foram emprestados fundos, as Acções emitidas na Bolsa de Valores de Lisboa, e nos EUA, as *Treasury-Bonds* que são Obrigações emitidas pelo Tesouro Americano. Nas OT portuguesas, o governo aceita pagar ao investidor um juro até ao vencimento da Obrigação, onde será reembolsado o montante emprestado. Nos créditos, as entidades bancárias e as companhias de seguros assumem o papel de investidores, emprestando os montantes necessários às aquisições. Nas acções da bolsa, as empresas cotadas conferem ao investidor a titulariedade da parte de capital que representam e o direito de recebimento de dividendos que as respectivas empresas decidirem distribuir.

Os activos financeiros têm como função a transferência do excedente de fundos dos aforradores para os que precisam desses fundos para aplicar em activos tangíveis. Esta transferência de fundos é feita de modo a redistribuir pelas duas partes o risco gerado pelo fluxo de caixa associado aos activos tangíveis. No fundo, têm a propriedade de servir de decisão de emissão ou de investimento.

Segundo Brealey et al (2008: 280-281), um accionista caracteriza-se pela propriedade parcial que detém da sociedade, isto é, considera-se um accionista, um co-proprietário de uma percentagem da empresa. Imagine-se que um investidor possui mil acções de determinada empresa, pertencentes a um total de dez mil acções, esse investidor

possuirá dez por cento da empresa, receberá dez por cento dos dividendos pagos pela sociedade e terá direito a dez por cento na votação em Assembleia-Geral.

Uma sociedade emite acções ao público quando necessita de obter capital próprio ou aumentar os seus fundos para possibilitar a sua expansão (Mota et al, 2010: 99).

Para tal, recorrem a sociedades de investimento bancário, ou seja, os Bancos de Investimento, no mercado primário. Existem dois tipos de emissão de títulos no mercado primário, a Oferta Pública Inicial (OPI), mais conhecida como IPO do inglês, *Initial Public Offering* e as *Seasoned Offerings* (SO). As OPI são emitidas por empresas privadas para o mercado pela primeira vez, as SO são emitidas por empresas que, no passado, já emitiram acções para o mercado, mas decidem angariar dinheiro periodicamente, emitindo acções adicionais. Importa distinguir este tipo de mercado do mercado secundário, que se caracteriza pelo facto de os títulos já se encontrarem no mercado e de já serem negociados entre os investidores (Tome, 1999: 9-14).

O preço de acções ordinárias hoje e amanhã

Brealey et al (2008: p. 287) fundamentavam que o pagamento aos detentores destas acções pode surgir sob duas formas distintas, quer seja pela distribuição de dividendos em dinheiro, quer seja pelos ganhos e perdas de capital. O dividendo é uma variável desconhecida no presente mas que pode ser calculada para que crie expectativas nos investidores e que daí exista uma predisposição para comprar tal acção e investir em determinada empresa. A taxa de retorno que os investidores esperam de determinada acção durante o próximo ano é calculada através da expectativa do dividendo por acção adicionado ao aumento esperado do preço, tendo em conta o preço de início dos doze meses em causa. Fala-se de um período de um ano, pois os dividendos são pagos anualmente.

O valor de mercado de uma acção pode também ser explicado através de previsões dos investidores acerca dos preços e dos retornos esperados oferecidos por outros títulos de risco semelhante. Em cada momento, os títulos que assumem um mesmo

risco terão a mesma taxa de retorno esperada. É uma característica fundamental dos preços em mercados de bom funcionamento⁷.

Os movimentos de preços

De acordo com Peixoto (2000: 14-22), o movimento de preços pode assumir três estados, subida, descida e manutenção num determinado período. Estes três estados podem ser encaixados em duas situações, uma, onde os preços assumem uma tendência, e outra, onde não existe tendência alguma. As condições de mercado na qual os preços mostram uma tendência de alta ou de baixa, denomina-se de *trending markets*, enquanto as situações de mercado sem tendência são chamadas, *trading markets*. Começando pelos movimentos de alta, estes podem ser definidos pelos máximos e pelos mínimos de preços atingidos consecutivamente, embora possam existir ligeiras descidas de preços (nunca se situando abaixo do mínimo anterior), as subidas são cada vez mais elevadas. Por outro lado, os movimentos de baixa são caracterizados pela tendência de baixa de preços, formando máximos e mínimos cada vez menores, existindo também aqui, a possibilidade de subida ligeira. Os movimentos laterais reflectem os preços estáveis em determinado nível. Existem máximos e mínimos mas sem a condição de tendência.

Perante estas situações, os investidores tentam compreendê-las e antecipá-las, recorrendo a uma série de instrumentos e metodologias. Segundo o autor referido anteriormente, existem dois tipos de análise que permitem compreender os preços: (i) a *análise fundamental* (preocupação com causas dos movimentos dos preços); e (ii) a *análise técnica* (efeitos do movimento de preços e preços em si).

(i) Na *análise fundamental*, as variáveis económicas têm mais importância, na medida em que podem influenciar o movimento dos preços, a oferta e a procura. Ela orienta-se pelas notícias capazes de alterar as condições da oferta e da procura, calcula o preço teórico do activo com base na situação fundamental existente e compara-o com o preço de mercado. Se o preço teórico for superior ao preço do mercado, compra-se o

⁷ Facilidade de entrada e saída; Ausência de monopólios; Informação disponível para todos; Ausência de externalidades do mercado (por exemplo a poluição ou a segurança); Promove a poupança e os empréstimos; Ajuda a direccionar recursos acertados para sectores que necessitam; Fornece protecção contra o risco. Responsabilidade do sector financeiro e dos governos.

activo, que se julga subavaliado, e na situação contrária vende-se o activo, que se julga sobre-avaliado.

As transacções segundo esta análise, são feitas com base em expectativas futuras de variáveis económicas, políticas e sociais que influenciam o valor do activo em causa, tais como as taxas de juro, a actividade económica, a gestão da empresa, a evolução do sector, entre outras. Estes investidores seguem diariamente os indicadores estatísticos e as notícias que possam influenciar o preço do activo e interpretá-los para uma decisão de compra ou venda do mesmo. Embora o *investidor fundamental* não consiga definir exactamente as implicações quantitativas (quando o preço das acções sobe ou desce) no mercado accionista, resultante de certas decisões políticas por exemplo, apenas criam uma expectativa.

(ii) Na *análise técnica*, avaliam-se as acções do mercado através da utilização de gráficos que traduzem a evolução dos preços no passado, com o objectivo de prever a evolução futura dos preços. Reconhece-se que existem padrões de comportamento dos preços no passado e que se tenta transpor para o futuro percebendo um possível desempenho dos mesmos. A base dessa análise situa-se na interacção entre a oferta e a procura, da qual resulta a formação dos preços. A formação de preços assenta em três pressupostos: (i) tudo se reflecte nos preços de mercado, isto porque os investidores interpretam toda a informação existente, seja política ou psicológica, e criam as tais expectativas em relação ao provável movimento futuro dos preços, assumindo uma posição de mercado, ou seja, comprando ou vendendo o activo; (ii) os preços movem-se em tendências que se podem manter, ou seja, a dinâmica da interacção entre a oferta e a procura pode gerar uma tendência que se mantém, sendo que as expectativas não mudam repentinamente sem motivo, somente as forças de mercado o determinam; e (iii) o comportamento do mercado repete-se, uma vez que as pessoas seguem geralmente comportamentos semelhantes, originam-se padrões no passado que se repetem no futuro.

O referido autor destaca ainda que, por vezes, os preços movem-se sem qualquer razão explicável, resulta de uma alteração de expectativas dos agentes do mercado accionista que deriva das razões fundamentais. Para que os preços subam, os

fundamentais devem estar *bullish*⁸, reflectindo-se nos preços, e para que estes desçam, têm de estar *bearish*⁹. A *análise técnica* aplica-se a qualquer tipo de activo, sejam acções ou obrigações. Um investidor pode orientar a sua estratégia para o *day-trade*¹⁰, e ter uma abordagem diferente do investidor de acções de períodos longos, por isso aplicará indicadores adaptados ao curto prazo. O *timing* de entrada e de saída do mercado também é aqui considerável, é importante para o *day-trade* pois está a lidar com oscilações que diferem de um minuto para outro, determinando um ganho ou uma perda. Torna-se assim necessário, determinar os níveis de *stop-loss*¹¹, que deve ser maior para este investidor.

A título de exemplo e concretizando, a *análise técnica* funciona melhor que a *análise fundamental*, verifica-se normalmente, a antecipação de dados importantes no mercado accionista, sobretudo, a recuperação nos mercados de capitais de economias em recessão. Esses dados podem indicar economia deficitária, os investidores em Bolsas de Valores devem antecipar a retoma da economia, provocando uma recuperação do mercado de capitais (Peixoto, 2000: 23-27).

Tipos de Mercado e Participantes

Schroeder et al (2005: 313-318) afirmam que os mercados financeiros são divididos mediante critérios dos quais se destacam a maturidade dos activos negociados, a natureza dos seus direitos e a posição no mercado, seja emissão ou negociação. Em relação à maturidade, esta pode dividir-se em Mercados Monetários, para os activos de curto prazo e o Mercado de Capitais, para os activos de médio e longo prazos. A natureza tem a ver com o Mercado de Crédito, o qual se refere ao mercado de rendimento fixo, instrumentos de dívida e de crédito fixo; e o Mercado de Acções, que se refere aos títulos representativos de capital. Quanto à posição que ocupam no mercado, podem dividir-se em Mercado Primário que corresponde à emissão de activos e Mercado Secundário que corresponde à negociação efectiva desses activos.

⁸ *Bullish*: com tendência para alta no mercado.

⁹ *Bearish*: com tendência para baixa no mercado.

¹⁰ Investimentos no mercado accionista realizados no mesmo dia. Entrada e saída do mercado.

¹¹ Nível em que o investidor, quando está a perder, decide sair do mercado evitando perdas superiores.

Os mercados financeiros, segundo os referidos autores, possuem cinco funções independentemente das suas diversas divisões: (i) estabelecem um processo interactivo entre compradores e vendedores determinando assim o preço e o rendimento de um activo¹²; (ii) facilitam diferentes mecanismos de pagamentos visando e promovendo a liquidez; (iii) reduzem os custos de contratação, de pesquisa e informação das transacções; (iv) transformam a maturidade; e (v) reduzem o risco mediante o processo de diversificação. A disposição das empresas para investir depende do rendimento que os investidores pretendam. Não é possível realizar todas as transacções em numerário, pelo que existem diversas formas de pagamento, tais como os cartões bancários ou as transferências electrónicas. A ausência destes pode forçar, por exemplo, um investidor a manter um instrumento de crédito até ao seu vencimento, ou um instrumento de capital até que a empresa o liquidasse. A disponibilidade de informação para todos os agentes económicos reflecte o preço num mercado eficiente, consegue reduzir os custos, devido à especialização profissional dos intermediários decorrentes das economias de escala. A maturidade oferece escolhas com menores custos de investimento e melhor remuneração.

Mercados à Vista

No mercado à vista ou *spot*, a realização e o pagamento são efectuados efectivamente mediante a celebração do contrato e ocorrem nos dois dias úteis seguintes ao dia da celebração do contrato, sendo esta a sua principal característica. A negociação dos valores mobiliários implica a entrega física e o pagamento que coincidem com o momento inicial de formação do preço.

Na revisão da literatura verificou-se que existem dois tipos de mercados financeiros internos: o *Mercado Monetário* e o *Mercado de Capitais*. Em ambos, os investidores aplicarão o seu dinheiro através da compra de activos financeiros. Estes activos são os fundos, que também se podem chamar de empréstimos. A diferença entre estes dois mercados reside na maturidade dos activos negociados, ou seja, o horizonte temporal que irá durar a aplicação desses fundos.

¹² Processo de descoberta do preço.

Nos mercados à vista inclui-se também o mercado câmbial que representa as transacções em moeda estrangeira realizadas em termos da taxa de câmbio nominal (preço de uma moeda estrangeira expresso em unidades de moeda nacional) (Eun e Resnick, 2007: 106-115).

No Mercado Monetário a aplicação dos fundos dá-se no curto prazo, variando de um dia para o outro (*overnight*) ou até um ano. No Mercado de Capitais essa aplicação tem uma perspectiva de longo prazo, superiores a um ano, deixando de existir, no entanto, a promessa e a garantia de reembolso (Tomé, 1999: 39-40).

Mercado Monetário

O Mercado Monetário é um mercado organizado que transacciona diariamente activos financeiros de curto prazo e de elevada segurança, e segundo Tomé (1999) se consideram dinheiro. Os instrumentos mais comuns neste tipo de mercado são: *Certificados de Depósito, Papel Comercial Bilhetes de Tesouro, Títulos de Regularização Monetária, Títulos de Intervenção Monetária, e Outros Títulos de Dívida Pública*, analisados individualmente mais à frente.

Este mercado desempenha um papel fundamental na política monetária dos governos, nacionais e supranacionais, garantindo um equilíbrio na quantidade de moeda em circulação e defendendo a compatibilidade da taxa de juro e da taxa de câmbio com a política económica. O equilíbrio da quantidade de moeda em circulação traduz-se na quantidade necessária para financiar eficazmente a política económica. Possui assim três funções importantes: (i) direccionar os fundos que detêm excedentes de tesouraria temporários para aqueles que têm défices temporários; (ii) procurar um preço de equilíbrio do dinheiro através da taxa de juro, incentivando o investimento; (iii) assegurar a competitividade face a outras divisas através da taxa de câmbio.

O mercado monetário possui ainda dois subsegmentos: o *Mercado Monetário Interbancário* e o *Mercado Interbancário de Títulos*. O primeiro destina-se às transacções entre bancos e permite ao BdP actuar sobre a liquidez do sistema bancário e taxas de juro. O BdP pode intervir neste mercado, retirando ou injectando moeda e evitando subidas e descidas indesejáveis das taxas de juro. Torna-se

vendedor quando injecta moeda no sistema, e por outro lado, torna-se comprador se retirar moeda do sistema. Existe esta necessidade de retirar dinheiro quando o mercado está a praticar taxas de juro muito baixas que podem pôr em causa o cumprimento dos objectivos da política económica, travando a tendência de descida. Se a taxa de juro estiver demasiadamente alta, existe a necessidade de injectar moeda e fixar taxas de juro a um nível mais baixo do mercado.

O *Mercado Interbancário de Títulos* destina-se à negociação de títulos de dívida pública entre instituições bancárias com o BdP, mediante taxas de juro por elas propostas. Esta negociação tem o intuito de remunerar os excessos de liquidez dos bancos. Quanto aos instrumentos do Mercado Monetário, estes servem para as instituições realizarem operações de obtenção de fundos com garantia de títulos.

Os **Certificados de Depósitos** são títulos representativos de depósitos a prazo em moeda nacional para captação de fundos. Emitidos pelas instituições financeiras autorizadas a receber depósitos, diferem dos comuns depósitos a prazo por poderem ser transaccionados e são representados obrigatoriamente por um título nominativo. As duas partes acordam sobre o montante, taxa de juro, periodicidade do pagamento das taxas de juro e suas condições de pagamento. A transmissão dos direitos do depósito é feita por endosso e não podem exceder um ano no prazo de emissão. O seu rendimento resulta do pagamento periódico, ou vencimento dos juros, contados ao dia na base de 365 ou 366 dias a uma taxa contratada entre as partes, fixa ou referente a um indexante. O rendimento dos juros está sujeito ao Imposto sobre o Rendimento.

O **Papel Comercial** é emitido pelas empresas como uma nova forma de financiamento de curto prazo através da captação de fundos directamente no mercado monetário, sem intermediação financeira. Destina-se ao financiamento de tesourarias de grandes empresas no mercado. Os *dealers* asseguram a colocação das emissões e os depositários são os bancos que emitem fisicamente os títulos e a entrega aos investidores e asseguram o movimento dos fundos. Os *dealers* e os depositários aparecem pela necessidade de rapidez de decisão, pois o Papel Comercial é um instrumento de curto prazo e por isso requerem a elaboração de *linhas de papel comercial* por forma a obter fundos no próprio dia de emissão. Os montantes são

geralmente elevados e as emissões estão adjacentes a um *rating*¹³. Podem ser subscritos por investidores institucionais tais como seguradoras, bancos, fundos e outros, através de leilão directo ou *dealing room*¹⁴. Representado por títulos normativos que são transaccionados livremente e transmitidos por endosso nominativo. A rentabilidade provém dos juros pagos aos detentores e são taxados pela mesma forma dos anteriores.

Este segmento de mercado foi criado pela *NYSE Euronext Lisbon* em 2008, as emissões são realizadas pelos bancos que usam este activo como forma de financiamento junto do Banco Central Europeu. As suas emissões têm vindo a crescer, verificou-se um aumento de dezasseis por cento para o ano de 2010, o que significa que foram cotadas cerca de 307 emissões de Papel Comercial com um valor superior a vinte e cinco mil milhões de Euros (Diário Económico *Online*, 2011). Este facto acontece devido à dificuldade das empresas em aceder a outras formas de financiamento de longo prazo e também pela sua utilização por parte dos bancos para desconto junto do BCE.

Os **Bilhetes do Tesouro** são títulos de dívida pública de curto prazo criados pelo Governo com o intuito de controlar a política monetária e de financiar os *deficits* das contas públicas. Através de BT, o governo capta excedentes de liquidez dos bancos para financiar as suas necessidades imediatas, sem que tenha de recorrer ao Banco Central¹⁵ para a emissão de moeda. São emitidos pelo Ministério das Finanças através do IGCP e são colocados no mercado pelo BdP através de leilões de onde sairá a taxa de juro da emissão. Apenas as instituições financeiras autorizadas pelo Banco Central podem subscrever a emissão, indicando o montante que pretendem subscrever e a taxa de juro que estão dispostas a receber da negociação. Depois disso, podem ser negociáveis pelas mesmas no mercado secundário através de transacções com o BdP, outras instituições financeiras e público.

Os prazos dos BT podem ser de 91, 182 ou de 364 dias, não possuem risco, uma vez que são emitidos pelo Estado e oferecem garantias de reembolso total através das receitas do Orçamento de Estado. Por terem um prazo muito curto a sua liquidez é

¹³ Avaliação da qualidade de crédito associada à emissão de papel comercial efectuada por empresas especializadas e independentes. Quanto melhor, mais será a remuneração da operação.

¹⁴ Sala de transações financeiras.

¹⁵ Entidade independente ou ligada ao Estado cuja função é gerir a política económica, garantindo a estabilidade e o poder de compra da moeda de cada país e do sistema financeiro.

garantida seja pela sua amortização, seja pela negociação da recompra antecipada. A rentabilidade dos BT resulta da taxa de juro à qual são negociados, no mercado secundário a taxa de juro praticada é inferior à negociação no primário.

O IGCP é a entidade que agenda e anuncia os leilões de BT, com um prazo definido, por exemplo, os últimos leilões do ano de 2010 foram realizados nas duas últimas semanas do ano, com um prazo de três meses, ou seja, com maturidade em Março de 2012 e o montante indicativo da emissão situa-se entre os mil e mil e quinhentos milhões de euros, sabendo que a procura é variável. Ao realizar estes leilões, Portugal está a conseguir financiamento pelo qual pagará uma taxa média ponderada que varia com as características do leilão. As taxas de juro elevadas que se têm verificado em Portugal significam que o país possui um elevado risco de crédito.

Os Títulos de Regularização Monetária e os Títulos de Intervenção Monetária (TRM e TIM), são títulos de dívida pública de curto prazo que o governo foi autorizado a criar com o intuito de captar fundos do sistema bancário, complementando com outros instrumentos de dívida. Ao contrário dos outros, destinam-se a absorver a liquidez e não a financiar o emitente. Os TRM destinam-se a absorver a liquidez conjuntural através de actuações de muito curto prazo (até 14 dias) e os TIM têm o objectivo de absorver a liquidez natural com prazos de emissão de 4, 9, 13, 26 ou 52 semanas. São emitidos pelo BdP e colocados no mercado através de leilão com a taxa de juro que sairá dos leilões, embora as TRM possam ter taxas determinadas pelo BdP. Estes títulos não estão acessíveis ao público, dado que são transacionados apenas entre instituições financeiras no Mercado Interbancário de Títulos.

Outros Títulos de Dívida Pública: Crédito em Leilão ao Investimento Público adquire a forma de dívida pública que tem por base um contrato de financiamento de sete anos celebrado entre o Estado e um consórcio formado por um conjunto de instituições financeiras. A taxa de juro resultará do acordo entre as partes, são emitidos pelo Ministério das Finanças através do IGCP para captar fundos no sistema bancário e colocados no mercado de leilões, conduzidos também pelo IGCP. Depois de serem adquiridos no mercado primário pelas instituições, estas podem transaccioná-los com outras instituições ou vendê-los aos seus clientes através da rede de balcões (Tomé, 1999; Eun e Resnick, 2007; Santomero e Babbel, 2001).

Mercado de Capitais

No Mercado de Capitais os fundos são aplicados no longo prazo sem promessa de garantia de reembolso. Este mercado utiliza instrumentos diferentes do mercado monetário, pois aqui são transaccionadas obrigações e acções. É adequado neste ponto, dar-se uma noção da definição de *rating*, pois diz respeito à segurança e ao risco das obrigações, à avaliação da sua rentabilidade que permitirá calcular os valores de colocação ou de resgate caso não sejam cumpridas as responsabilidades associadas à emissão: pagamento de cupão e reembolso. A avaliação de risco, é assim, o *rating* dos emitentes de obrigações.

Quadro 1: Principais empresas internacionais de avaliação de risco

Fitch	S&P	Moody's	Rating grade description (Moody's)		
AAA	AAA	Aaa	Investment grade	Minimal credit risk	
AA+	AA+	Aa1		Investment grade	Very low credit risk
AA	AA	Aa2			
AA-	AA-	Aa3			
A+	A+	A1			Low credit risk
A	A	A2			
A-	A-	A3			
BBB+	BBB+	Baa1	Moderate credit risk		
BBB	BBB	Baa2			
BBB-	BBB-	Baa3			
BB+	BB+	Ba1	Speculative grade	Substantial credit risk	
BB	BB	Ba2			
BB-	BB-	Ba3			
B+	B+	B1		High credit risk	
B	B	B2			
B-	B-	B3			
CCC+	CCC+	Caa1	Very high credit risk		
CCC	CCC	Caa2			
CCC-	CCC-	Caa3			
CC	CC	Ca	In or near default, with possibility of recovery		
C	C				
DDD	SD	C			
DD	D		In default, with little chance of recovery		
D					

Fonte: Czech National Bank Online (2012)

Acções

De forma a introduzir a problemática começa-se por fazer uma abordagem aos conceitos que descrevem o funcionamento do mercado accionista. Para Pinho e Soares (2006: 99-100), as acções são parcelas do capital social de uma sociedade anónima, representadas por títulos financeiros negociados em Bolsas de Valores. Elas podem dividir-se em dois tipos, consoante os direitos atribuídos aos seus titulares: *acções ordinárias* e *acções preferenciais*. As *acções ordinárias* garantem aos seus titulares o direito aos dividendos e a novas acções por meio de aumentos de capital, quando estes são feitos através de incorporação de reservas ou por entrada de numerário e o direito à participação e votação nas Assembleias-Gerais. As *acções preferenciais distinguem-se* das primeiras pelo facto destas conferirem prioridade aos titulares na distribuição de dividendos mas o direito de voto e de recebimento de dividendos são limitados, isto é, são estabelecidos limites para o valor dos dividendos fazendo com que as taxas de retorno destas acções sejam inferiores às taxas de retorno das acções ordinárias, e ainda são estabelecidos limites ao direito de votação em Assembleia-Geral.

As acções podem também ser classificadas quanto à identidade dos titulares distinguindo-se as *acções nominativas* e as *acções ao portador*. As *acções nominativas* dão a conhecer, em qualquer momento, a identidade do seu titular, ao contrário das *acções ao portador*, nas quais a sociedade emitente não tem conhecimento do seu titular. A posse de activos de uma empresa confere aos seus titulares direitos patrimoniais e de controlo sobre a sociedade.

No valor das acções, é importante referir modelos de avaliação de acções tais como os modelos de avaliação de acções em causa nesta dissertação, tal como outros de igual importância, serão abordados com maior pormenorização num capítulo posterior.

Os accionistas têm direitos de subscrição prioritária de acções quando a empresa tem necessidade de aumentar o capital social, os detentores de acções antigas terão prioridade a novos títulos representativos de capital para que mantenham a proporção que possuem na propriedade da sociedade. Para além dos aumentos¹⁶ e reduções de capital social existem outras operações com as acções. Uma delas são as operações

¹⁶ Por meio de incorporação de reservas ou subscrição de novas acções.

de *Stock Split*, ou seja, o valor nominal da acção pode ser modificado, pois existe uma operação de desdobramento das acções da sociedade, onde o accionista pode trocar acções antigas por acções novas mas com um valor nominal inferior, ao contrário do sucedido nas operações de concentração. O preço teórico de cada acção após aumento de capital é dado segundo a relação entre capitalização bolsista¹⁷ antes do aumento e o número total de acções emitidas. O efeito decorrente da subscrição de novas acções sobre o valor das acções nota-se antes e após o aumento de capital através do diferencial de preços de emissão e a cotação antes do aumento.

Para Sá (1987: 39), numa sociedade anónima, o capital é dividido em acções, que podem ser definidas segundo a fracção unitária do seu capital social.

Acções Ordinárias

Para Brealey et al (2008: 287-288), o preço a que cada acção é registada será conhecido como o seu valor nominal. O preço sobre o qual as novas acções emitidas para o mercado são vendidas, excedem quase sempre, o seu valor nominal. A diferença entre o preço de emissão e o valor nominal das acções entra nas contas da empresa como excedente de capital.

Os accionistas criam uma expectativa sobre o recebimento de dividendos dos vários investimentos realizados, possuem direitos, especificados anteriormente, e o controlo último dos negócios da empresa. Quando ocasionalmente, a empresa necessita de tomar uma decisão, ela carece da aprovação por parte dos mesmos, por exemplo, quando necessita realizar um aumento de capital autorizado ou para a associação a outra empresa. No entanto, pode dizer-se que o controlo dos accionistas resume-se ao direito de voto nas nomeações para os órgãos sociais.

¹⁷ Capitalização bolsista traduz o valor de um título ou conjunto de títulos resultante das cotações correspondentes em Bolsa num determinado momento. Distinção entre capitalização bolsista de uma empresa (relação entre número de acções cotadas e o valor dessa cotação num momento) e capitalização bolsista de uma acção (cotação da acção num momento, resultante do funcionamento do mercado).

Classes de acções

Os autores Brealey et al (2011: 373-378) acima mencionados, referem ainda que a maioria das empresas emite apenas uma classe de acções ordinárias. Por vezes, a empresa pode ter como opção outras duas ou mais classes excepcionais que diferem nos direitos de voto dos accionistas ou no recebimento de dividendos.

Acções preferenciais

As acções preferenciais fazem parte dos activos financeiros da empresa, e embora menos importantes que as acções ordinárias, não podem ser esquecidas pois, em conjunto com as acções ordinárias formam o património líquido de uma empresa. Designadas como as acções que têm prioridade sobre as restantes, em relação ao pagamento de dividendos, só depois de os accionistas preferenciais serem pagos, é que os restantes accionistas recebem o seu devido pagamento. Requerem pagamentos fixos e são estes também, pagos depois de taxados. Uma das grandes aplicabilidades deste tipo de acções é nas fusões de empresas.

A avaliação das acções determina o preço num determinado momento, permitindo aos investidores a tomada de decisão: manter, comprar ou analisar se são negociadas acima, abaixo ou ao seu valor real. O preço das acções é variável de momento para momento originando incerteza relativa ao seu rendimento. Para determinar o seu preço apareceram duas escolas de pensamento: (i) a Escola *Fundamentalista* que procura na empresa o modelo explicativo do seu preço, privilegiando o seu valor intrínseco; e (ii) a Escola *Técnica* virada para o mercado e para o meio envolvente que contribui para o comportamento dos preços.

De acordo com a escola *fundamentalista*, existem vários métodos de determinação de preços das acções: método dos dividendos constantes, a empresa pratica uma política de distribuição de dividendos constantes, independente dos resultados de cada ano; o método dos dividendos não-constantes, que tenta prever e assegurar dividendos futuros; o método dos *cash-flows*, interessa a sua aplicação como fluxo de dinheiros, a análise, os resultados e os fundos retidos pelas empresas isentos de impostos; o método do valor de tesouraria, que tem em conta a liquidez por acção em negócios de muito curto prazo pois consideram apenas variáveis de curto prazo (fundo de maneio, tesouraria reduzida ou imediata para dividir pelo número de acções); o método dos

indicadores e rácios que permitem tirar conclusões sobre a posição relativa das empresas no mercado e das suas tendências ou potenciais: capitalização bolsista, liquidez, *turnover*¹⁸, volume de negócios, PER¹⁹, cotação/valor contabilístico, preço/*cash-flow*, *yield ratio*²⁰. Capitalização bolsista é o produto do número de acções pelo seu preço unitário, dividida pela capitalização bolsista total permitindo determinar o lugar em que a empresa ocupa.

A *escola Técnica* explica a atitude dos investidores na avaliação das acções, no interesse de investir ou desinvestir com base na interacção de variáveis: preços das mercadorias e suas tendências, taxas de rentabilidade das obrigações, inflação, ciclos políticos e eleitorais, ciclos económicos, volume de negócios e de dinheiro no mercado, mercados internacionais, criação de blocos político-económicos, influência do poder em gerações futuras e a taxa de juro (Brealey et al, 2008; Peixoto, 2000; Tomé, 1999).

Mercado Câmbial

De acordo com Eun e Resnick (2007: 106-115) as transacções entre diferentes Estados são cada vez mais facilitadas: o comércio internacional desenvolve-se e cresce exponencialmente, a liberdade de circulação de capitais é quase total, a completa abertura do mundo a toda a informação existente, o progresso do conhecimento, da educação e da cultura, a capacidade económica que liga os Estados, entre outros. A taxa de câmbio é fundamental neste cenário e pode ser definida como o preço de uma moeda estrangeira em termos de uma unidade de moeda nacional. Actualmente, o par com maior importância é o EUR/USD, o qual, a título de exemplo para as seguintes definições, se pode determinar segundo duas formas distintas: (i) qual o preço em Euros de um Dólar, ou seja, quantos Euros são necessários para comprar um Dólar; e (ii) qual o preço de um Euro em Dólares, ou seja, qual o montante em Dólares necessário para comprar um Euro.

A taxa pode ser directa ou indirecta, isto é, pode aplicar-se a cotação directa quando se determina o montante necessário em moeda nacional para comprar uma unidade de

¹⁸ Uso eficiente dos activos de uma empresa na geração de receita de vendas ou de vendas para a empresa.

¹⁹ *Price-Earnings Ratio*: o valor de uma acção é a soma de duas partes: o valor actual mais o valor presente das oportunidades de crescimento futuras da empresa. Reflecte a avaliação pelo mercado dessas oportunidades.

²⁰ Comparação entre rendimentos esperado de obrigações. Importante para decisões de investimento em determinadas obrigações.

moeda estrangeira (quando 1 USD está a 0.91382 EUR, 1 USD = 0.91382 EUR); ou pode aplicar-se a cotação indirecta quando se quer determinar quantas unidades de moeda estrangeira são necessárias para adquirir uma unidade de moeda nacional (1 EUR = 1.0943 USD, inverso da cotação directa).

O risco de câmbio ou da taxa de câmbio, aparece com as flutuações da taxa de câmbio ao longo do tempo. Se o Euro valorizar em relação a outra moeda estrangeira, um investidor português necessita de menos Euros para comprar no estrangeiro e se, por outro lado, depreciar em relação a outra moeda estrangeira, esse investidor precisará de mais Euros para realizar a compra. O risco pode assumir três tipos, segundo os autores mencionados: (i) o *risco contabilístico*, que se traduz na diferença entre activos e passivos em moeda estrangeira detidos por uma empresa ou por um indivíduo, denominados em moeda nacional por aplicação da taxa de câmbio, a variação desta, num momento, implica a alteração do valor dos activos e passivos em moeda estrangeira e do seu valor líquido; (ii) *risco de transacção*, decorre da exposição de um investidor a várias taxas de câmbio durante um período de tempo, no qual usufrui de um crédito em moeda estrangeira. Este crédito sofrerá perdas quando a taxa de câmbio se alterar por “depreciação” da sua moeda, pagando pelo compromisso um maior valor na sua moeda. Se esta por sua vez “apreciar”, terá um ganho pois necessitará de menos da sua moeda para solver o compromisso; por fim (iii) o *risco de lucro* refere-se à probabilidade de ocorrência de um desvio do valor actual da soma dos resultados actuais e futuros da empresa em virtude de alterações na taxa de câmbio.

A taxa de câmbio é determinada de acordo com os mecanismos de formação de preços através da interacção entre oferta e procura que resultará num equilíbrio entre as duas. Este equilíbrio pode ser alterado pelo rendimento real dos portugueses comparativamente aos americanos, pela mudança de preferências dos portugueses que passam a optar pela compra de bens americanos, pela queda de taxas de juro em Portugal relativamente aos EUA, fazendo subir a procura, pela subida da taxa de inflação em Portugal relativamente aos EUA aumentando os preços dos bens e incentivando a procura de dólares.

As taxas de câmbio flutuantes aparecem quando, os bancos centrais não conseguem influenciar as taxas de câmbio, passando estas a ser determinadas pelas forças do mercado. Quando se fazem intervenções nos mercados cambiais para fixar as taxas de

câmbio ao longo de certos períodos de tempo, fala-se de taxas de câmbio fixas (Tomé, 1999; Eun e Resnick, 2007).

Mercado a Prazo

O mercado a prazo é constituído pelos instrumentos financeiros cujo valor depende do valor de outros activos subjacentes. As características têm que ver com a negociação realizada num determinado momento, onde existe um contrato no qual os termos só serão válidos numa data futura, na qual serão entregues os activos e realizado o respectivo pagamento. Neste mercado, os *Contratos a Prazo* podem não só ser realizados em bolsa de valores (contratos de Futuros), mas também fora da bolsa de valores, nos chamados Mercados de Balcão ou *over-the-counter* (OTC), como é o caso de *Forwards*, *Opções* e *Swap*. Os *mercados de Futuros* e os *mercados de Derivados* têm duas principais funções a *transferência de risco (hedging)* e a *senalização de preços (price discovery)*. A fixação dos preços numa data futura permite aos diferentes agentes económicos, com interesses contrários, definir os resultados previamente, protegendo-se de preços desfavoráveis.

Os intervenientes nestes mercados são (i) os especuladores; (ii) os arbitragistas; e (iii) os *hedgers*. (i) Os especuladores colocam-se nos mercados em posições que lhes permitam tirar partido das variações de preços, enquanto os (ii) arbitragistas celebram contratos simultaneamente em dois ou mais mercados eliminando o risco. (iii) *Hedging* significa cobrir o risco usando contratos de Futuros para maior segurança/protecção dos investidores.

Os **Derivados** permitem gerir e até transferir o risco, oferecem oportunidades de investimento com um elevado efeito de alavanca, atraindo grandes volumes de capital de risco e garantindo a estes mercados uma enorme liquidez, custos de transacção baixos e facilidade na entrada e saída.

Os **Contratos Forward**, à semelhança dos Futuros e das Opções, relacionam uma data no futuro com a negociação em causa. São contratos celebrados entre duas instituições financeiras ou com um cliente, sem intervenção da bolsa de valores, onde uma das partes aceita comprar um activo sob um determinado preço numa data futura

e a outra parte aceita vender o mesmo activo pelo mesmo preço nessa mesma data futura. O comprador assume neste contexto uma *posição longa* enquanto o vendedor assume uma *posição curta*. No momento da celebração do contrato é fixado o preço que vai ser pago numa data futura.

Nos **Contratos de Futuros** existe uma terceira parte que é geralmente a Bolsa de Valores, os contraentes compram ou vendem um activo numa data futura, num local pré-estabelecido e por um preço ajustado no presente. O comprador obriga-se a comprar ao vendedor a um preço acordado de um activo, numa data futura. Possui as seguintes características que diferem dos *forward*: (i) são normalizados, isto é, são transaccionados apenas para certas maturidades, para determinada quantidade por contrato, em qualidade estabelecida e com local de entrega fixado; (ii) apresentam uma série de datas de realização, fazem o apuramento dos ganhos e perdas diariamente, são fechados antes da data de maturidade e entrega e têm um valor na data de celebração; e (iii) são negociados em bolsa, onde existe um mecanismo de cálculo diário dos ganhos e perdas, e não apenas na maturidade, reduzindo o risco de incumprimento das partes.

As **Opções** são contratos onde o detentor tem o direito, e não a obrigação, de comprar (*call option*) ou vender (*put option*) um activo, numa dada quantidade, num determinado período de tempo ou numa data futura, por um preço fixado e a outra parte tem a obrigação de cumprir esses parâmetros. Distingue dois tipos de opções, a *opção de compra ou call* e a *opção de venda ou put*. Enquanto nos contratos de *Futuros* as duas partes têm obrigações de entrega e de recebimento do activo, nas *Opções* o comprador tem uma escolha, pode exercer o direito e receber ou de entregar, obrigando o vendedor a tomar a posição contrária. Todos os direitos estão do lado do comprador e todas as obrigações estão do lado do vendedor.

Os **Swaps** são contratos no qual duas instituições se comprometem a trocar futuramente os fluxos de caixa constituindo uma extensão dos contratos de *futuros* e de *forward*. Pode haver um *swap* de taxas de juro quando duas empresas acordam que uma concorda em pagar à outra montantes ou fluxos de caixa indexados a taxas de juro previamente fixadas incidindo sobre um capital teórico durante um período de tempo. A empresa que recebe os montantes compromete-se a pagar à primeira, fluxos

de caixa resultantes da aplicação de uma taxa de juro flutuante²¹ sobre esse valor teórico e durante o mesmo período de tempo, com a mesma divisa para as duas partes. O *swap* transforma empréstimos de taxa fixa em taxa flutuante e vice-versa, esta é a mais utilizada e resulta da taxa de referência (*Libor* dos Reino Unido ou *Prime* dos EUA) acrescida de um *spread*²². Estes indexantes variam com as condições de mercado e dos negócios interbancários. Os *swaps* de moedas são a troca de capital e dos pagamentos de taxa de juro fixa, relativos a um empréstimo expresso numa determinada divisa, por um outro capital e pelos pagamentos de taxa de juro fixa relativos a um outro empréstimo expresso numa outra divisa. Os dois montantes das duas divisas deverão ser aproximadamente iguais. A capacidade de crédito de uma empresa vai ser determinada pelo facto de ter taxas mais favoráveis em determinados mercados de divisas (Parrino et al, 2011: 35-39; Bodie e Merton, 1998: 315-320).

Em Tomé (1999: 15-17) verifica-se que os participantes no mercado podem ser divididos em duas categorias, as entidades emissoras e os emitentes, que são classificadas perante a sua natureza: administrações ou governos centrais, agentes das administrações ou dos governos centrais, administração regional e local, poderes supranacionais, instituições não financeiras e as famílias.

Os *governos centrais* contraem empréstimos para complementar os seus fins de prestação de serviços para a comunidade, para desenvolvimento económico-social, segurança individual e colectiva, protecção da saúde, e do bem-estar das populações, educação, entre outras. Em Portugal, a criação de fundos faz-se através do Ministério das Finanças, e por vezes, esta tarefa pode ser executada pelos municípios e autoridades regionais. As instituições supranacionais têm como objectivo principal a promoção do desenvolvimento económico e social, e são constituídas por dois ou mais países, como por exemplo o Banco Europeu de Investimento²³. Este Banco tem como finalidade a garantia do crescimento sustentado e a harmonização das economias europeias.

As instituições financeiras assim como as instituições não-financeiras contraem empréstimos no mercado de crédito e criam fundos no mercado de títulos. As

²¹ Taxa formada no mercado cambial através dos movimentos da oferta e da procura de activos em moeda estrangeira.

²² Diferença entre o preço de compra e venda de uma acção, título financeiro ou transacção monetária.

²³ Os seus accionistas são os Estados que compõem a União Europeia e é dirigido pelo Conselho de Governadores, composto por quinze Ministros das Finanças.

instituições financeiras são as entidades mais importantes, pois as suas acções vão de encontro à sua realização própria, mas principalmente à dos outros, na qualidade de intermediários. Assumem-se como instituições de depósito (bancos comerciais, bancos de poupança, bancos de investimento, caixas rurais) e instituições não-depositárias (seguros, fundos de pensões, empresas de investimento). Os grandes movimentos de mercado são conferidos por estes dois tipos de instituições e pelas famílias.

Antes de se compreenderem as razões pelas quais as instituições desenvolvem estratégias específicas de investimento de activos, convém abordar previamente, a relação activo-passivo inerente à sua actividade. As instituições de depósitos procuram obter lucros na diferença entre o rendimento dos seus activos e o custo dos seus passivos – *spread*, ou seja, compram e vendem dinheiro para realizarem o *spread*, contraindo empréstimos aos depositantes e vendendo quando emprestam ou quando compram títulos. Este *spread* maximizado pela diferença entre os custos e os proveitos é expresso por uma taxa de juro por unidade de tempo. Os passivos determinam as estratégias das empresas pois resultam numa abordagem ao grau de incerteza originado pela relação entre o montante e o momento dos pagamentos. Em Bolsa este termo designa a margem de lucro entre o preço de oferta e o de procura ou margem entre o que se paga e o que se recebe.

As *Instituições de Depósito* são os intermediários financeiros que recebem depósitos, ou seja, os bancos de poupança, as uniões de crédito e, pode referir-se também, os bancos comerciais por um lado e as associações de crédito por outro. Estas criam fundos através de depósitos, de empréstimos obtidos pelos bancos e do rendimento das acções. Concedem empréstimos a outras entidades e investem em títulos dos quais resultam os seus próprios rendimentos. O *spread* aqui deve ser obtido para cobrir o risco de crédito (probabilidade de o devedor não cumprir as suas obrigações no momento de vencimento), o risco da taxa de juro (probabilidade de a taxa de juro se alterar ao longo do tempo) e o risco de regulamentação (possibilidade de ocorrer uma alteração legislativa acerca dos direitos e obrigações dos contratos).

Os *Bancos de Poupança*, as uniões de crédito e as associações de crédito e poupança, captam fundos de poupança das famílias. Os Bancos Comerciais prestam serviços na banca de retalho, na banca institucional e o serviço de banco global. A banca de retalho foca-se essencialmente no crédito ao consumo, crédito hipotecário à habitação,

cartões de crédito, crédito automóvel, corretagem, empréstimos a estudantes, apoio a investimentos financeiros, entre outros. A banca institucional é o conjunto de operações financeiras disponíveis às instituições financeiras e não-financeiras, tais como, empréstimos às empresas, aos governos, à administração regional e local, ao sector imobiliário, ao *leasing*²⁴ e ao *factoring*²⁵. O serviço de banco global cobre actividades desde a assistência às operações nos mercados de capitais, das trocas internacionais de bens e serviços e consultoria em estratégias de obtenção de fundos, reestruturação e reconversão empresariais, aquisições, entre outros. Estas actividades proporcionam mais receitas correntes do que juros.

A intervenção dos bancos não se restringe aos empréstimos, pode ser feita através de aceites bancários, cartas de crédito, cartas de garantia e outras formas de garantia prestadas aos seus clientes. Os bancos funcionam como *brokers* ou *dealers* nas operações do mercado de capitais e nas trocas internacionais.

As *Instituições não-depositárias* são compostas pelas instituições de crédito (não aceitam depósitos), empresas financeiras, companhias seguradoras, fundos de pensões e empresas de investimentos.

As *Companhias Seguradoras* cobrem determinados riscos a troco de um preço, o segurado paga um prémio em troca de uma promessa de pagamento de um montante no caso de acontecimentos futuros. A seguradora transfere o risco para si mesma pois actua como responsável por acontecimentos contingentes.

Os *Fundos de Pensões* são planos de pagamento das entidades a favor dos seus trabalhadores quando atingem a reforma, encorajando a estabilização dos empregados, os rendimentos aqui gerados são tributados apenas no momento em que estão disponíveis para utilização. São reinvestidos obrigatoriamente nos fundos para capitalização. Ainda segundo o autor mencionado, os três tipos mais comuns de fundos de pensões são os fundos com contribuições definidas, os fundos com pensões definidas e os fundos combinados.

²⁴ Acordo mediante um pagamento mensal, normalmente, onde um proprietário (lessor) coloca algo à disposição de um arrendatário (lessee).

²⁵ O contraente (aderente), mediante um pagamento cede os seus créditos de curto prazo, presentes e futuros, resultantes da prestação de serviços, a um segundo contraente (factor) o qual passará a gerir e cobrar os créditos e assumir o risco de insolvência. Cobrança de uma percentagem do lucro.

As *Empresas de Investimentos* são intermediários financeiros que investem em carteiras de títulos diversificadas, tradicionais nos EUA e inexistente em Portugal. Estes fundos enquadram-se nas seguintes denominações: (i) Fundos Mútuos, empresas com uma estrutura de capital flexível, uma vez que vendem e compram acções permanentemente sem intermediários. O preço de uma acção assenta no valor líquido e é determinado em função dos valores líquidos e das responsabilidades da carteira; (ii) os Fundos Fixos que têm uma estrutura de capital fixa, vendem acções ordinárias e preferenciais ao público, contraem empréstimos e emitem obrigações, onde o preço é estabelecido pela oferta/procura; e (iii) as *Trusts* que se designam por instituições que reúnem características dos dois fundos anteriores, onde o capital fixo é constituído por certificados, vendidos e negociados pelo emissor.

Mercados Eficientes

Este conceito significa que os preços dos títulos reflectem totalmente a informação disponível. O modelo de mercados eficientes está ligado à velocidade com que se propaga a informação e sua influência nos preços dos títulos. Essa informação assume a forma de previsões económicas, relatórios dos corretores, artigos de jornais e revistas, serviços de consultoria, relatórios de gestão de empresas e serviços de avaliação de risco. Estes garantem uma actualização rápida e permanente dos preços dos títulos. A questão que se coloca aqui, tem a ver com as condições sobre as quais um investidor pode obter excedentes de rendimento nos títulos através da utilização dessa informação. Por forma a testar a sua validade, foram elaborados em Brealey e Myers, (1958) três testes de hipóteses baseados na informação e em técnicas estatísticas segundo certas condições: os custos de transação são nulos, o acesso à informação é livre a todos e assume-se como efectiva a influência da informação sobre os preços.

- (i) O primeiro teste de hipótese é o *Teste de Forma Fraca*, que investiga se os preços dos títulos reflectem instantaneamente toda a informação contida nos seus preços históricos. Por exemplo, se uma empresa anunciar que os seus ganhos do próximo ano duplicarão sem investimentos adicionais, a empresa

ganhará valor e esta informação será incorporada nos títulos afastando os seus preços históricos.

- (ii) O segundo teste de hipótese é o *Testes de Forma Semi-Forte*, que investiga se toda a informação pública disponível reflecte os preços dos títulos, levando a um ajustamento dos preços instantaneamente à informação contida em anúncios de rendimento ou de dividendos, ou mesmo às notícias de rupturas de *stocks* ou de grandes negócios. Antecipa-se uma subida de preços baseando essa expectativa numa notícia.
- (iii) O último teste de hipótese é o *Teste de Forma Forte*, no qual toda a informação disponível aos investidores é reflectida imediatamente nos preços dos títulos. (Brealey et al, 1958)

Anomalias do Mercado

O mercado de capitais possui algumas anomalias relacionadas com: (i) o Efeito Dimensão, que mostra como as pequenas empresas conseguem maiores rendimentos que as grandes empresas; (ii) o Efeito de Rácio Preço-Rendimento; e (iii) o Efeito Janeiro. (i) O Efeito Dimensão explica-se através de vários factores tais como a liquidez de mercado, ou seja, os ganhos deste efeito parecem aplicar-se aos activos das empresas mais pequenas, pois as grandes empresas não comprariam nem iriam vender activos das mais pequenas em larga escala sem inverter o preço de mercado contra elas; pela falta de rigor na disponibilidade de informação de pequenas empresas, conferindo-lhes um risco maior; e pelos elevados custos de transacção pelas pequenas empresas, reduzindo o seu excedente de rendimento. (ii) O *Efeito de Rácio Preço-Rendimento* admite que as empresas com um baixo rácio tendem a produzir resultados mais altos que o previsto. É uma representação do efeito dimensão. (iii) O *Efeito Janeiro* aparece do facto de se verificar que no final do ano os preços dos activos caem e voltam a aumentar em Janeiro (Schaffer, 2002: 27-28).

Fontes de Financiamento e Instrumentos de Dívida

Neste ponto será considerada a dívida de longo prazo, também conhecida como Dívida Financiada²⁶. Aqui a dívida de curto prazo das empresas será substituída por dívida de longo prazo, isto é, por activos com maior maturidade. Não existe necessariamente troca de capital, é considerado capital permanente. Existem vários tipos de instrumentos de dívida de longo prazo, os mais utilizados são os *term loans* (bancários) e as obrigações. Existem factores que influenciam a decisão para a escolha de dívida de longo prazo, entre os quais se destacam o *Target Capital Structure*, na medida em que se deve analisar como a estrutura de capital actual se compara com a estrutura de capital pretendida, por forma a tomar decisões de financiamento, e os níveis de taxas de juro normalmente elevados (Brigham, 1991).

Corporate Debt

Segundo Gitman (2008: 413-415), quando uma empresa se endivida, compromete-se a pagar juros regularmente e a reembolsar o capital original emprestado. No entanto, as empresas têm uma responsabilidade limitada, ou seja, a promessa de reembolsar a dívida nem sempre é mantida, isto porque, uma empresa em risco de insolvência tem o direito de falhar o pagamento e de entregar os seus activos aos credores. Se o valor dos activos for menor que a quantia da dívida, então a melhor opção será declarar falência.

Nas taxas de juro, pode-se realçar o seu pagamento ou cupão, que pode ser fixado na data de emissão para os empréstimos de longo prazo. Se for uma obrigação de cupão-zero fala-se de um pagamento único, na data de maturidade do empréstimo, uma vez que não capitaliza juros (Brealey et al, 2011: 379-380).

²⁶ *Funded debt* ou *Funding*, que significa financiamento.

Fontes de capital, custo de capital

Este ponto é interessante na medida em que nos permite avaliar os seus efeitos directos sobre o valor da empresa. Em Gitman (2008: 415-420), o *custo de capital* é usado para seleccionar os investimentos de capital que aumentam o valor dos accionistas, tendo presente a maximização do valor da empresa. Representa o retorno que determinado investimento deve proporcionar, sendo definido como a taxa de remuneração exigida pelos investidores tendo em conta o risco do negócio, e de modo a que o valor de mercado da empresa permaneça inalterado. Reflecte o custo médio esperado dos fundos de longo prazo adquiridos por uma empresa.

O objectivo de se calcular o custo de capital de uma empresa é a determinação do custo de novos fundos para financiamento, depois de taxados os impostos. É designado pelo retorno do que a empresa investe para manter o valor de mercado dos seus activos. Investimentos com uma taxa de retorno acima do custo de capital irão aumentar o valor da empresa, e por outro lado, investimentos com uma taxa de retorno abaixo do custo de capital diminuirão o valor da empresa. O custo de capital aparece como uma ligação entre as decisões de investimentos de longo prazo da empresa e a riqueza dos proprietários determinada pelos investidores no mercado. Em geral só serão concretizados os projectos de investimento que à partida garantam no mínimo, rentabilidades iguais às que são proporcionadas pelo mercado para investimentos de risco semelhante.

O custo de capital é efectivamente, o factor decisor de determinada intenção de investimento, pois dá a perceber, se aumenta ou diminui o preço das acções dessa empresa. Este conceito é afectado por diversos factores económicos e internos, e por isso se deve distinguir, o Risco de Negócio, que dizem respeito à capacidade de uma empresa em cobrir os custos operacionais que se assumem como inalteráveis; e os Riscos Financeiros, que se traduzem na incapacidade de cumprir as suas obrigações financeiras, tais como, juros e dividendos, assumidos também como inalteráveis. Existe uma inter-relação desejada para o conjunto da actividade de financiamento (de dívida contraída e activos financeiros).

Este custo de capital pode não ser o mesmo para todas as actividades da empresa, pelo que se deve ter em consideração o risco associado a cada projecto. Os métodos

de avaliação do risco e da rentabilidade baseiam-se na análise de mercado e das empresas possíveis de comparação. A exactidão desta estimativa depende da eficiência dos mercados, de modo que a relação entre risco e rentabilidade é consistente entre os diversos investimentos com risco possivelmente comparável. É importante que os investidores estejam bem informados atempadamente sobre as expectativas de rendimento e risco das empresas no mercado de capitais, para que o preço de cotação possa reflectir correctamente a percepção dos investidores acerca da situação da empresa.

É igualmente importante a estabilidade prolongada entre o risco e a rentabilidade, sobretudo quando aplicados modelos que se baseiam em dados históricos. Caso isto não se verifique, poderá ser colocada em causa a veracidade dos resultados, quando aplicada uma média, pois coloca todos os anos com valores iguais, quando estes podem não ser lineares (Bodie e Merton, 1998; Brealey et al, 2011; Gitman, 2008).

Custo médio do capital (WACC)

Segundo, Brealey et al (1958: 446) cada empresa possui uma estrutura de capital óptima, definida a partir de uma combinação de dívida, acções preferenciais e *common equity*, o que levará a uma maximização do preço das suas acções. As proporções alvo de dívida de uma empresa juntamente com o custo de capital são usadas para calcular o *Weighted Average Cost of Capital* da empresa. O WACC deve ser aplicado sobre o valor do capital para determinar qual o rendimento que deve ser recuperado. Representa o custo da utilização do capital aplicado no negócio. Corresponde ao custo do capital e é calculado com base no custo da estrutura financeira da empresa, ou seja, é calculado tendo em consideração o recurso à dívida e a capitais próprios. O custo da dívida é uma média ponderada do custo dos vários empréstimos da empresa ou *rating* de crédito de longo prazo. No cálculo do custo do capital devemos utilizar o valor médio do capital empregue ao longo do período. A taxa WACC, ao considerar também o custo do capital alheio, considera o benefício fiscal pelo facto de se verificar o pagamento de juros sobre esse capital.

Para Damodaran (1997: 77), o Custo Médio Ponderado de Capital pode ser definido como “a média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento, incluindo dívida, património líquido e títulos, utilizados pela empresa para financiar as suas necessidades financeiras”.

Brealey et al (1954: 438) afirmam que a ideia adjacente à fórmula do WACC é simples e intuitiva. Para estes autores, se um novo projecto é suficientemente lucrativo para pagar os juros sobre a dívida contraída para financiá-lo e para gerar uma taxa de retorno superior à esperada, então deve-se considerá-lo como um bom projecto.

No que respeita ao custo dos capitais próprios, *Cost of Equity*, este deve ser igual à remuneração proporcionada por investimentos alternativos de risco semelhante. Para a determinação deste custo existem vários métodos, sendo mais utilizado o modelo CAPM. A taxa de imposto a considerar deverá ser a taxa efectiva de imposto incorrida pelo operador no ano para o qual se está a calcular o custo de capital. A definição do custo dos capitais próprios é determinante para a realização de investimentos eficientes. Um custo demasiado alto obriga os consumidores a pagar preços superiores aos preços competitivos gerando uma perda de bem-estar social. Um valor muito baixo vai permitir aos consumidores beneficiarem de um preço mais baixo no curto prazo, no entanto não são realizados investimentos eficientes, o que cria um nível de concorrência em condições desleais (Brealey et al, 1984:439).

Os modelos mais utilizados, além deste, para estimação do custo dos capitais próprios, ou seja, rendibilidade exigida para suportar o risco sistemático são o modelo *Arbitrage Pricing Theory*, que defende a rendibilidade explicada através de vários factores, nomeadamente influências macroeconómicas como a volatilidade dos preços do petróleo, taxas de juro, taxas de câmbio, entre outras; e o *Fama-French Three Factor Model* que acaba por ser um caso particular do anterior, dado que utiliza três factores, um factor de mercado, um factor relacionado com o tamanho da empresa e outro factor relacionado com valores de mercado (Brealey et al, 2011:227).

Fontes de Capital a Longo Prazo

Segundo Saias et al (1958: 546), os rácios de financiamento avaliam a capacidade de uma empresa em solver os seus compromissos a médio e longo prazos. Resultam da comparação entre capitais alheios, capitais próprios e de capitais totais.

Para Gitman (2008: 416-419), as fontes de capital de longo prazo são as mais importantes, pois estas são as que fornecem um financiamento permanente e que suportam os investimentos dos activos fixos. A presença de empréstimos de longo prazo na estrutura de capital de uma empresa reduz o seu custo de capital, pois pode-se fazer deduções fiscais dos juros que causam uma diminuição do custo de empréstimos, permitindo a selecção de mais alternativas de investimento. Existem quatro fontes de financiamento de longo prazo, são elas a dívida de longo prazo, as acções preferenciais, as acções ordinárias e os lucros acumulados da empresa. A Estrutura de Capital é composta por uma combinação destas fontes. O custo de cada fonte de investimento é calculado consoante o valor de ser obtido no presente e depois de taxados impostos (Brealey et al, 2008: 435-436).

O *custo da dívida a longo prazo* é o custo no dia do acordo, depois de taxado, do aumento dos fundos de longo prazo através de empréstimos para decisões de orçamento. Comparativamente às outras três fontes de financiamento, a dívida de longo prazo tem um custo menor devido à dedução dos juros. As Acções preferenciais possibilitam o recebimento dos dividendos por parte dos accionistas, antes de serem distribuídos aos accionistas com um menor estatuto na empresa.

O *custo das acções ordinárias* traduz-se no retorno esperado pelos investidores e possui duas formas de realização, através de lucros retidos ou através de acções ordinárias. No Custo dos Lucros Acumulados, o pagamento de dividendos reduz o lucro até então acumulado, quando a empresa precisa de financiamento através de acções ordinárias possui duas opções, relativamente aos lucros acumulados, ela pode emitir acções ordinárias adicionais pagando na mesma os dividendos aos accionistas, ou pode aumentar o capital das acções ordinárias acumulando os lucros na quantidade necessária, sem pagar dividendos aos accionistas.

As acções preferenciais são mais seguras que as acções ordinárias, no entanto são mais arriscadas comparativamente com a dívida e possuem, como consequência, um custo mais elevado do que a dívida. No custo das acções preferenciais há que ter em consideração o facto de os dividendos preferenciais serem especificados antes do momento da emissão e pagos antes dos dividendos das acções ordinárias. Os pagamentos dos dividendos preferenciais não são dedutíveis de imposto.

O uso do modelo CAPM indica que o custo da equidade das acções ordinárias é o retorno exigido pelos investidores como uma compensação pelo risco não-diversificável da empresa, medido por *beta*.

O custo da emissão de novas acções está associado ao conceito de desvalorização, pois as empresas vendem, geralmente, as acções abaixo do preço de mercado actual. Isto acontece porque vai passar a existir uma procura adicional proporcionada pelo preço baixo; cada acção terá uma percentagem menos significativa na participação nessa empresa devido ao fraco valor da acção; e a emissão de novas acções é tida pelos investidores como uma sobrevalorização das acções por parte da empresa. Por outro lado, o financiamento através de dívida é visto como um sinal positivo, de que a gestão dessa empresa acredita que as acções estão subvalorizadas. O custo destas normalmente é maior do que em qualquer outro tipo de financiamento de longo prazo, isto porque, os dividendos são pagos sem qualquer ajuste fiscal.

Alavancagem

Ainda segundo Brealey et al (1958: 559), a *alavancagem*²⁷ resulta do uso de encargos financeiros fixos por forma a aumentar o retorno dos accionistas, usando uma estrutura de capital onde combina acções e dívida para financiar activos e aumentar o seu retorno e risco. Os empréstimos presentes na estrutura de capital provocam alavancagem financeira que tende a maximizar os lucros operacionais sobre os retornos dos proprietários, uma vez que o empréstimo é a forma menos dispendiosa de financiamento a longo prazo (e por isso seja desejável tê-lo na estrutura de capital) devido à possibilidade de dedução fiscal de juros. O montante de alavancagem na

²⁷ Aplicada para multiplicar a rentabilidade através de endividamento.

estrutura de capital de uma empresa pode afectar significativamente o seu valor pois incidirá sempre sobre essas duas variáveis (retorno e risco). Pode dizer-se que uma diminuição na alavancagem leva a uma diminuição do risco e do retorno.

Alavancagem e Estrutura de Capital estão relacionadas com as decisões sobre o *capital budgeting*, através do custo de capital, podem ser usadas para minimizar o custo de capital das empresas mas também para maximizar o lucro/riqueza dos proprietários da empresa.

Os autores distinguem três tipos de alavancagem, (i) *Operacional*, (ii) *Financeira* e (iii) *Total Leverage*. (i) A *Alavancagem Operacional* tem a ver com as receitas das vendas e o lucro antes dos juros e impostos. (ii) A *Alavancagem Financeira* diz respeito também, ao lucro antes de juros e impostos e à obtenção de lucro por acção ordinária. E por último, (iii) *Total Leverage*, que tem a ver com as receitas das vendas e com os lucros por acção. Esta combina os dois primeiros tipos de alavancagem, reflectindo o impacto dessa combinação na empresa. Uma *alavancagem operacional e financeira* elevada, causará uma *alavancagem total* elevada, o oposto também pode acontecer.

Estrutura de Capital e Valor

A *estrutura de capital*, embora já abordada, é constituída por duas componentes, o capital próprio e o capital de terceiros. Dentro destas existem a dívida de longo prazo, acções ordinárias, acções preferenciais, lucros retidos, capital de accionistas e liquidez das acções. Devem-se utilizar os resultados antes de encargos financeiros e impostos quando se quer verificar se a empresa gera fundos suficientes para fazer face ao pagamento dos encargos financeiros (Saias et al, 1998: 547).

As assimetrias de informação podem afectar as decisões sobre a estrutura de capital, uma vez que os proprietários possuem mais informações do que os investidores acerca das perspectivas do futuro para essa empresa, assumindo que os mesmos, tomam decisões com o objectivo de maximizar a riqueza dos accionistas.

A estrutura de capital engloba os fundos de longo prazo que servem para financiar os activos fixos e parte dos activos circulantes. Esses fundos podem compôr-se pelo capital próprio ou pelo capital de terceiros. Segundo Schoroeder et al (2008: 435-436), a estrutura de capital é o resultado de uma combinação entre capital de terceiros (as dívidas) e o capital próprio de uma empresa e que, ao longo dos anos, se tem verificado que o custo de capital varia conforme a composição da sua estrutura de capital.

Modigliani e Miller (1958: 261-297) concluíram que o custo do capital de uma empresa não é afectado por essa combinação entre capital de terceiros e capital próprio, e defendem que a *estrutura óptima de capital* tende ao endividamento até certo ponto onde os custos do endividamento superem os benefícios do endividamento.

Os custos do endividamento passam pelo conflito de interesses entre accionistas e credores, pelos custos de falência, pelo risco de subinvestimento e pelo aumento da tendência ao risco. Por outro lado, tem como principais benefícios a redução da assimetria informacional entre a gestão e accionistas e o aumento da exigência sobre a qualidade da gestão.

Os referidos autores afirmam ainda que a *Estrutura Óptima de Capital* deverá ser alcançada tendo em consideração os dois factores principais de funcionamento dos mercados financeiros, o retorno e o risco. Para se determinar o valor de uma empresa sob estruturas de capital alternativas, a empresa deve encontrar o nível de retorno que tem de adquirir para compensar os proprietários da empresa pelo risco apreendido. O retorno exigido dado o nível do risco financeiro pode ser estimado através de duas maneiras, cálculo do *beta* associado a cada estrutura de capital alternativa e de seguida proceder-se à aplicação do Modelo CAPM para se estimar o retorno exigido.

Esta vertente prática de cálculo do ponto óptimo deve ter em atenção outros factores que podem explicar as decisões sobre a estrutura de capital, tais como, as oscilações das receitas, uma vez que as empresas com receitas previsíveis conseguem prever seguramente uma maior alavancagem; o *cash-flow* necessário para as suas obrigações; obrigações contratuais, no sentido em que, a empresa pode estar limitada à escolha do tipo de fundos; preferências vindas da gestão da empresa relativamente à aversão ao risco podem limitar as decisões da estrutura a um determinado nível, que

pode ou não, ser o verdadeiro nível óptimo da estrutura de capitais; o controlo, os gestores preferem emitir dívida em vez de acções ordinárias; a avaliação de riscos externos que influencia a capacidade de uma empresa em aumentar fundos rapidamente e sob taxas favoráveis; e por fim o tempo, quando as taxas de juro são baixas, o financiamento pode ser mais atractivo, mas quando é alto, as vendas das acções podem ser mais atraentes. As condições económicas no geral, do mercado de capitais, podem afectar significativamente as decisões da estrutura de capital.

Avaliação de empresas

Para Neves (2003: 3-9) avaliar significa estimar o valor de determinada coisa, é um processo subjectivo, pois depende de um conjunto de condicionantes subjectivos como por exemplo as características do avaliador, a finalidade da avaliação (compra, venda, fusão, liquidação), o contexto económico, social e político em que a avaliação é realizada e os diversos modelos de avaliação existentes.

Valor e preço

O referido autor diferencia várias definições de valor. Torna-se importante neste ponto distinguir conceitos para melhor se compreender a avaliação de uma empresa. O preço designa o valor monetário de troca, valor pelo qual o vendedor está disposto a vender o bem e o comprador está disposto a comprá-lo. Traduz-se na expressão numérica do valor de troca, reflectindo a quantidade de unidade monetária necessária para a execução da troca. A noção de valor é considerada como o valor de uso do bem e da sua utilidade. Este pode já não ter valor de troca ou de mercado, mas tem valor de uso pois permite ainda gerar valor com a sua utilização.

Valor de mercado ou valor esperado

Define o valor pelo qual uma empresa poderá ser transaccionada num mercado competitivo, aberto e com alternativas de negócios, de acordo com uma troca justa

entre vendedor e comprador, na qual ambos conhecem todos os parâmetros do negócio. Neste tipo de valor estão envolvidos factores internos à empresa, tais como a qualidade dos recursos humanos, produtos e imagem da empresa, assim como factores externos, a concorrência, regulamentação do sector e tendências da economia no geral.

Neves (2003) distingue os seguintes conceitos: (i) *Valor intrínseco*: representa uma opinião de um avaliador sobre o valor, baseada na percepção das características do investimento, através do *método do valor esperado*, dos fluxos de caixa actualizados ou dos lucros superiores ao normal. Quando considera a opinião de todos os investidores, o valor intrínseco acaba por se transformar em valor de mercado; (ii) *Valor fundamental*: perspectiva utilizada no mercado de capitais com o pressuposto de que o valor intrínseco de uma acção pode ser determinado através de uma avaliação rigorosa de algumas variáveis fundamentais como o lucro, os dividendos, a estrutura financeira, as perspectivas de mercado, a qualidade da gestão, entre outras. O valor fundamental é usado para comparação com os preços de cotação e consequente tomada de decisão, ou seja, se a cotação estiver acima do valor fundamental, a decisão passa por recomendar a venda; e se a cotação estiver abaixo da do valor fundamental, a decisão passa por recomendar a compra; (iii) *Valor para o investidor*: Avaliação efectuada tendo em conta os factores que diferem dos factores utilizados no valor intrínseco, pois considera variáveis específicas que dizem respeito a esse investidor em particular, por exemplo o resultado das sinergias que uma aquisição geraria em termos de enriquecimento de portfólio ou a atribuição de maior valor por um negócio de determinada empresa; e (iv) *Justo valor*: Segundo a designação utilizada pela *International Valuation Standards*²⁸ (2012), o preço expresso em dinheiro ou equivalente, a que uma propriedade troca de proprietário entre um hipotético e interessado comprador e um hipotético e interessado vendedor, num mercado aberto e sem restrições, sem que nenhum esteja forçado a comprar ou a vender, e em que ambos têm conhecimento razoável dos factos relevantes.

²⁸ Organização independente privada, sem fins lucrativos, estabelece padrões globais para a avaliação, especialmente aqueles que irão ser invocados por investidores.

Instrumentos de dívida

De acordo com o *site da Internet* da CMVM (2012), as Obrigações do Tesouro constituem o principal instrumento utilizado pelo Estado Português para se financiar. As OT são valores mobiliários de médio e longo prazos, cuja emissão se efectua através de operações sindicadas, leilões ou por operações de subscrição limitada e que podem ser emitidas com prazos entre um e cinquenta anos, com ou sem cupão²⁹, taxa de juro fixa, amortizáveis no vencimento pelo seu valor nominal e com possibilidade de destaque de direitos. A colocação das OT no mercado primário realizada pelo IGCP pode ser realizada através de sindicatos bancários e através da realização de leilões. A primeira modalidade tem sido utilizada na emissão inicial das novas séries, permitindo assegurar ao mesmo tempo a colocação de um maior volume de títulos de uma só vez ao preço de mercado e a elevada diversificação da base de investidores, quer a nível geográfico, quer por tipo de investidor. O incremento do saldo das OT em curso de emissão (*on-the-run*) tem sido assegurado por via de leilões. O calendário dos leilões de OT é anunciado ao mercado no início de cada trimestre, e por norma, os leilões acontecem na segunda quarta-feira do mês.

Os Bilhetes do Tesouro constituíram desde a sua criação em 1985, um importante instrumento de financiamento do Estado e de intervenção monetária. A alteração das condições de definição e execução da política monetária resultante da criação da União Económica e Monetária em 1999 e a adopção de uma estratégia de financiamento do Estado orientada para o desenvolvimento de um mercado de títulos de médio e longo prazos com dimensão europeia e suficiente liquidez, levaram à suspensão da emissão de BT no início de 1999, situação que se manteve até 2003. Neste ano dá-se o relançamento da emissão de BT enquadrado na estratégia de criação de um mercado líquido para estes títulos, de dimensão internacional, capaz de contribuir para o alargamento e diversificação da base de investidores em dívida pública portuguesa.

Os BT são valores mobiliários de curto prazo com um valor unitário de um Euro, podendo ser emitidos com prazos até um ano, colocados a desconto através de leilão ou subscrição limitada e reembolsáveis no vencimento pelo seu valor nominal. A sua colocação em mercado primário é assegurada por um grupo de bancos reconhecidos pelo IGCP como Especialistas em Bilhetes do Tesouro e é efetuada através da

²⁹ Diz-se “a cupão zero”.

realização de leilões regulares de acordo com um calendário previamente anunciado ao mercado. O calendário de leilões é elaborado de forma a assegurar que o montante emitido de cada série de BT é suficiente para lhe gerar liquidez desde a sua abertura.

Os Certificados de Aforro são instrumentos de dívida criados com o objectivo de captar a poupança das famílias. Têm como característica principal a sua distribuição a retalho, isto é, serem colocados directamente juntos dos aforradores e terem montantes mínimos de subscrição reduzidos. A emissão e o resgate de produtos de aforro podem ser efectuados directamente nos balcões dos CTT, entidade contratada pelo IGCP ou através do seu sítio na *Internet*.

De acordo com o Diário Económico *Online* (2012), desde Setembro último, os Certificados de Aforro pagavam uma taxa de juro bruta superior a três por cento, remuneração superior a remunerações de vários depósitos a prazo dos bancos, concorrentes directos dos Certificados de Aforro. O IGCP decidiu aumentar a remuneração associada aos mesmos devido ao desinvestimento neste tipo de poupança. Esta instituição introduziu assim um prémio de 2,75% (275 pontos base, com juros brutos a 3,17%) a vigorar até final do ano de 2016.

Os Certificados do Tesouro são um instrumento de dívida nominativo, criados também com o objectivo de captar a poupança das famílias. A emissão e o resgate destes produtos de aforro são efectuados igualmente nos balcões dos CTT e na *Internet*. No último mês do ano de 2011 a taxa de subscrição dos certificados do tesouro recuou também para um dos valores mais baixo do ano devido à descida da taxa de referência Euribor a doze meses, que serve para o cálculo da taxa para o prazo de permanência mais curto, até cinco anos. Os juros para os prazos de investimento mais alargados, a cinco e a dez anos, não sofreram alterações.

Como complemento às necessidades de financiamento de curto prazo, estão dispostas ainda o *Euro-Commercial Paper*, ou seja, a emissão de instrumentos negociáveis em mercado não-organizado, emitidos a desconto e com prazos de vencimento compreendidos entre uma semana e um ano.

Leilões de Recompra de Obrigações do Tesouro

Os leilões de recompra consistem apenas fase competitiva e a sua execução é suportada por um sistema electrónico. Apenas os intermediários financeiros que possuam o estatuto de Operador Especializado de Valores do Tesouro têm acesso a estes leilões. Cada participante pode apresentar, até um máximo de cinco propostas, em múltiplos de um milhão de euros. A recompra é efectuada por ordem crescente dos preços propostos até ser atingido o preço para o qual o montante das propostas iguale ou exceda o total que o IGCP decida recomprar, ou seja, até ser atingido o preço de corte (CMVM, 2012).

Fiscalidade

Os rendimentos dos títulos da dívida pública portuguesa (juros, prémios de amortização ou de reembolso e outras formas de remuneração) estão sujeitos a retenção na fonte à taxa liberatória, em sede de IRS e de IRC. Os juros da dívida pública não estão sujeitos a retenção na fonte quando obtidos por instituições financeiras, ficam sujeitos ao englobamento em sede de IRC. No caso dos Certificados de Aforro e dos Certificados do Tesouro, os juros estão sujeitos a IRS, sendo feita a retenção na fonte à taxa liberatória (CMVM, 2012).

Obrigações

Obrigações são títulos de dívida de médio e longo prazo, emitidos por uma entidade autorizada, nos quais o seu detentor, ou obrigacionista, tem o direito de receber um juro periódico (cupão) e o valor do reembolso do título numa data futura acordada entre as duas partes na data de emissão. São valores mobiliários, negociáveis que representam fracções de empréstimos contraídos por entidades públicas ou privadas (emiteente) no qual se compromete a remunerar o detentor da obrigação. Pode dizer -se que, os empréstimos obrigacionistas são emitidos para efeito de financiamento da própria entidade.

A entidade emitente e o detentor do empréstimo desenvolvem entre si uma relação de obrigação/direito, onde o emitente assume o compromisso ou a obrigação de pagamento ao detentor da obrigação e este possui o direito de receber as suas devidas remunerações, o direito de participação em Assembleias-Gerais da sociedade e o direito de ser informado sobre o desempenho dos negócios da sociedade.

Para Brealey et al (2008: 255-266), as principais características das obrigações relacionam-se com o *valor facial* (ou valor nominal) e *valor principal*, que corresponde ao valor que incide sobre a taxa de remuneração do empréstimo/cupão. Portanto, diz-se que está ao par quando o seu *valor de transacção* for igual ao seu *valor facial* em determinado momento. Numa situação contrária, diz-se que está a desconto quando o *valor de transacção* é inferior ao *valor facial*, e que está a prémio quando o *valor da transacção* for superior ao *valor facial*.

O *valor de subscrição* (ou preço de emissão) corresponde ao preço pelo qual o obrigacionista subscreve a obrigação no mercado primário³⁰. O *valor do reembolso* é o montante pago ao detentor da obrigação no fim de vida do empréstimo. Existem várias formas de reembolso do capital de um empréstimo obrigacionista, mais precisamente, (i) *Amortização Única*, (ii) *Amortização por Séries*, (iii) *Amortização por Sorteio* e (iv) *Amortização por Dedução ao Valor Nominal*. Apenas a primeira se diferencia das restantes, pelo facto da mesma ser efectuada apenas uma vez no final de vida do empréstimo, isto é, na sua maturidade, enquanto as restantes têm regras definidas quanto à ordem de reembolso do empréstimo até à maturidade.

As condições de emissão de um empréstimo obrigacionista passam pelo valor nominal do empréstimo, o número de obrigações, o valor nominal das obrigações, o preço de emissão, o valor ou método de cálculo da taxa de juro, a forma de pagamento dos juros, a maturidade do empréstimo, as condições de reembolso, a admissão a cotação, as garantias reais, os *covenants* e os *sinking fund*³¹.

³⁰ Colocação de novos títulos no mercado para subscrição pública, através de instituições financeiras adequadas para o efeito. São os chamados Lançamentos Públicos de Acções.

³¹ *Covenant*: escritura da emissão com os termos: taxa do cupão, vencimento, e informação sobre se é convertível ou exigível. Existem para reduzir o risco para as partes e cada uma tem a sua função.

Sinking Fund: fundo de amortização para liquidar um título de crédito com vencimento futuro, através de um contrato, o emitente cria um fundo de amortização para os credores.

O juro pode ser fixo ou variável, dependendo da evolução de um indexante de mercado ou dos lucros da sociedade. Depois da maturidade, as obrigações podem também, em vez de ser reembolsado o capital, ser convertíveis em acções da sociedade, uma vez que determinadas obrigações incorporam o direito de subscrever acções da sociedade emitente.

O montante de empréstimo deve ser pago na maturidade e é designado por *capital (principal)*, o reembolso do capital pode ser feito pela totalidade na maturidade (*bullet maturity*) ou em várias parcelas do total ao longo da vida do empréstimo. Nos dois casos, chama-se ao montante pago: valor ao par, valor na maturidade ou valor facial. O cupão é o juro pago periodicamente aos subscritores durante a vida do contrato e obtém-se por aplicação de uma taxa de juro, denominada taxa de cupão. A relação entre as taxas de rendimento (*yield*) e as suas maturidades tem a designação de Estrutura Temporal das taxas de juro, o que constrói a base da avaliação das obrigações (Bodie e Merton, 1998: 179-186).

Para Fonseca (1999: 27-28), a taxa de juro é definida como a remuneração do detentor de capital, enquanto o lucro se designa como a remuneração daquele que corre risco ao empregar produtivamente esse mesmo capital.

Quanto às modalidades das obrigações, segundo Pinho e Soares (2008: 136-148), indicam-se as consideradas como principais no mercado: Obrigações Clássicas, a taxa de cupão definida na altura da emissão mantém-se ao longo da vida do empréstimo, têm uma taxa fixa e são conhecidos todos os *cash-flows* desde o início; Obrigações Cupão Zero, os juros não são pagos, a remuneração do empréstimo corresponde ao juro implícito no diferencial entre o preço de aquisição e o valor de reembolso; Obrigações Indexadas, com uma taxa variável, a taxa de cupão é indexada a uma taxa de referência ou um índice representativo da evolução do mercado financeiro, ajustando a remuneração às taxas de juro do mercado.

Os indexantes mais utilizados são *Euribor*³², a TBA³³ e a TD3³⁴. A indexação pode também ser efectuada através da utilização de índices de mercados bolsistas como o

³² Média ponderada das taxas interbancárias dos países da zona Euro. Ofertas diárias para 13 prazos diferentes por um painel de 57 bancos.

³³ Taxa de Base Anual, média das taxas médias dos últimos 12 leilões de colocação de Bilhetes do Tesouro.

DAX da Alemanha, o *Footsie* do Reino Unido e o *Dow Jones* dos Estados Unidos da América; Obrigações com *Warrants*, conferem aos seus detentores o direito de comprar acções ordinárias a um preço pré-definido durante um período de tempo, podem ser destacados das obrigações e transacionados autónomamente; Obrigações de Caixa, a emissão destas está reservada a instituições financeiras, podem ser emitidas de forma contínua permitindo o ajustamento do montante das emissões às necessidades financeiras das instituições; Obrigações Hipotecárias, conferem ao seu titular privilégios sobre créditos hipotecários inerente à respectiva emissão actuando como garantia para os subscritores; Obrigações Subordinadas, o pagamento de juros e o reembolso de capital estão subordinados ao pagamento das restantes dívidas da empresa em caso de falência ou liquidação da entidade emitente; Obrigações Participantes, direito ao recebimento de juros e de uma remuneração adicional, em termos de juro adicional ou prémios de reembolso cujo montante depende dos lucros da sociedade.

Essa remuneração adicional é determinada através de uma percentagem do lucro total ou parcial de cada exercício; Obrigações Convertíveis, direito de conversão em acções com condições pré-definidas, o obrigacionista passa a ser accionista. Aqui verificar-se-á um aumento de capital com emissão de novas acções; Obrigações de Capitalização Automática, os juros são capitalizados até ao momento do reembolso e são liquidados juntamente com o capital em dívida; Obrigações Grupadas, são fracções de empréstimos obrigacionistas, emitidos por um conjunto de entidades com responsabilidade partilhada, onde entidades isoladas não teriam condições para a sua utilização; Obrigações Perpétuas, direito de recebimento de juros por um período indefinido de tempo, sendo que, o capital nunca é amortizado; *Junk-bonds* são valores mobiliários altamente especulativos, com taxas de juro muito elevadas, acima das taxas de mercado e sem qualquer garantia. São emitidos principalmente para o financiamento de operações de alto risco; e por fim, *Euro-Bonds* que são obrigações colocadas à subscrição fora do país da entidade emitente e do país de denominação da sua moeda (Tomé, 1999).

³⁴ Média ponderada das taxas brutas dos depósitos a prazo superiores a 180 dias mas não a um ano, praticadas pelas três instituições de crédito com maior saldo neste tipo de depósitos.

CAPITULO II – O SISTEMA FINANCEIRO PORTUGUÊS

Mercado de Capitais Português

Segundo Tomé (1999: 35-38), os mercados portugueses foram passando, ao longo dos tempos, por um clima de instabilidade devido aos acontecimentos após o 25 de Abril de 1974, o clima político da época, o impasse na Bolsa de Valores e o seu fecho temporário desde 1974 a 1976 para o caso da BVL, e de 1974 a 1981 para a Bolsa do Porto, e por outro lado um clima de estabilidade: nacionalizações, a adesão ao Mercado Único Europeu, o aparecimento do Código de Mercado de Valores Mobiliários em 1991 e a adesão ao Euro.

A abertura política e económica na década de setenta e a integração europeia, que durou até aos anos oitenta, elevaram o país à entrada na União Económica e Monetária e à introdução da moeda única em 2002. Passou a verificar-se um crescente número de instituições portuguesas dentro de um espaço europeu mais competitivo e transparente.

O Sistema Financeiro Português é composto por uma autoridade monetária, por um conjunto de agentes que procuram emitir ou obter financiamentos, por mercados financeiros onde são transaccionados diversos produtos financeiros e por vários intermediários financeiros. Os últimos, são constituídos pelas instituições de crédito e pelas sociedades financeiras, as quais se designam como os fornecedores de crédito à sociedade.

Um sistema financeiro deve ser analisado sob a óptica legal (ou institucional) e sob a óptica funcional. A óptica Legal resulta da legislação inerente ao sistema, regida pelo Regime Geral das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras, onde as instituições de crédito são definidas como “empresas cuja actividade consiste em receber do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis, a fim de os aplicarem por conta própria mediante a concessão de crédito”: Bancos, CGD, Caixas de crédito agrícola mútuo, Sociedades de Investimento, Sociedades de locação financeira,

Sociedades de Factoring, Sociedades financeiras para aquisição de crédito e outras empresas que sejam classificadas pela lei.

As Sociedades Financeiras são definidas como empresas que exercem pelo menos uma das seguintes actividade como sendo a principal: operações de pagamento, operações de crédito, emissão e gestão de meios de pagamento tais como cartões de crédito, transacções por conta própria sobre instrumentos do mercado monetário, participação em emissões de valores mobiliários, participação nos mercados interbancários consultoria e gestão de carteiras, e ainda, gestão e consultoria de outros patrimónios.

A óptica Funcional define o banco como uma instituição financeira que tem a possibilidade de criar moeda, agrupando assim o sector financeiro em dois grandes grupos, o Sector Financeiro Monetário e o Sector Financeiro Não-Monetário. No Sector Financeiro Monetário junta as Autoridades Monetárias, tais como, as finanças e bancos centrais, e Outras Instituições Monetárias, tais como, os bancos universais e os bancos de poupança. Os Bancos Universais constituem todos os bancos a operar em Portugal com excepção dos bancos de poupança. Os Bancos de Poupança obrigam a promoção da formação e a captação de poupança, assim como o financiamento de operações para o desenvolvimento geral do país.

A autoridade monetária é composta pelas Finanças e pelo Banco Central. Tem como principal função a execução da política financeira do Estado, a gestão do Orçamento, do Tesouro e do património, a tutela das empresas públicas e também o exercício da função de accionista do Estado. A autoridade do Ministério das Finanças é exercida através da Direcção-Geral do Tesouro, serviço do Ministério integrado na administração directa do Estado e do Instituto de Gestão do Crédito Público, o qual está sob a tutela do Ministro das Finanças. As receitas públicas, resultante de empréstimos de curto prazo e os pagamentos das despesas públicas resultantes do orçamento são asseguradas pela Direcção-Geral do Tesouro.

Ao Instituto de Gestão de Crédito Público compete a gestão da dívida pública directa, do financiamento do Estado e do financiamento dos serviços e fundos autónomos, de acordo com as orientações do governo. O Banco de Portugal (BdP) tem como papel fundamental o financiamento da economia através da criação de moeda e a supervisão

de todo o sector bancário do país. Gerido por um conselho de administração, é composto por cinco a oito membros nomeados pelo Conselho de Ministros sob proposta do Ministério das Finanças. A política monetária passou a ser exercida pelo BdP desde o Tratado da União Europeia de 1992/1993 em Maastricht até então conduzida pelo Ministério das Finanças. Com a concretização da UEM e da moeda única, os Estados-membros da Zona Euro perderam totalmente a competência para conduzir a política monetária e a política cambial, as quais passaram a ser comuns e confiadas ao Banco Central Europeu, entidade supranacional e independente, com sede em Frankfurt. Aos Bancos Centrais compete a função de manutenção da estabilidade dos preços, tendo a obrigação de cumprir e executar as decisões sobre a política económica e cambial tomadas pelo BCE (Tomé, 1999: 61-85).

Aspectos fundamentais dos bancos portugueses

Para se estabelecer um Banco em Portugal, esse deve ser aprovado pelo BdP e reunir requisitos gerais de constituição, ou seja, deve adoptar a forma jurídica de sociedade anónima, ter como finalidade a prática de operações legalmente permitidas e ter um capital não inferior a um limite estabelecido representado por acções nominativas ou ao portador. Para estabelecer sucursais³⁵, no caso dos bancos comunitários, estes devem ter uma notificação prévia do BdP e uma autorização para realizar operações no país de origem. Quanto aos bancos não comunitários, o estabelecimento de sucursais em Portugal exige um capital não inferior ao mínimo exigido aos bancos com sede no país mas necessita de autorização do Ministro das Finanças. O estabelecimento de filiais de bancos estrangeiros em Portugal depende da consulta do BdP à autoridade de supervisão do país de origem para que se reconheça o seu contributo para a eficácia do sistema financeiro português e internacionalização da economia nacional de acordo com a política económica, financeira, monetária e cambial.

Quanto à supervisão das normas da actividade bancária, são da competência do BdP que deve acompanhar a actividade das instituições, promovendo a punição de infracções e ilegalidades, controlando irregularidades e advertendo para as suas

³⁵ Estabelecimento de uma empresa sem carácter jurídico e que efectua directamente operações inerentes à sua actividade.

obrigações. Os bancos devem ser registados no BdP para poderem iniciar a actividade. Esse registo deve incluir elementos, como por exemplo, a indicação da firma ou denominação, o seu objecto, a data de constituição e a data de início de actividade, a sede, o capital social, a identificação dos accionistas e dos membros da administração, da fiscalização e da assembleia geral. Estão obrigados a sigilo bancário, pois a informação só pode ser disponibilizada aos tribunais, ao BdP, à CMVM e ao Fundo de Garantia de Depósitos (Nabais, 1987).

Sistema Financeiro Não Monetário

Neste sector pode-se incluir as Instituições de Crédito e as Sociedades Financeiras. As instituições de crédito são as (i) sociedades de investimento, (ii) sociedades de locação financeira, (iii) sociedades de *factoring* e (iv) sociedades financeiras para aquisição de crédito:

- (i) Sociedades de Investimento são instituições de crédito que realizam as seguintes operações financeiras: aquisição de títulos e participações no capital de sociedades, concessão de créditos a médio e longo prazo para financiamento de investimentos em capital fixo, financiamento de operações de exportação, obtenção de fundos nos mercados interbancários monetários e de títulos, refinanciamento junto do BdP, subscrição de obrigações e títulos de dívida negociáveis, entre outros.
- (ii) Sociedades de Locação Financeira são as sociedades de *leasing*, que têm como objectivo a cedência temporária do uso de um bem da sua posse a um locatário que o deverá devolver no final do prazo contratado, a menos que se opte pela sua compra total. A CGD fez a primeira parceria com uma instituição francesa-LOCAPOR, para agir neste segmento de mercado.
- (iii) Sociedades de *Factoring* possuem a função de aquisição, gestão e cobrança dos créditos de curto prazo resultantes das actividades do aderente ou cedente. Não podem ceder empréstimos e estão presentes em Portugal desde 1965.

- (iv) Sociedades Financeiras para a Aquisição a Crédito têm como objecto o financiamento da aquisição a crédito de bens ou serviços, o crédito ao fornecedor e comprador, desconto ou outras formas de negociação de papel comercial. Podem ser financiadas por capitais alheios resultantes dos créditos bancários ou pela emissão de obrigações, embora não possam receber depósitos, nem exercer actividades comerciais.

As Sociedades Financeiras compõem-se por:

- (i) Sociedades Corretoras, que são os intermediários financeiros na realização de operações em bolsa. São sociedades anónimas (acções nominativas) ou sociedades por quotas; possuem a finalidade de comprar e vender valores mobiliários por conta de terceiros; têm como fontes de financiamento os capitais próprios, os empréstimos e a emissões de obrigações; as primeiras pode adquirir por conta própria acções e quotas de outras sociedades e deve possuir uma reserva de caixa; e as segundas não participam nunca no mercado monetário e não necessitam de reservas de caixa;
- (ii) Sociedades Mediadoras dos Mercados Monetário e de Câmbios são sociedades anónimas ou por quotas que efectuam a intermediação (monetária) de operações no mercado monetário e no mercado de câmbios;
- (iii) Sociedades Gestoras de Patrimónios são sociedades anónimas que têm por objecto a administração de valores mobiliários e imobiliários e ainda a colocação de valores por conta de outrem. Não podem conceder crédito ou garantias, nem aceitar depósitos. As Sociedades de Desenvolvimento Regional são sociedades anónimas que contribuem para o desenvolvimento económico e social da sua região, promovendo o investimento;
- (iv) Sociedades de Capital de Risco são sociedades anónimas que promovem o investimento e a inovação tecnológica de empresas, participando no capital social dessas empresas. Aproximam-se das sociedades de investimento pois exercem as seguintes funções adicionais: aquisição de títulos ou participações no capital de sociedades, subscrição de obrigações convertíveis em acções,

obtenção de créditos a médio e longo prazo junto de instituições de crédito, colocação de títulos negociáveis emitidos por empresas portuguesas, depósitos em instituições de crédito e ainda, subscrição de títulos negociáveis emitidos por empresas nacionais cotadas;

Fundos de Investimento são instituições financeiras não monetárias cujo objectivo é a aplicação de recursos financeiros obtidos junto de diversos participantes. Estes recursos devem ser aplicados em valores mobiliários ou imobiliários que darão origem a valores que constituem uma carteira diversificada, minimizado o risco e maximizando a rendibilidade. Representado por certificados nominativos ou “ao portador”, pertencem a participantes singulares ou colectivos. O seu património divide-se em unidades de participação e o seu capital pode ser variável (fundos abertos) ou pode ser fixo (fundos fechados). Fundos abertos porque podem ser emitidos em novos títulos se a procura o justificar, enquanto nos fundos fechados, o capital é representado por um número pré-fixado de títulos representativos. Os Fundos de Pensões são patrimónios destinados à realização de planos de pensões com condições relativas ao pagamento de pensões de pré-reforma, reforma, invalidez e sobrevivência. Este fundo é gerido pela Sociedade Gestora de Fundos de Pensões (Tomé, 1999: 46-56).

A Evolução Histórica da Bolsa

As Bolsas em Portugal e o seu enquadramento

Actualmente em Portugal existem as Bolsas de Valores de Lisboa e a Bolsa de Derivados do Porto. Na Bolsa de Lisboa (BVL) estão adjacentes as operações realizadas a contado (ou à vista), enquanto na Bolsa do Porto se realizam operações a prazo, no mercado de produtos derivados. Chamam-se Produtos Derivados aos “instrumentos financeiros cujo valor depende do valor de outros, mais básicos, designados por activos subjacentes” (Hull, 1995: 3-9).

Estas duas bolsas foram criadas por forma a estarem subordinadas a uma autoridade reguladora e supervisora do mercado de capitais e dos serviços de investimento, a Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários, a CMVM, que promove os mercados de valores mobiliários e as actividades dos seus agentes. No caso dos intermediários, a supervisão é feita pelo BdP, que faz a ligação entre a Central de Valores Mobiliários³⁶ e o mercado de capitais.

Entretanto é constituída a Interbolsa³⁷ em 1989 integrando os três primeiros valores mobiliários na Central de Valores Mobiliários, aparece com o intuito de promover o desenvolvimento e a eficiência do mercado e da sua competitividade, assegurar a satisfação dos emitentes e investidores e proporcionar aos operadores condições técnicas e operacionais para a realização dos seus objectivos Interbolsa (2012).

Bolsa de Valores de Lisboa

As origens

Segundo Justino (1994: 4-160), os registos mais antigos sobre Portugal acerca do aparecimento das bolsas verificaram-se na Idade Média. Com o desenvolvimento do comércio passou a haver um maior contacto entre os comerciantes e a presença frequente de negociantes estrangeiros atraía os corretores. Em 1495 surge a primeira tentativa de regular a actividade dos corretores de Lisboa, e na segunda metade do século XVIII surgem as primeiras emissões de acções e títulos de dívida pública moderna. O regulamento de 1837 consagra a existência de corretores de valores, e com a aprovação em 1833 do “Código Commercial Portuguez” de Ferreira Borges, a actividade comercial toma o carácter jurídico, definem-se conceitos como “praça de commercio” ou “bolça” e estabelecem-se as regras de funcionamento das mesmas.

³⁶ Regista e controla os valores mobiliários sob forma escritural e ainda, deposita, controla e guarda os valores mobiliários semelhantes e assegura a execução dos direitos patrimoniais: alterações no capital das sociedades, pagamento de rendimentos e amortização de valores.

³⁷ Sociedade Gestora de Sistemas de Liquidação e de Sistemas Centralizados de Valores Mobiliários, S.A. é uma sociedade anónima que tem por objecto a gestão de sistemas de liquidação e de sistemas centralizados de valores mobiliários.

Desde Janeiro de 1769, existem bolsas em Portugal, foi criada primeiramente a Assembleia dos Homens de Negócio que culminou com o aparecimento da BVL resultante de uma resolução régia, com a qual se deu início a ocupação do Torreão da Praça do Comércio, treze anos depois do terramoto de 1755. O Código Comercial Português, de Veiga Beirão de 1888, e o Regulamento das Bolsas de 1889, foram decisivas para o arranque da criação das Bolsas de Valores, construindo a regulamentação que previa a existência de segmentos nas bolsas para negociação de valores mobiliários. É com este código que se regulamentam, pela primeira vez, as operações a prazo.

Em Janeiro de 1891 é criada a Bolsa de Valores do Porto e em Outubro de 1901 a Bolsa de Valores de Lisboa. Em 1891 surge a primeira grande crise financeira, o mercado de capitais português sofreu com isso e os reflexos da conjuntura recessiva atingiram a maior parte dos títulos cotados na BVL, especialmente os títulos de dívida pública.

Do início do século XX ao 25 de Abril de 1974

A 10 de Outubro de 1910, um novo Decreto-Lei veio reorganizar o funcionamento das Bolsas de Valores e instituir o Regimento do Ofício de Corretor, destinado a uma categoria de corretores dedicados exclusivamente à intermediação dos negócios com valores, é aprovado também o Regulamento de Bolsa, que admite a especificidade jurídica do mercado de valores mobiliários e apareceu também o Regulamento do Serviço e Operações das Bolsas de Fundos Públicos e Particulares e Outros Papéis de Crédito que vigorou até 1974. O primeiro vigora até à suspensão de todas as transacções pela Junta de Salvação Nacional. Reabriu mais tarde em 1976/1977, mas só a partir de 1991 é que a BVL cresceu devido à aprovação do Código do Mercado de Valores Mobiliários.

São regulamentadas as operações a contado e a prazo, as datas de liquidação das transacções, os lotes mínimos e máximos, são previstas operações sobre produtos derivados e são regulamentados os horários de negociação. Esses dois têm uma

importância central no mercado de capitais português e permanecem em vigor durante setenta e três anos, até à Revolução de Abril de 1974.

Durante este período, o mercado de títulos português mostra-se pouco activo, devido ao facto de as acções não serem objecto de negociação. Apenas são registadas, esporadicamente, as cotações das acções no boletim da Bolsa, excepto as acções mais importantes de sociedades ligadas ao sector financeiro, as acções das sociedades ligadas à distribuição de água, electricidade e gás, e as chamadas “companhias coloniais”.

No sector obrigacionista, as transações dos títulos de dívida pública e das grandes companhias são as mais frequentes, com formação de cotações em todas as sessões de Bolsa. Após o período instável da implantação da República e da I Guerra Mundial, segue-se um momento de retoma da actividade bolsista, aumentando significativamente os pedidos das sociedades para admitirem as suas acções em bolsa. As acções das sociedades cotadas mais importantes verificaram fortes valorizações, entrando em queda logo após o *crash* bolsista de 1929.

Como resposta à grande depressão, nos Estados Unidos da América são publicados em 1933 e 1934, o *Securities Act* e o *Securities Exchange Act*, e é criada a instituição de supervisão e regulação dos mercados e dos valores mobiliários: a *Securities and Exchange Commission*. É com base neste modelo que se verifica um aumento, por todo o mundo, da criação de entidades de supervisão e regulamentação dos mercados e dos valores mobiliários.

Em Portugal, só 57 anos mais tarde, surge a Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários, a CMVM. Verifica-se para o mercado de capitais português um novo período de recuperação a partir de 1932, o qual é interrompido pela II Guerra Mundial. O ano de 1948 marca uma nova crise com profundos efeitos negativos no funcionamento do mercado de capitais em Portugal. A Câmara dos Corretores chama a atenção para a queda geral do volume das operações, apelando à venda de propriedades em bolsa e a realização de leilões de títulos não cotados como forma de reanimar o mercado. Nas operações a prazo verifica-se uma situação igualmente deficitária, e na altura, acreditava-se que estas podiam contribuir gravemente para o estado depressivo do mercado de títulos, no sentido que permitem a venda, com

intuitos especulativos, de títulos de que se não é detentor, afectando as cotações e prejudicando os interesses dos possuidores de títulos que os adquirem a dinheiro. Em Janeiro de 1950 é realizado em Bolsa o último conjunto de negócios a prazo em Portugal, só retomados com a negociação dos contratos de futuros OT-10 e PSI-20 na Bolsa de Derivados do Porto, aquando da sua inauguração oficial em 20 de Junho de 1996.

O crescimento económico da economia portuguesa na década 60 e inícios de 70 permite o ressurgimento do mercado de capitais a partir de 1972 e até à Revolução de Abril. No entanto, as estruturas obsoletas da BVL não estavam preparadas para um grande aumento do volume de negócios e surgem problemas de liquidação de operações, assim como irregularidades nas cotações dos valores. A promulgação do Decreto-Lei em Janeiro de 1974, surge como tentativa de dar resposta a este problema, reformando a organização e as regras de funcionamento das bolsas de valores. (Nabais: 1987; Justino: 1994)

Do 25 de Abril de 1974 aos dias de hoje

Segundo Carvalho (1998: 5-13), a recessão económica internacional causada pelo choque petrolífero de 1973 permitiu antever dias difíceis para o mercado de capitais português. Mas, foi a tomada do poder político pelos militares em 25 de Abril de 1974 que mais influenciou as Bolsas de Valores de Lisboa e do Porto, encerraram de imediato, sendo que a primeira só reabre em 12 de Janeiro de 1976 para a realização de transacções com obrigações, e em 28 de Fevereiro de 1977, para os negócios com acções. A Bolsa do Porto reabre em 2 de Janeiro de 1981.

A maior parte das sociedades cotadas é nacionalizada após o encerramento das Bolsas quando a BVL reabre definitivamente, com apenas algumas pequenas companhias cotadas. No mercado primário de valores mobiliários não se assistem a emissões de acções até 1981, apenas as obrigações de dívida pública e de empresas nacionalizadas e públicas são emitidas no mercado, com vista à subscrição pública. No entanto, o financiamento junto do mercado de capitais tem pouca importância comparado com o recurso ao crédito bancário e com as transferências orçamentais por parte do Estado.

Em 1985, o Ministro das Finanças Miguel Cadilhe, suscita uma mudança fundamental no mercado de capitais português, convida directamente um conjunto de empresas a entrar na Bolsa, conferindo um importante pacote de benefícios fiscais tanto a emitentes como a investidores. A promulgação de um conjunto sucessivo de diplomas na segunda metade da década de 80 permite dinamizar o mercado português, assistindo-se à regulação do mercado primário e das ofertas públicas e à extinção dos corretores individuais, existentes desde a Idade Média. Até ao *crash* bolsista internacional de Outubro de 1987, o volume transaccionado de valores mobiliários atinge números notáveis, aumentando de 482 mil contos para 197,5 milhões de contos.

Após essa crise o crescimento do mercado nacional é abalado devido à desconfiança por parte dos investidores, e no sentido de recuperar a credibilidade do mercado, as autoridades portuguesas criam a figura do Auditor-Geral do Mercado de Títulos que fica encarregue da supervisão dos intervenientes no mercado, e recriam o Conselho Nacional das Bolsas de Valores. Este está encarregue de informar e aconselhar o Ministro das Finanças sobre assuntos relacionados com o mercado de valores mobiliários e é neste âmbito que se cria em 1988, uma secção especializada com vista à elaboração de um pacote de estudos que permite avançar com a reforma legal, institucional e operativa do mercado de capitais.

Assim, em 10 de Abril de 1991 é promulgado um Decreto-Lei que cria o Código do Mercado dos Valores Mobiliários, ou como era conhecido, o Código Sapateiro, pensado no contexto da nova realidade da economia portuguesa, a adesão à CEE. Com isto, os mercados de valores mobiliários são desregulamentados e liberalizados; as Bolsas detidas pelo Estado, passam para a propriedade e administração das Associações de Bolsa; e o mercado de balcão é regulado pela primeira vez de forma sistemática. Relativamente ao mercado primário, deixa de existir a autorização administrativa para as ofertas públicas. O sistema de registo, controlo e depósito dos valores mobiliários e a compensação e liquidação das operações, tomam uma maior importância.

Com uma importância ainda maior foi criada a entidade responsável pela regulação, supervisão, fiscalização e promoção dos mercados de valores mobiliários: a CMVM. Com a implementação da lei Sapateiro e o ambicioso programa de privatizações levado a cabo a partir de 1989 o mercado de capitais português entra rapidamente numa fase

de crescimento que culmina com a atribuição pela *Morgan Stanley Capital International* do estatuto de “mercado desenvolvido” em Novembro de 1997.

Com efeito, a realização de várias ofertas públicas de venda de grandes empresas nacionais permite que o mercado de capitais obtenha uma dimensão que de outra forma seria improvável. Este programa de privatizações permite também o alargamento da sua base de investidores particulares e institucionais e a possibilidade de diversificação sectorial, uma vez que, era apenas composto por acções de empresas do sector financeiro. Em Julho de 1993 a BVP pede formalmente permissão à CMVM para implementar um mercado organizado de futuros e opções, e em Março do ano seguinte é estabelecido um acordo de especialização de mercados, ficando a BVL com a responsabilidade de desenvolvimento do mercado a contado e a BVP com o mercado de produtos derivados, mais tarde redenominada Bolsa de Derivados do Porto. Ainda nesse ano é criado o Mercado Especial de Operações por Grosso destinado ao registo de transacções de grandes lotes de obrigações. Em Julho de 2000 as transacções com obrigações da dívida pública passam a ser efectuadas no Mercado Especial de Dívida Pública.

O crescimento do mercado português na década de 90 deve ser visto, tendo em conta, o desenvolvimento dos mercados europeus, cada vez mais ligados entre si. A capitalização bolsista e o volume de transacções das bolsas europeias têm vindo a aumentar significativamente, e para tal têm concorrido a diminuição da taxa de rendibilidade dos produtos financeiros tradicionais; as decisões estratégicas empresariais, nomeadamente os processos de fusões e aquisições, têm como finalidade a emissão de novas acções; a alteração do perfil do investidor europeu passa a privilegiar valores mobiliários com maior risco; as iniciativas dos intermediários financeiros de colocar a inovação financeira ao serviço quer dos investidores, quer das empresas; a estratégia comercial das bolsas, com destaque para a maior divulgação dos produtos transaccionados nos seus sistemas de negociação e as iniciativas de criação de novos mercados; e a eliminação do risco cambial no espaço europeu.

A globalização dos mercados de valores mobiliários impôs a necessidade de adopção de uma regulamentação flexível, facilitando a integração do mercado português. Neste domínio, o novo Código dos Valores Mobiliários aprovado pelo Decreto-Lei de 13 de Novembro, procura concretizar cinco ideias principais: codificar, simplificar, flexibilizar,

modernizar e internacionalizar. Ainda em 1999, é aprovado o novo regime jurídico que reestrutura e reorganiza as entidades gestoras do mercado de valores mobiliários, procedendo à sua desmutualização originando a Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, SA., em resultado da fusão entre a BVL e a BDP – a Bolsa de Valores de Lisboa e Porto, BVLP. Num momento em que se fala em concentração das bolsas europeias, a Bolsa Portuguesa não poderá perder a sua importância perante os capitais europeus e mundiais.

Actualmente, a bolsa é gerida por uma associação civil de direito privado sem fins lucrativos, a Associação da BVL composta por associados membros e não-membros. É supervisionada e fiscalizada pela CMVM, referida anteriormente. A BVL está vinculada às regras de funcionamento das bolsas, opera diariamente em sessões normais e pode realizar sessões especiais destinadas a valores mobiliários, não admitidos à negociação mas cujo volume e a sua importância o justifiquem (as Ofertas Públicas de Venda ou de Aquisição) e a transacções de grandes lotes. As sessões normais operam em três segmentos de mercado: Mercado de Cotações Oficiais, que se destina à negociação da dívida pública e de outros fundos públicos e a empresas de maior dispersão do capital social; o Segundo Mercado, direccionado para as emissões de pequenas e médias empresas com uma situação económica e financeira estável; e o Mercado sem Cotações, onde os valores mobiliários são emitidos por sociedades que não reúnem as condições anteriores, mas no entanto, estão constituídas de acordo com o estipulado na legislação.

A BVL designada também como *NYSE Euronext Lisbon* foi integrada na plataforma internacional da *NYSE Euronext*, sua proprietária e um dos maiores mercados bolsistas mundiais derivado à fusão das bolsas de Paris, Bruxelas, Amesterdão e o mercado de derivados de Londres. Com setenta e quatro empresas listadas em Portugal, possui um volume de cerca mil milhões de euros, contribui para que o mercado de capitais português acompanhe o desenvolvimento das bolsas internacionais e permite que os investidores e as empresas cotadas tenham uma exposição internacional e acesso a mercados de elevada liquidez (Tomé, 1999: 61-85; Nabais: 1987; Justino: 1994).

Bolsa de Derivados do Porto

Bolsa oficial dos mercados nacionais de *futuros* e *opções*, esta Bolsa também chamada oficialmente de Bolsa de Futuros e Opções de Portugal, foi criada em 1891 e inaugurada pelo Rei D. Carlos I, inicialmente com a designação de Bolsa de Valores do Porto. Foram-lhe impostas semelhantes condições de regulamentação e legislação da BVL. Depois de entregue à CMVM o Projecto de Regulamento das Operações firmes a prazo, a BVP entrou no segmento do mercado organizado de futuros e opções, passando a chamar-se, Bolsa de Derivados do Porto e separando-se da Associação da Bolsa de Valores do Porto, por quem passou apenas a ser gerida. Em Junho de 1994 encerrou a bolsa de transacções à vista, iniciando um processo de novas funções para reabrir em 1996 como Bolsa de Derivados do Porto, inaugurando a actividade com dois contratos de futuros.

Esta bolsa não proporciona o relacionamento directo dos clientes, estabeleceu um sistema de negociação automático e integrado e uma câmara de compensação integrada. A negociação automática cobre actualmente trinta centros distribuídos por Lisboa e Porto (Saias, 1998: 445).

A Bolsa de Valores

Mercado Primário e Secundário em Portugal

O Mercado Primário caracteriza-se pela emissão de conjuntos homogéneos de valores mobiliários por entidades ou singulares, públicos ou privados, junto dos investidores e pela subscrição de novos títulos. A emissão dos valores mobiliários pode assumir a forma de acções, obrigações do tesouro, fundos públicos, obrigações de empresas privadas, obrigações de empresas públicas, títulos de participação *warrants* e direitos de subscrição, de aquisição e de incorporação. No caso de emissão com subscrição pública será necessário o recurso a interediários financeiros, que organizam o processo e promovem a colocação da emissão.

O Mercado Secundário ganha importância após a transacção inicial no mercado primário, é onde se continua a negociação desses valores mobiliários. Na sua

estrutura, apoiado pelos intermediários, estão as Bolsas de Valores, o Mercado de Balcão e os Mercados Especiais de Operações por Grosso³⁸.

“As Bolsas de Valores são mercados organizados que permitem a realização de operações de compra e venda de valores mobiliários, de forma a assegurar os princípios fundamentais de negociação, isto é, a máxima satisfação do mercado, a adequação dos preços estabelecidos e a transparência das operações realizadas” (Tomé, 1999: 57-60).

Existem três regras pelas quais estes princípios se devem reger: *prioridade-preço*, primeiro devem ser consideradas todas as operações de compra e venda a melhor preço, só depois virão as operações a um preço menos favorável; *prioridade-tempo*, a ordem de registo no sistema determina a prioridade das ofertas caso se verifiquem as condições de igualdade de preços; e ainda, a *maior quantidade transaccionável*, que deve ser assegurada por uma cotação a estabelecer.

O *Mercado de Balcão* é constituído por um conjunto de operações de compra e de venda de valores mobiliários realizados fora da bolsa através de intermediários financeiros ou corretores autorizados. Estes valores mobiliários são, geralmente os das empresas menos importantes e põem os intermediários em contacto directo uns com os outros.

Os *Mercados Especiais* destinam-se a operações com características e dimensões diferentes, não são realizados em bolsa pois põem em causa não só, princípios da máxima satisfação do mercado, mas também a adequação dos preços estabelecidos ou a transparência das operações realizadas e podem ainda questionar a liberdade e lealdade da concorrência. As OPA e OPV são exemplo de transacções neste mercado (Eun e Resnick, 2007).

De acordo com Brigham (1991), o mercado secundário mais activo e importante para os gestores financeiros é o mercado de acções, pois é aqui que os preços das acções das empresas são estabelecidos e o conhecimento do mesmo deve ser tido em conta por todos os envolventes do processo de gestão.

³⁸ MEOG: Transacção de grandes lotes de obrigações, principalmente de dívida pública, com regras de negociação mais flexíveis que na bolsa e sem custos de transacção marginais.

Negociação em Bolsa

Nabais (1987: 17-28) conclui que os preços dos valores mobiliários são fixados de acordo com a lei da oferta e da procura como consequência necessária da recepção diária na BVL de um conjunto de ordens de compra e de venda. Se um determinado valor mobiliário tiver mais ordens de compra do que de venda, isto é, se a pressão da procura exceder a da oferta, os preços tendem a subir até atingirem um nível que permita fazer o negócio. Para se atingir esse nível, alguns compradores afastam-se, devido à subida de preço, enquanto os novos vendedores são atraídos pelos preços. Estabelece-se assim, um novo ponto de equilíbrio. As operações de contrapartida³⁹ existem para melhorar a liquidez de determinados contratos, dependem de um juízo de valor resultante do interesse do mercado.

Na BVL a formação de cotações resulta ainda do tipo de organização a que a negociação está subordinada. Os dois sistemas de negociação que se podem referir são caracterizados com base *numa ou mais chamadas diárias* e outra em *contínuo*. No sistema de *uma ou mais chamadas diárias*, as ofertas de compra e de venda são tratadas em conjunto num ou em vários momentos da sessão previamente destinados, originando um número de cotações diárias limitado. Neste sistema pode aplicar-se a regra de maior quantidade transaccionável e a regra da prioridade-preço, referidas anteriormente.

No sistema de negociação em *contínuo*, as ofertas de compra e de venda são colocadas a qualquer momento, o que pode fazer com que interfiram entre si imediata e individualmente, e podem gerar operações que levam a cotações diárias indefinidas. Assenta na regra prioridade-preço, e com menos valor, na regra prioridade-tempo. Neste tipo de negociação existe um período chamado pré-abertura, de sessenta minutos antes do início da negociação normal. Neste período, são introduzidas, através de um sistema automático, as ofertas de compra e de venda para todos os valores mobiliários, a qualquer preço admissível e tendo em conta o intervalo de variação máxima de preços das ofertas. Esta variação máxima admissível de preços de ofertas é fixada em trinta por cento, com excepção dos casos em que a cotação recente seja inferior a um Euro, onde não haverá lugar à fixação de limite para a variação máxima

³⁹ Operações de compra e de venda de valores mobiliários, executadas em bolsa, através de mecanismos operacionais, que favoreçam a formação adequada das cotações.

admissível de preços de ofertas, desde que este valor não seja excedido. A cotação inicial da sessão (ou preço da abertura) fica estabelecido no momento do encerramento do período de pré-abertura.

Quando ocorre uma transacção que não apresente cotação recente, cuja variação máxima de cotações seja excedida ou que envolva um grande lote, a negociação corrente é interrompida e passa a leilão. O leilão é realizado através do sistema automático e de duração variável, fixada pelo supervisor da negociação. Todos os intervenientes do mercado são chamados a introduzir ofertas pertinentes e a melhor preço no sistema automático. A cotação recente originada pelo leilão é a que corresponde à da operação de maior quantidade ou à média no caso de igualdade entre duas ou mais operações. O fecho das operações obedece à regra da prioridade-preço, e menos usual, à regra prioridade-tempo.

As fracções têm também, neste tipo de mercado, um tratamento específico, representam quantidades de valores mobiliários inferiores ao lote mínimo respectivo. Estas decorrem em paralelo e só podem ser efectuadas quando for registada uma operação com quantidade igual ao lote mínimo. São realizadas por um Operador de Fracção através de um sistema automático. Dentro destes sistemas as ordens são transmitidas sob três diferentes modos: por viva-voz, por sistema automático ou por modo misto. O sistema de viva-voz consiste na colocação verbal das ofertas de compra e de venda, onde o fecho de uma operação é realizado mediante o preenchimento de um impresso apropriado. O sistema automático introduz as ordens em sistema informático, onde também são realizados os fechos de operações. O sistema misto consiste na utilização dos dois sistemas anteriores para os mesmos valores mobiliários. As ordens de compra e de venda são execuções de mandatos denominados – ordens de bolsa. São registadas obrigatoriamente na CMVM e podem ser dadas a qualquer momento das sessões, modificadas e até canceladas a qualquer momento pelo ordenante. As ordens podem ser emitidas às Sociedades Corretoras ou às Sociedades Financeiras de Corretagem verbalmente ou por escrito, isto é, as verbais são dadas presencialmente ou por telefone, escritas pelo intermediário para que o corretor as possa executar; e as escritas realizam-se através de impressos ou por meios electrónicos, tais como o correio electrónico.

As ordens de bolsa requerem identificação do comitente, natureza da transacção, categoria, quantidade e emitente dos valores, tipo de operação e condições em que se deverá realizar, modalidade do preço, prazo de validade da ordem e data em que é dada/transmitida.

Relativamente ao preço, podem ser classificadas **ao melhor**, isto é, não existe limite do preço de compra de venda, pelo que o corretor deve defender a posição do ordenante, comprando ao preço mais baixo e vendendo ao preço mais alto; **com limite de preço**, quando o ordenante especifica um preço máximo ao qual deseja comprar e um preço mínimo ao qual está disposto a vender; **com limite de preço com menção stop**, o ordenante torna-se comprador de certo valor mobiliário quando a cotação deste iguala ou excede o limite estabelecido, ou torna-se vendedor quando a cotação atinga ou seja inferior ao preço estabelecido. Quando a ordem atinge esse valor estabelecido, e tenha sido indicado um segundo limite, converte-se em *ordem com limite de preço*, se não for indicado um limite de preço, converte-se numa *ordem ao melhor*; podem ainda ser **casadas**, quando uma ordem de compra e uma ordem de venda são emitidas simultaneamente, mas em valores diferentes e quando a execução de uma depende da outra. As ordens carecem de um período de validade, que pode ter um prazo determinado (não excedendo os quarenta e cinco dias) ou podem não ter um prazo limite (válida durante todo o mês em que for recebida) (Nabais: 1987; Tomé: 1999).

Uma Oferta Pública de Venda (OPV) é o lançamento por parte de uma entidade, de uma proposta de venda, de um conjunto de valores mobiliários em condições específicas. É considerada pública se possuir alguma forma de comercialização pública, se tiver um número indeterminado de destinatários e se estes forem identificados. São realizadas por intermediários financeiros autorizados, a quem está adjacente o cumprimento do contrato segundo condições de garantia da colocação dos valores no seu todo ou em parte e a aquisição para si própria, ou não, dos valores que não forem adquiridos pelos investidores. O prazo da oferta em mercado dura de dez a trinta dias, inicia-se com a publicação de um prospecto e o seu anúncio de lançamento. Só após cinco dias é que serão aceites ordens pelos intermediários, escritas em impresso pelos investidores.

As Ofertas Públicas de Aquisição (OPA), por outro lado, designam uma proposta de aquisição de determinados valores mobiliários dirigidas ao público. Aparecem como

reforço da participação na sociedade por parte das empresas emissoras, oferecendo aos titulares das acções um preço superior ao da cotação em bolsa. Funciona de forma semelhante à OPV, são obrigatórias quando se faz uma oferta parcial para obtenção de vinte por cento dos direitos de voto de uma sociedade de subscrição pública ou quando se trata de uma oferta geral para obtenção de cinquenta por cento Tomé (1999: 74-76).

Abuso de Mercado

Segundo um relatório da Caixa Geral de Depósitos acerca da Prevenção do Abuso de Mercado (2012), considera-se abuso de mercado, uma situação na qual um investidor obtém uma vantagem económica sobre os restantes investidores que provém da utilização de informação privilegiada (de carácter preciso, que não seja pública, respeitante a emitentes e capaz de influenciar o preço) ou de práticas de manipulação do mercado. Isto contribui para a acentuação das assimetrias entre investidores. Na legislação nacional o abuso de mercado está regulado no Código dos Valores Mobiliários. A Directiva de Abuso de Mercado regula a forma como os emitentes divulgam ao público a informação privilegiada relativa aos seus valores mobiliários. Nela consta que o abuso de mercado ocorre nos casos em que os investidores sejam lesados por terceiros que utilizem informação confidencial (*insider trading*) ou que propaguem informações falsas ou enganosas.

Qualquer interveniente pode ser acusado por comportamentos de abuso de mercado e por isso os intermediários financeiros têm o dever de garantir a transparência e regulação do funcionamento do mercado e de defender a integridade do mercado através de duas medidas: criação de *grey lists*, onde constará a identificação das pessoas cuja actividade permite aceder a toda a informação privilegiada, por exemplo, os gestores de fundos de investimento e os corretores de bolsa; e a aplicação de *window trading* a categorias de pessoas com acesso a informação sensível, definindo os períodos temporais nos quais as pessoas autorizadas ao acesso podem transaccionar acções. Uma empresa cotada pode estabelecer determinadas datas em que os gestores podem transaccionar as acções dessa empresa.

Consta também no relatório, a existência de três tipos de comportamento que podem consistir em crimes de manipulação de mercado: (i) divulgação de informações fictícias

sobre emittentes de valores mobiliários no mercado; (ii) a realização de operações fictícias com o objectivo de alterar o preço de referência dos valores mobiliários; (iii) e outras práticas fraudulentas que alteram artificialmente o funcionamento normal do mercado. Fala-se de actos que são susceptíveis de modificar as condições de formação de preços, as condições normais da oferta e procura de valores mobiliários e as condições normais de lançamento e de aceitação de uma oferta pública.

Operações de Bolsa

Ainda no mesmo relatório da CGD, acerca da Prevenção do Abuso de Mercado (2012), pode-se referir em relação ao funcionamento regular do mercado que são os corretores que recebem as ordens de compra e de venda dos seus clientes ao longo do dia sobre o mesmo valor mobiliário. A função de compensação assegurada pela Câmara de Compensação tem o objectivo de agregar e compensar todas estas operações sobre o mesmo título de forma a evitar a liquidação de cada uma das operações. Esta acontece três dias úteis após a data de negociação dos activos, nesse momento o corretor recebe a quantidade de acções correspondentes ao saldo longo, ou entrega as acções correspondentes ao saldo curto. Ao mesmo tempo ele pode pagar ou receber o devido valor em euros da respectiva posição compensada.

Manipulação de Mercado

Segundo a CMVM (2012), as práticas consideradas como sinais de manipulação de mercado são as transacções fictícias onde não existe alteração económica do instrumento financeiro; o *painting the tape* que consiste na transacção que adquire visibilidade através de gráficos intradiários para o público, criando uma impressão sobre as movimentações dos preços; a concertação entre pessoas que adquirem instrumentos financeiros numa Oferta Pública de Subscrição Inicial no sentido de adquirirem em maior quantidade assim que se inicia a sua negociação; a introdução da ordem sem intenção de a executar, a um preço mais alto ou baixo do que a oferta de venda ou compra anterior; a manipulação inter-mercados com o objectivo de influenciar o preço do um instrumento financeiro ou de um outro com ele relacionado; a compra seguida de disseminação de informação falsa e de venda (*Pump and Dump*), que

consiste na aquisição de uma posição longa⁴⁰ num instrumento financeiro e posteriormente na disseminação de informação enganosa de natureza positiva acerca do mesmo; entre outras.

PSI, o Índice Nacional

NYSE Euronext é o primeiro mercado de bolsa pan-atlântico e um dos maiores mercados bolsistas mundiais, gere a maioria das trocas financeiras no Mundo em bolsa de valores entre Europa e EUA, possui diversos índices tais como o da a Bélgica, França, Holanda, Portugal, Reino Unido e Estados Unidos. Permite ao mercado de capitais português o acompanhamento do desenvolvimento das bolsas internacionais, e exposição internacional dos investidores e empresas cotadas garantindo-lhes o acesso privilegiado a mercados de elevada liquidez. Estes índices fornecem aos investidores *benchmarks* (referências de excelência) que medem o valor de vários sectores e economias.

O PSI 20 foi lançado com duas finalidades, a de agir como uma referência para o mercado de capitais português e a de agir como activo subjacente (*underlying*) para o mercado de futuros. O seu retorno depende do desempenho da *Euronext Lisbon*. É um índice ponderado de referência que considera o lote das vinte empresas portuguesas cotadas com maior peso (capitalização bolsista) e maior influência na bolsa portuguesa. Dá a conhecer a evolução dos preços dessas vinte empresas e das acções com maior liquidez, seleccionadas perante um conjunto de todas as empresas cotadas na *Euronext Lisboa*. Os movimentos significativos nas cotações dessas empresas, irão arrastar consigo o PSI 20. Quando o seu peso é menor, a influência será muito pequena nos seus movimentos (*NYSE Euronext Lisbon: 2012*).

Por forma a ter no Índice as empresas que mais interesse despertam nos investidores, a gestora do mercado accionista realiza revisões semestrais, tendo como factores decisivos a liquidez e a dispersão em bolsa. Nesta, é efectuada a substituição de empresas com menor liquidez por outras que constem no topo da lista de espera, a

⁴⁰ Tomar uma posição curta: comprometer-se a entregar o activo em determinada data no futuro, espera-se que o valor do futuro desça.
Tomar uma posição longa: comprometer –se a receber o activo em determinada data no futuro, espera-se que o valor do futuro aumente.

waitinglist. Quando uma empresa sai desse lote de vinte empresas, pode ter consequências, nomeadamente na visibilidade das empresas, originando uma perda de investimento para essa empresa, perde não só notoriedade mas liquidez. Em relação à notoriedade da empresa, o facto de ser um conjunto das melhores empresas portuguesas no mercado de capitais, propicia uma apreciação da própria cotação em bolsa. Apesar de saírem do PSI 20, as empresas continuam a executar deveres de empresas cotadas, devem continuar a informar a CMVM sobre todos os factos relevantes. Em termos fiscais não existem alterações.

Os critérios desta *waitinglist* relacionam-se, uma vez mais, com a liquidez, o valor em bolsa, o volume de negociação da empresa, a dispersão e as expectativas para o comportamento da empresa no mercado accionista (Económico Online: 2012).

Momentos chave que influenciaram o PSI 20 nos últimos anos (2007 a 2012) segundo o Dinheiro Vivo (2011) e o Económico Online (2012):

2007:

17 Agosto: O valor das acções europeias desce devido às primeiras notícias do *subprime*.

2008:

2 Janeiro: Petróleo supera pela primeira vez a barreira dos 100 dólares.

21 Janeiro: PSI 20 desce 5,83% após o anúncio da falência do banco *Bear Stearns*⁴¹.

15 Fevereiro: Governo Britânico nacionaliza o banco *Nothern Rock*⁴².

26 Junho: O valor do petróleo supera os 140 dólares.

15 Setembro: O quarto maior banco dos EUA, Lehman Brothers declara falência.

⁴¹ *The Bear Stearns Companies, Inc.* era uma dos maiores bancos de investimentos, com sede em Nova Iorque, foi afectado pela crise do *subprime* em 2008. Perdeu liquidez e foi comprado pelo *JP Morgan Chase* no valor de 270 milhões de dólares, cerca de 10% do valor de mercado, *in The New York Times* (2008).

⁴² *A Northern Rock, ex London Stock*, é um banco britânico, em 2008 foi nacionalizado, passando os seus activos para o Governo Britânico, sendo uma das principais empresas a cair na crise económica mundial.

2009:

3 Novembro: Governo português anuncia a nacionalização do Banco Português de Negócios, a primeira desde o 25 de Abril, originado pela situação de perdas acumuladas do banco que rondavam os 700 milhões de Euros.

2010:

22 Abril: Agência de notação financeira *Moody's* reduz o *rating* da dívida grega de A2 para A3, aproximando-se do risco de crédito moderado.

27 Abril: Agência de notação financeira *Standard & Poor's* corta o *rating* da Grécia para o nível considerado lixo.

03 Maio: Grécia protagoniza o primeiro resgate financeiro do Euro.

14 Junho: Agência de notação financeira *Moody's* anuncia um corte do *rating* da dívida pública grega em quatro níveis para lixo.

06 Outubro: Ministro das Finanças português, Teixeira do Santos deixa o aviso: "Se os juros da dívida chegarem aos 7%, o Governo tem de colocar a hipótese de recorrer ao FMI e ao Fundo Europeu".

08 Novembro: Agência de notação financeira *Fitch* corta o *rating* de quatro bancos portugueses - BCP, BES, BPI e Banif.

22 Novembro: Seis meses depois da Grécia, Irlanda recorre à ajuda internacional. A agência S&P corta o *rating* da Irlanda em dois níveis.

09 Dezembro: Agência *Fitch* reduz em três níveis o *rating* da dívida irlandesa para BBB+.

2011:

14 Janeiro: A mesma agência corta o *rating* da Grécia para o nível considerado lixo.

02 Fevereiro: S&P baixa *rating* da Irlanda em um nível para A-.

23 Março: Primeiro-ministro português, José Sócrates faz uma declaração ao país, onde anuncia a sua demissão do Governo.

29 Março: S&P corta o *rating* de Portugal pela segunda vez em cinco dias a um nível acima de lixo.

01 Abril: Fitch corta o *rating* de Portugal deixando-o também a um nível apenas acima de lixo.

06 Abril: O Primeiro-ministro anuncia a Portugal que vai recorrer à ajuda externa financeira.

02 Maio: O ouro atinge o valor mais elevado de sempre, nos 1.577,4 dólares a onça *troy*.

16 Maio: Os Ministros das Finanças da Zona Euro e da UE aprovam plano de ajuda a Portugal.

15 Junho: Os títulos da banca nacional registam fortes desvalorizações. As acções do BCP fecham a 0,413 Euros enquanto o BPI atinge um novo mínimo de quinze anos. O BES e o Banif recuam 3% e 2% respectivamente.

2012:

6 Julho: *Moody's* baixa o *rating* de Portugal para lixo.

12 Agosto: Primeira avaliação positiva da *Troika* a Portugal.

1 Setembro: As empresas do PSI 20, registaram lucros inferiores ao período homólogo, ou seja, menos 2,86 por cento devido aos prejuízos do BCP resultantes de provisões feitas evitando o risco da exposição à Grécia.

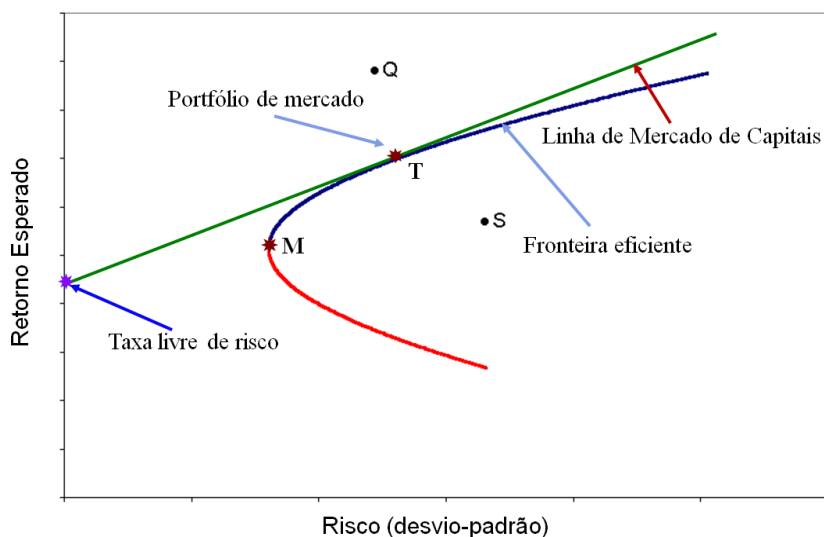
CAPITULO III – MODELOS DE AVALIAÇÃO DAS EMPRESAS COTADAS

Neste capítulo descrevem-se alguns modelos mais comuns observados na revisão de literatura. Escolheram-se os seguintes modelos com características específicas de forma a entender se a distinção entre os mesmos influencia a sua veracidade aquando da sua aplicação prática.

III.1 Modelo *Tobin*

Neste modelo analisam-se as carteiras de investimento admitindo que um investidor pode aplicar parte da sua riqueza num activo sem risco e que pode ser financiado a uma taxa de juro sem risco. Este é um activo cuja taxa de rentabilidade é certa, usam-se geralmente títulos de dívida pública e vem modernizar o Modelo de *Markowitz* que apenas se tinha a possibilidade de investir em activos com risco. A introdução de um activo sem risco na carteira de investimentos permite ao investidor obter carteiras mais eficientes do que as que se situam sobre a fronteira eficiente dos activos com risco de *Markowitz*. Esta fronteira eficiente representa as oportunidades de investimento que apresentam um maior retorno esperado para um certo nível de risco e um menor risco para o mesmo retorno esperado. As aplicações ou financiamentos à taxa de juro sem risco podem ser combinadas numa qualquer carteira eficiente de activos com risco (Pinho e Soares, 2006: 43-49).

Figura 1: Fronteira Eficiente de *Markowitz*



Fonte: Blog Finanças e Investimentos (2010)

Pressupostos do modelo:

Os investidores tendem a acumular um certo conjunto de activos financeiros e monetários (moeda) e decidem como elaborar uma carteira com estes dois tipos de activos. Os activos monetários permitem acumular riqueza, distinguem-se pelo facto de terem um preço fixo enquanto nos activos financeiros esse preço varia, implicando que a riqueza mantida em forma de moeda tenha um valor certo e a riqueza mantida em títulos tenha um valor incerto. O preço do título varia inversamente com a taxa de juro, expondo o investidor ao risco. Quanto maior o risco que se assumir, maior será o rendimento dos juros ganhos. Estão positivamente relacionados Neto (2005: 6-9).

O retorno sobre uma dada carteira é dado pela proporção dos títulos financeiros, pelo ganho de capital e pela taxa de juro corrente:

$$E(R) = A2 i,$$

Onde,

$A2$ = proporção de activos mantidos em títulos

i = taxa de juro

Assumindo que o ganho esperado será zero (pois as futuras taxas de juro são incertas), o rendimento esperado pelos ganhos de capital será nulo.

O modelo destaca dois pontos importantes, os investidores diversificam a sua carteira e mantém activos financeiros e monetários ao mesmo tempo. Ainda que o retorno esperado sobre os títulos seja maior que o esperado sobre a moeda, os investidores irão reter moeda para a criação ou acumulação de riqueza pois o seu retorno é mais seguro. Um aumento da taxa de juro pode ser um aumento no pagamento recebido por assumir o risco. Quando o pagamento dos juros é aumentado, o investidor individual dispõe-se a correr um maior risco aplicando uma proporção maior da sua carteira no activo com risco (títulos) e uma proporção menor no activo sem risco (moeda) (Neto: 2005).

III.2 Modelo Arbitrage Pricing Theory

O modelo de avaliação por arbitragem⁴³ *Arbitrage Pricing Theory* foi elaborado por Steven Ross em 1977 com base na arbitragem e não é, por isso, um modelo de equilíbrio geral. A rendibilidade esperada dos activos ou de uma carteira de activos decorrente do modelo APT apresenta a mesma forma que a do modelo CAPM, sendo uma extensão deste último. No entanto, contrariamente ao modelo CAPM, não são estabelecidos pressupostos quanto à função utilidade dos investidores, quanto à distribuição empírica da rendibilidade dos activos, ou quanto à perfeição dos mercados de activos financeiros quanto à fiscalidade, custos de transacção e informação. (Pinho e Soares, 2006: 67)

O modelo de avaliação por arbitragem estabelece uma relação linear entre o excedente do retorno esperado dos activos face à taxa de juro sem risco e várias variáveis. Pressupõe que a taxa de rentabilidade de um activo com risco é uma função linear de um conjunto de factores comuns a todos os activos financeiros. Pode-se estabelecer uma relação entre o excedente de rendibilidade do activo financeiro e o excedente desses factores sistemáticos (imprevisíveis) face ao valor esperado.

⁴³ Arbitragem significa construir uma carteira de custo zero, sem risco e com rendibilidade positiva.

Tem como ideia subjacente, a constituição de uma carteira de não arbitragem, ou seja, uma carteira que não envolve qualquer risco (sistemático ou específico) e não requer investimento inicial pois a venda de certos activos gera fundos para adquirir novos. Para que se exclua a arbitragem, a rendibilidade da carteira deve ser nula⁴⁴.

Relação da rendibilidade esperada para qualquer activo a ser inserido numa carteira diversificada, na ausência de arbitragem:

$$r_j - E(r_j) = + \sum_{i=1}^K \beta_{j,i} F_i + \varepsilon_j$$

Sendo que,

$E(r_j)$ = Rendibilidade esperada de um activo j

$F_i = f_i - E(f_i)$ representa o desvio do factor sistemático f_i face ao seu valor esperado

$\beta_{j,i}$ = Sensibilidade da taxa de rendibilidade do activo j face a cada factor k ($i=1,2,3...K$)

ε_j = risco específico de cada activo j assumindo que este tem média zero e é independente dos outros factores, é anulado via diversificação por isso não é considerado:

$$E(\varepsilon_j) = 0 \quad cov(\varepsilon_j, f_i) = 0$$

O modelo pode incorporar várias variáveis explicativas, para as identificar deve-se analisar as que captam novas informações (e por isso o seu valor é nulo) relativamente a factores de impacto global. Como exemplo de factores de riscos globais de mercado, os quais não são diversificáveis e que não se podem evitar, tem-se o índice de produção industrial ou as taxas de inflação não antecipadas (Pinho e Soares, 2006: 68-71).

⁴⁴ Caso contrário, os investidores obtiam ganhos adquirindo um dos activos e vendendo o outro, sem que houvesse qualquer investimento e sem incorrer qualquer risco.

Para Brealey et al (2011: 227-230) o modelo *Arbitrage Pricing Theory* não tem a ver com estas carteiras eficientes mas, começa por assumir que o retorno de cada acção depende em parte de influências macroeconómicas ou factores de eventos que são únicos de cada empresa.

A teoria não diz quais são os factores, pode ser o preço do petróleo ou as taxas de juro. O retorno da carteira de mercado pode ou não servir como um factor. Algumas acções vão ser mais sensíveis a factores particulares. Para uma acção individual existem dois tipos de risco: derivados de factores macroeconómicos e risco específico de cada empresa. A diversificação apenas elimina este risco e os investidores diversificados podem ignorá-lo decidindo pela compra ou pela venda da acção. O *prémio de risco esperado* de uma acção é afectado pelo factor ou risco macroeconómico e não pelo específico.

O modelo mostra que o prémio de risco esperado deve depender do prémio de risco de mercado associado a cada factor e à sensibilidade da acção a cada factor. Uma carteira diversificada que é construída para ter não ser influenciada pelos factores macroeconómicos é essencialmente sem risco, e por isso, deve ser fixado o preço de forma a oferecerem uma taxa de juro sem risco. Se a carteira oferecer um retorno elevado, os investidores podem fazer ganho sem risco (ou arbitragem) através de empréstimos para comprar a carteira. Se oferecer um retorno baixo, pode-se fazer um ganho de arbitragem através da estratégia contrária, vender carteiras diversificadas sem influência macroeconómica e investir em Certificados de Aforro e *Treasury Bills*. O segundo parâmetro tem a ver com a carteira diversificada construída para ter exposição a um factor que irá oferecer um prémio de risco que varia com uma proporção directa à sensibilidade desse factor na referida carteira (Brealey et al, 2011; Pinho e Soares, 2006).

III.3 Modelo de Três Factores Fama – French

Fama e French (1992: 427-465) começaram por observar que duas classes de acções tendem a ter um melhor desempenho que o mercado como um todo: as acções de empresas com uma capitalização baixa e as acções com um Rácio *Price-Book Value*

elevado. Este rácio é a relação entre a cotação e o valor contabilístico (ou Book Value) que indica o quanto a cotação está acima do valor patrimonial da empresa. Este modelo utiliza três factores: um factor de mercado, um factor relacionado com o tamanho da empresa e um outro factor de valores de mercado.

Estes economistas acrescentaram dois factores ao CAPM para se analisar a exposição de uma carteira perante essas duas classes de acções:

$$r - Rf = \beta_3 x (Km - Rf) + bs x SMB + bv HML + \alpha$$

Onde,

r = Taxa de retorno de uma carteira

Rf = Taxa de retorno sem risco

Km = Retorno do mercado

β_3 = Três factores do *beta*, são idênticos ao *beta* clássico (sozinho), apenas se acrescentam mais dois factores para fazer parte da análise.

SMB e HML = *Small cap minus big* (capitalizaçãoo bolsista baixa menos a maior) e *high price-book value minus low* (price-book value maior menos o menor) para medir os retornos históricos em excesso verificadas para as capitalizações baixas e o valor das acções sobre o mercado como um todo.

bs e bv = Valores de 0 a 1, onde $bs = 1$ seria uma carteira com uma capitalização pequena; $bs = 0$ seria elevada capitalização; e $bv = 1$ seria uma carteira com um rácio elevado de price-book.

α = resíduo do modelo referente à carteira

Figura 2: Eixos do Risco - Modelo de Três Factores

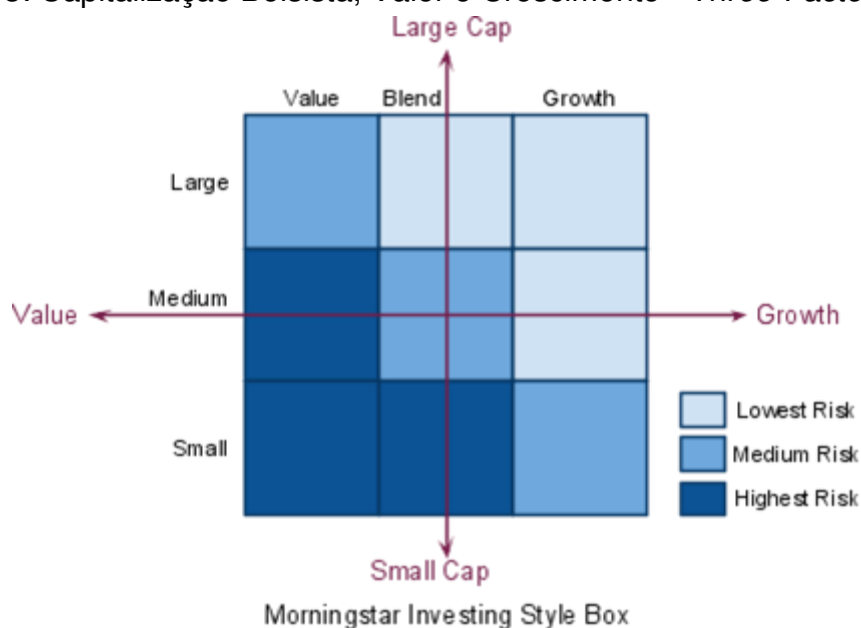


Three-Factor Model: Risk Axes

Fonte: *The Bogleheads.org* (2012)

O modelo é usado para explicar o desempenho das carteiras através de regressão linear, só que aqui, os dois factores extra dar-lhe-ão dois eixos adicionais.

Figura 3: Capitalização Bolsista, Valor e Crescimento - *Three-Factor Model*



Fonte: *The Bogleheads.org* (2012)

Sintetizando, os três factores juntos representam praticamente todo o comportamento de uma carteira. A história indica que um pequeno valor aparece para proporcionar retornos mais elevados e uma maior volatilidade que o mercado geral. Em particular, este modelo melhora o que parecia uma falha no argumento de Tobin (1958), pois este referia que com elevado risco os investidores devem comprar títulos do índice geral, enquanto Fama e French apresentam como alternativa a adição de um valor pequeno na carteira.

Os factores em estudo neste modelo são específicos de um país e conclui-se que os factores locais proporcionam uma explicação melhor da variação nas séries temporais do retorno de um activo do que os factores globais (Fama e French, 1992).

III.4 Modelo de Factores Múltiplos

Os modelos *multi-factor* englobam múltiplos factores para explicar os preços de activos de equilíbrio, dos títulos de um investidor ou de uma carteira de mercado. Mediante a comparação entre dois ou mais factores, analisa as relações entre as variáveis e o desempenho resultante do título. Essa comparação de factores é feita com a seguinte fórmula, segundo (Rosenberg, 1987: 1-2):

$$R_i = a_i + \beta_i (m) + R_m \beta_i (1) F_1 + \beta_i (2) F_2 + \dots + \beta_i (N) F_N + e_i$$

Onde,

R_i = Retorno de um título i

R_m = Retorno do mercado

$F (1,2,3, N)$ = Número de factores utilizados

β = Beta respeitante a cada um dos factores incluindo o mercado (m)

e = erro

1 = Intersecção

Estes modelos são usados para construir carteiras com determinadas características, tais como o risco ou o controlo dos índices. Ao construir um modelo *multi-factor*, é difícil decidir quantos e quais factores que se deve incluir. Um exemplo, o modelo de Fama e French tem três factores: o tamanho das empresas, *book-to-market*⁴⁵ e valores de retorno em excesso no mercado. Os modelos serão avaliados de acordo com números históricos, com os quais não se podem prever com precisão valores futuros. Explicam contingências, tais como mudanças na taxa de juro ou de inflação. São constituídos por três categorias principais: *modelo de factor-estatístico* que explica os riscos inerentes e específicos de um investimento; *modelo de factor-fundamental* que engloba os riscos para uma indústria ou mercado que, por sua vez, podem afectar uma carteira de mercado; e *modelo de factor-macroeconómico* que considera os riscos relevantes da economia em geral (Rosenberg, 1987: 4-9).

⁴⁵ *P/B ratio*: comparação do *Book-Value* de uma empresa com o seu preço de mercado actual. *Book-Value*: valor de um activo de acordo com o seu balanço.

III.5 Single - Factor Models

Estes modelos são conhecidos, segundo Schaffer (2002: 24-27), por modelos de risco sistemático de um único factor (*One Factor Systematic Risk Model*) e representam uma decomposição dos factores comuns a todas as empresas e dos factores específicos de uma empresa que influenciam o retorno de um título.

As flutuações dos retornos de um título relacionadas com as flutuações de outro título (a correlação entre os dois) não dependem das características individuais dos dois títulos, pelo contrário, essa relação ou co-variância entre títulos ocorre devido às suas relações com o mercado no geral.

Se forem os dois correlacionados positivamente com o mercado, então serão correlacionados positivamente entre si. Apenas com um único factor: o mercado, se conseguem assumir co-variâncias entre títulos.

III.6 Modelo CAPM

Rendibilidade e Risco

Para iniciar este ponto deve definir-se primeiro os conceitos de rendibilidade e de risco, por forma a introduzir o modelo e as suas implicações. O rendimento tem a ver com o valor esperado da distribuição de probabilidades da taxa de rendibilidade potencial associada a um título ou carteira de títulos. O risco corresponde ao desvio-padrão da distribuição de probabilidades da taxa de rendibilidade.

Em Pinho e Soares (2006, 53-54), agindo racionalmente, um investidor irá tentar minimizar o risco das suas aplicações à medida que procura maximizar a rentabilidade das mesmas, o que se traduz numa contradição, pois quanto maior a rentabilidade esperada, maior será o risco associado. Perante este cenário existe o pressuposto da não sociedade e da aversão ao risco, isto é, o investimento com maior rentabilidade esperada será escolhido por aqueles que quiserem manter o mesmo nível de risco,

enquanto um investimento com menor risco será escolhido pelo investidor que tiver à escolha vários investimentos de igual rentabilidade.

Em relação ao risco de um título, apenas se pode ter conhecimento da rentabilidade do título após serem revelados os valores de início e final do horizonte temporal do investimento, bem como a remuneração pela posse durante esse período de tempo. A estimativa da taxa de rentabilidade esperada para um título é calculada sob as expectativas acerca da remuneração possível segundo cenários decorrentes da evolução desse activo financeiro. O nível de risco associado ao investimento em determinado título corresponde ao grau de variabilidade da taxa de rentabilidade face ao valor esperado. O risco de uma carteira de títulos deve ser medido consoante o risco de cada um dos títulos que a compõem, pelo peso relativo do título e pela correlação entre as taxas de rentabilidade esperadas pelos diferentes títulos.

Existe uma Estratégia de Diversificação que permite diminuir o risco de investimento. Uma Carteira Diversificada possui um nível de risco, que se pode chamar, Risco de Mercado ou sistemático, porque compreende todos os factores que afectam o comportamento de todos os títulos no mercado tais como o nível das taxas de juro, o preço das matérias-primas ou os ciclos económicos. Existe um outro tipo de risco, o Risco Específico ou não sistemático, que pode ser reduzido e até mesmo eliminado através da diversificação, pois compreende os factores que afectam apenas um conjunto limitado de títulos.

Pode também definir-se a Carteira Óptima, que deverá situar-se na Fronteira Eficiente e maximizar a utilidade esperada pelo investidor. A Fronteira Eficiente considera um conjunto de carteiras de variância mínima para cada nível de rentabilidade que é possível obter tendo em conta os títulos individuais disponíveis (Pinho e Soares, 2006).

Fontes de incerteza

Existem vários tipos de riscos que influenciam as decisões dos investidores e gestores, nomeadamente: de gestão, movimentações de mercado, de liquidez, retirada prematura, de indústria, político, fiscal, falência ou de taxa de juro. O risco é proveniente de duas fontes, uma parte do risco de um investimento individual diz

respeito aos riscos específicos da empresa e a outra parte está relacionado com o mercado e sua amplitude que afectará todos os investimentos. Uma empresa pode deparar-se com as seguintes categorias de riscos: específico do projecto, um projecto individual pode ter fluxos de caixa maior ou menor do que o esperado; competitivo, o lucro e os fluxos de caixa de um projecto podem ser afectados pelos concorrentes; específico de indústria, cobre factores que têm impacto sobre os resultados e fluxos de caixa de uma indústria específica; internacional, decorre da existência de fluxos de caixa numa divisa diferente da divisa com a qual se medem os ganhos e se fixa o preço de acções; e por último, o mercado reflecte o efeito dos ganhos e fluxos de caixa de factores macroeconómicos que afectam todas as empresas.

CAPM – Capital Asset Pricing Model

Desenvolvido por Jack Treynor (1962), William Sharpe (1964), John Lintner (1965), e Jan Mossin (1966), é baseado nas teorias de Harry Markowitz (1952) sobre a teoria moderna de carteira de acções⁴⁶. É um modelo de equilíbrio geral do Mercado de Capitais, no qual as suas relações permitem estimar a rendibilidade esperada para um título em função da taxa de rentabilidade esperada para o mercado de capitais. Num mercado em equilíbrio, remunera os investimentos em função do nível de risco. É apenas esta parte do risco que não pode ser eliminado pela diversificação, que poderá ser remunerada. O prémio de risco de um título relaciona-se com a contribuição desse título para uma carteira de títulos diversificada.

Por forma a reduzir o risco no investimento de acções, os investidores apostam na diversificação, isto porque, através da diversificação, o risco individual de um título pode ser eliminado através da integração desse risco numa carteira de mercado, cada acção tem um risco que irá afectar o risco de todas as constituintes da carteira.

Uma das ideias subjacentes ao Modelo é a de que, os investidores esperam uma recompensa pela espera e pela preocupação dos investimentos que realizam. Quando se investe em acções com risco, espera-se um retorno extra ou um *prémio de risco*. Explica o comportamento dos preços de títulos e fornece um mecanismo que possibilita

⁴⁶ *William Sharpe* recebeu em 1990 o Prémio Nobel da Economia juntamente com *Markowitz e Merton Miller*. Os campos de investigação destes autores são a economia e as finanças, sendo reconhecidos mundialmente no meio.

aos investidores avaliar o impacto do investimento num título sobre o risco e o retorno da carteira como um todo. Por outras palavras, a taxa de retorno esperada ou exigida pelos investidores depende de dois factores: a compensação pelo valor do dinheiro no tempo e o prémio de risco, que depende de *beta* e do prémio de risco de mercado.

Na prática, idealiza que ao longo do tempo, o retorno aumenta com o *beta*. Explica a rendibilidade esperada de um título através de uma taxa de juro sem risco (Certificados de Aforro ou *Euribor*) e da rentabilidade que o mercado oferece acima dessa taxa de juro sem risco. Calculado através do *beta* (β), que é a proporção ou direcção da variação do título perante a variação verificada do mercado geral, acima dessa taxa de juro sem risco. A isto se chama, *prémio de risco*, por se optar por um activo com risco. Esse rendimento que se obtém acima do rendimento da taxa de juro sem risco (acima do rendimento certo a receber), são auferidos pelos activos com rendimento incerto. O modelo possui duas componentes: a taxa de juro sem risco para um ano seguinte e o rendimento do mercado accionista no geral nesse mesmo ano (para um índice, que nesta dissertação é o PSI20). O rendimento esperado do mercado geral será face a uma taxa de juro sem risco e a variação do título face a essa variação.

Assim, decompondo o modelo, tem-se a *taxa de juro sem risco* com um rendimento certo e o *prémio de risco* que representa o prémio que o investidor deve receber por optar por um activo com risco em deterioração da escolha de um activo certo, sem risco, tais como obrigações ou fundos de investimento.

De acordo com Pinho e Soares (2006, 55-58), o modelo pode resultar se se assumir que o mercado accionista é dominado por investidores diversificados, preocupados apenas com o risco de mercado geral, onde estão inseridos e onde realizam os seus investimentos. O que faz sentido quando se fala num mercado dominado por grandes instituições e até as pequenas empresas que podem diversificar a baixo custo. A execução dos gráficos da Recta do Mercado de Capitais, que representa a relação entre o retorno esperado e *beta*, pode ser demonstrada ao longo de uma recta com uma inclinação como o resultado de uma combinação do risco e do retorno esperado. Estabelece um padrão para outros investimentos, os investidores estarão dispostos a manter outros investimentos apenas se oferecerem igualmente boas perspectivas. O prémio de risco esperado de um investimento deve estar sobre a Recta do Mercado de Capitais.

Se o título oferecer um retorno elevado, os investidores (diversificados) comprarão em maior quantidade, o que fará o preço subir e a taxa de retorno descer para um nível previsto pelo modelo. Esta lógica funciona para acções com um *beta* qualquer, e por isso, é aqui que o modelo faz sentido, assim como o prémio de risco esperado de um investimento deve ser proporcional ao seu *beta*. Conhecido como β , é o rendimento do título em relação mercado geral acima da taxa de juro.

Para Damodaran (2002: 76-159), este modelo usa a variância como uma medição do risco. Especifica que, apenas a parcela da variância que não é diversificável poderá ser remunerada, mede o risco não diversificado através de *beta*, que assume um valor à volta de 1. Transforma o *beta* no retorno esperado:

$$R' = Rf + \beta(Rm - Rf)$$

Onde,

R' - Rendibilidade esperada do título

Rf- Taxa de juro sem risco = rendimento certo

Rm- Rendibilidade do mercado geral

β – Direcção e Variação de um título em relação ao mercado

Calculando o Beta:

Basicamente, o factor *beta* mede a contribuição marginal de uma acção no risco da carteira de mercado. As alterações nas taxas de juro, políticas monetárias, preços do petróleo, taxas de câmbio e muitos outros factores macroeconómicos afectam todas as empresas e os retornos de todas as suas acções. Pode-se avaliar o impacto destes factores fazendo um acompanhamento regular da taxa de retorno num *portfolio* de mercado⁴⁷ de todos os títulos financeiros. O risco depende da exposição dessa acção aos factores macroeconómicos e pode ser entendido como variação proporcional do

⁴⁷ Carteira de Mercado: *Portfolio* de todos os activos de uma economia. Usa um índice representativo do mercado de acções, tais como o *Standard & Poor's Composite Index 500*, um dos mais populares. Este *portfolio* deve incluir todos os activos da economia mundial, não apenas acções mas também obrigações, títulos em moeda estrangeira, entre outros.

retorno de um título em relação ao retorno da carteira de mercado, isto é, do mercado em geral. Essa sensibilidade é conhecida por *beta* (Gitman, 2008: 409-410).

É através de um fundamento histórico que se pode prever *beta*, e saber qual a sua variação ao longo dos anos. O *beta* quando positivo desenvolve uma correlação no mesmo sentido e quando negativo desenvolve no sentido oposto, quando iguala a zero é porque não existe correlação e quando iguala a 1 é porque está em concordância com o mercado. Ou seja, a acção em causa é representativa do índice estudado.

III.7 Comparação dos Modelos

Para Brealey et al (2011: 227-230), o modelo CAPM enfatiza que os investidores preocupam-se com a sua riqueza no futuro. Os investidores podem habituar-se a um padrão de riqueza, e por isso, a incerteza ou a eventual pobreza amanhã, poderá ser difícil de suportar se se tiver um bom nível de riqueza desde o passado. Estes investidores não se focam somente no valor corrente dos seus títulos financeiros, verificam o histórico a nível de lucros ao longo do tempo.

CAPM VS APT

O modelo CAPM começa com uma análise de como os investidores constroem carteiras eficientes, o modelo APT não tem a ver com estas carteiras eficientes, mas começa por assumir que o retorno de cada acção depende em parte de influências macroeconómicas ou factores relacionados com eventos que são únicos de uma empresa. Ambos salientam que o retorno esperado depende do risco decorrente da economia global e não é afectado pelo tal risco específico. Os factores do modelo APT representam carteiras específicas que tendem a estar sujeitas a uma influência comum. Se o prémio de risco esperado para cada uma dessas carteiras for proporcional ao *beta* da carteira de mercado, então estes dois modelos terão a mesma resposta. Esta carteira de mercado do modelo CAPM não aparece no modelo APT, e por isso, não tem a preocupação de mensurar a carteira de mercado. Pode-se testar o modelo APT mesmo que se tenham apenas dados de uma amostra de activos com risco. Este

modelo não indica quais os factores essenciais, ao contrário do modelo CAPM, que compreende todos os riscos macroeconómicos dentro de um factor único bem definido: retorno de uma carteira de mercado, R_m .

Os dois modelos assumem ainda, a linearidade entre os factores de risco e a rentabilidade dos activos financeiros, o único nível de risco relevante é o risco sistemático. O modelo CAPM permite estimar a rentabilidade de equilíbrio para qualquer activo enquanto o modelo APT fornece uma forma de determinar o retorno esperado do equilíbrio apenas para carteiras completamente diversificadas.

O modelo APT expressa a taxa de rentabilidade de um activo ou carteira de activos em função de vários factores sistemáticos, atribui a avaliação do risco a múltiplos factores (multi-factorial) enquanto o modelo CAPM expressa essa mesma taxa de rentabilidade como função de apenas um factor sistemático, um único factor comum (uni-factorial). Pode dizer-se que este é uma generalização do modelo CAPM. O primeiro com argumentos de arbitragem e o segundo é um modelo de equilíbrio geral.

CAPM vs Tobin

Dado o tamanho da carteira de activos, o indivíduo deve decidir como disponibilizar (entre moeda e títulos) a sua riqueza financeira de modo a maximizar o lucro. Assim, quanto maior for a proporção de títulos que um indivíduo tiver no seu portfólio, maior será o risco e o retorno esperado.

A análise do modelo de Tobin demonstra que se pode reduzir a quantidade total de risco numa carteira diversificada, mantendo títulos e moeda como reserva de riqueza. Neste modelo, o investidor individual não tem um nível fixo esperando sempre o efectivo retorno das taxas de juro. Neto (2005: 37-39) afirma que a melhor expectativa de retorno dos títulos é simplesmente a taxa de juros.

APT vs Fama - French Three Factor Model

Para o modelo APT fez-se a seguinte tarefa: identificar uma lista de factores macroeconómicos que influenciem o retorno; estimar o prémio de risco esperado para cada factor; e medir a sensibilidade de cada acção aos factores. Por forma a simplificar este processo poderia utilizar-se a pesquisa de Fama e French, onde as acções de empresas pequenas e aquelas com um alto *Book-to-Market Ratio*, fornecem retornos acima da média. Estes factores estão relacionados com o lucro da empresa, e por isso, podem estar a encarar os factores de risco deixados pelo modelo CAPM.

Se os investidores procuram um retorno extra pela exposição a esses factores então tem-se a estimação do retorno esperado que se parece com o APT. Fama e French (1992).

CAPM vs Multiple Factors

Os modelos de múltiplos factores são complexos por ser necessário quantificar tendências globais através do mercado. Estes modelos têm diversas abordagens, cada um com as suas forças e fraquezas.

Os problemas do modelo CAPM que levaram ao surgimento de modelos multi-factoriais podem resumir-se na seguinte explicação: as empresas com elevados rácios *Book-to-Market* têm um melhor desempenho do que as empresas com baixos índices de crescimento e as pequenas empresas têm mais sucesso do que as grandes empresas.

Quando se estima o retorno espera deve-se ter em atenção factores como a liquidez, relacionada com o retorno, a reduzida liquidez de acções devem fornecer maiores retornos para compensar o investidor pelo risco adicional envolvido.

CAPITULO IV – METODOLOGIA

IV.1 Enquadramento do objecto de estudo

Esta dissertação foi elaborada com o intuito de se compreender o mercado financeiro, principalmente o mercado accionista português, e nomeadamente, o movimento das acções de empresas do PSI 20. Distinguem-se conceitos e aplicações práticas para a previsão do retorno de investimentos de treze empresas cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa, para que possa ter uma aplicação útil no futuro. A estas empresas escolheu-se aplicar o modelo *Capital Asset Pricing Model* e o modelo *Arbitrage Pricing Theory* comparativamente, por forma a comprovar a sua veracidade perante o mercado accionista português.

O modelo CAPM é um modelo de carácter simples, centrado num factor único influenciador do preço do título financeiro, voltado para o mercado geral, tornando este o único factor incerto do qual depende o retorno esperado de um título financeiro. Ao contrário dos outros modelos que consideram dois ou vários factores macroeconómicos, influenciadores do retorno no investimento de um título, tornam a análise mais complexa e dispersa do seu objectivo, havendo também a possibilidade de certos dados para a análise não serem fidedignos.

Por forma a efectuar-se uma análise comparativa, aplicou-se o modelo APT, no sentido de se averiguar, incluindo variáveis macroeconómicas no cálculo de um retorno esperado para uma carteira ou título, os valores calculados são mais aproximados com os valores verificados na realidade e assim compreender se algum destes modelos, se adequa ao mercado accionista português.

Este modelo não revela a natureza e o número dos factores que influenciam o preço pois estes mudam com o tempo e variam conforme situações económicas presentes. Este problema é essencialmente empírico, por isso deve ter-se em conta várias orientações quanto às características dos prováveis factores tais como o seu impacto sobre os preços dos activos financeiros que se manifesta através de movimentos inesperados; devem representar influências não diversificáveis (estas serão de cariz

macroeconómico, e não, especificidades da empresa); e as informações oportunas e precisas sobre essas variáveis são importantes.

Estes dois modelos possuem múltiplas aplicações, não só para as valorizações de preços de activos financeiros, como para o campo das finanças corporativas, no sentido em que é possível para um investidor saber quanto pode receber num investimento.

Após revisão de literatura, constatou-se que esta análise já foi elaborada numa investigação no Brasil (Silva, 2003), aplicado com regressões lineares, contudo a sua conclusão não foi reforçada por outro modelo de avaliação de acções. Nessa dissertação, o autor ao comparar o comportamento que ocorreu no mercado financeiro e o estimado pelo modelo CAPM verificou que, em dois dos três casos (empresas), não mostrou a mesma rentabilidade que ocorreu na prática. Sugere que existe um outro factor, que não é medido pelo histórico de preços, que afecta o retorno futuro, ou ainda um novo factor que influencia os preços futuros e não os preços históricos. O mesmo afirma que existe outro ponto de vista que deve ser considerado, que é a diferença entre o retorno real e o medido pelo modelo pode indicar que as acções estão a ser negociadas com valores diferentes do seu preço justo.

IV.2 Definição do Problema e Objectivos da Investigação

As actividades económicas procuram sempre um retorno, ou seja, uma remuneração do capital investido. Contudo, essa rentabilidade pode ser influenciada por outros factores sobre os quais não se tem controlo ou conhecimento causando incerteza quanto ao preço, que poderá resultar num ganho ou numa perda adicional. Assim, as actividades económicas estão sujeitas a acontecimentos inesperados, o que lhes confere risco. O risco de determinada actividade pode ser dividido em duas vertentes: o risco específico do negócio, que diz respeito à actividade em si e o risco não-específico, proveniente de factores externos não controláveis. O retorno e o risco estão relacionados, um investimento com maior risco deve fornecer um retorno que compense esse risco, caso contrário, fazer essa actividade não será recompensador.

Um dos desafios dos investidores e investigadores de mercados financeiros é compreender o *trade-off* entre o risco e o retorno dos activos no mercado. Logicamente que, quanto maior o risco, maior deverá ser o retorno associado ao mesmo. Assim, o presente trabalho consiste na aplicação do modelo *Capital Asset Pricing Model* e da sua comparação com o *modelo Arbitrage Pricing Theory*, tendo o objectivo de estimar a rendibilidade e o risco de um conjunto de activos no mercado de acções português. Deste modo, poderá prever-se para o futuro, baseando decisões de investimento numa fórmula matemática, tendo em conta apenas a volatilidade do mercado, a qual é compensada pelo uso de uma taxa de juro sem risco.

Estes modelos podem ser aplicados a qualquer empresa que tenha acções negociáveis em bolsas de valores e fornece informações para a tomada de decisões por parte dos investidores dessas empresas, o que é importante num mundo globalizado.

O objectivo que se propõe nesta dissertação é a aplicação dos modelos CAPM e APT a títulos do PSI 20 e comparar os resultados dos preços teóricos das acções, obtidos através da sua aplicação, com os preços históricos reais desses títulos e concluir se o modelo CAPM é mais eficaz que o modelo APT. A conclusão desta análise será a evidência das diferenças entre os preços teóricos determinados pelos modelos e os preços históricos dos títulos, permitindo comentar a relação da cotação destes títulos com a valorização do mercado.

Pretende-se nesta investigação distinguir conceitos, tais como, retorno, risco, acções, mercado financeiro, mercado monetário, mercado de capitais, bolsa de valores, beta, valor esperado, entre outros; pretende-se estimar o retorno sem risco e o retorno de uma carteira de mercado; seleccionar um conjunto de acções para testar a aplicabilidade do modelo CAPM e do modelo APT; calcular o coeficiente de risco não-diversificável de um conjunto de acções; comparar o comportamento estimado pelos modelos e o que ocorreu de facto no mercado financeiro, isto é, comparar com o que o mercado está disposto a pagar por esse activo e com o que realmente se verificou.

IV.3 Universo, Amostra e Horizonte Temporal em estudo

A população para análise nesta dissertação são empresas portuguesas cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa, às quais se selecionou um conjunto de empresas, constituintes do índice PSI 20, compondo assim a amostra para a investigação. Estas empresas são as que possuem maior capitalização bolsista e como tal, representativas do mercado nacional. Esta amostra é constituída por treze empresas com elevada liquidez e às quais serão aplicados os modelos.

O horizonte temporal em estudo considerou o período de 31 de Janeiro 2006 a 30 de Dezembro de 2011, não sendo mais extenso devido à escassa disponibilidade de informação por parte de instituições financeiras, bancos de investimento e *Internet*. Por outro lado, atendendo ao facto de esta análise empírica tenha sido efectuada em 2012, não foi possível por isso considerar este mesmo ano como pertencente ao horizonte temporal desta dissertação.

O estudo tem como maior limitação a disponibilização dos dados e falta de apoio por parte das empresas. Os relatórios que apoiaram a investigação provêm muitas vezes do recurso *online* sendo complementado com informação presente em edições diárias de jornais económicos portugueses nos respectivos anos em análise. Apenas o *Banco Invest* e o Banco Espírito Santo se mostraram disponíveis.

IV.4 Empresas – Objecto de estudo

As empresas que constituem a amostra são: Altri, BES, BPI, Brisa, Cimpor, EDP, Galp Energia, Jerónimo Martins, Mota-Engil, Portucel, Semapa, Sonae SGPS e Zon Multimédia. Escolheram-se estas empresas por forma a tentar compreender os sectores de maior peso em Portugal: Energia, Retalho, Banca e Papel, no entanto também foram considerados outros como o Cimento e as Telecomunicações. Um outro factor de escolha destas empresas tem a ver com a permanência no PSI 20 em todos os anos em análise apenas a Zon Multimédia aparece a partir de 2009 com o objectivo de se entender a evolução das valorizações dos seus títulos financeiros de uma empresa nova, criada em 2008 como marca independente e que entra logo no ano

seguinte para este conjunto de empresas. De seguida faz-se uma breve apresentação de cada uma das empresas, segundo informação disponível em base de dados da Euronext Lisboa 2012.

➤ **Altri**

A empresa Altri, produtora de pasta de eucalipto, está cotada na Bolsa de Valores de Lisboa - *NYSE Euronext Lisbon* desde Março de 2005, integrando o índice de referência, o PSI 20. A empresa tem 205.131.672 acções que foram admitidas à cotação em Março de 2005. Em 2005 o montante total de dividendos distribuído foi de 2.564.146 Euro, com um dividendo por acção de 0.05€ e um total de 51,282,918 acções. Em 2006 o montante total de dividendos distribuídos foi de 5.128.292€, um dividendo por acção de 0.05€ e um total de 102.565.836 acções. O seu desempenho financeiro foi reconhecido pelo mercado, tendo o título Altri registado um bom desempenho no mercado de capitais. Note-se que a acção Altri iniciou a cotação (Março de 2005) com um preço de 0,55€ por acção. Actualmente possui um capital social de 25.641.459€, um valor nominal de 0,125€ por acção e 205.131.672 de acções admitidas à negociação.

➤ **BES - Banco Espírito Santo**

O Banco Espírito Santo S.A. possui um capital social que ascende a 4.030,2 milhões de euros, representado por 1.461,2 milhões de acções ordinárias. As acções do BES estão cotadas na bolsa de valores *NYSE Euronext Lisbon*. A 11 de Novembro de 2011 emitiu 294.573.418 novas acções ordinárias, escriturárias e nominativas, sem valor nominal, com um valor unitário de 1,80€, por entradas em espécie constituídas pelos valores mobiliários emitidos pelo BES, BESI e BES *Finance* e 81.736 obrigações de caixa subordinadas, de valor nominal de 100€ cada. Em 2006 o mercado accionista nacional seguiu a tendência de valorização observada nos principais mercados europeus.

O índice PSI 20 registou uma variação anual positiva de 29,9%, superior à valorização do ano anterior (13,4%), com aumento dos níveis de volatilidade que evoluíram de

8,3% em 2005 para 9,2% em 2006. Neste contexto, a cotação da acção BES registou uma valorização de 27,6% no ano de 2006, largamente superior à valorização do ano anterior (2,26%). A performance das acções do BES foi substancialmente melhor do que o índice *Dow Jones Europe Stoxx banks*, um índice que reflecte a evolução dos preços dos principais 65 bancos europeus. As acções apresentaram uma volatilidade de 36,3%, evoluindo de um mínimo de 10,21 euros até um máximo de 13,92 euros, considerando as cotações corrigidas pelo aumento de capital.

➤ **BPI – Banco Português de Investimento**

No ano de 1985 este banco transformava-se em Banco de Investimento e adquiria a possibilidade de captar depósitos à ordem e a prazo, conceder crédito a curto prazo, intervir nos mercados interbancários e praticar operações cambiais. Um ano depois, a trajectória do BPI foi marcada pela abertura do capital e pela admissão das acções à cotação nas Bolsas de Valores de Lisboa e do Porto. O BPI foi admitido à cotação e negociação em bolsa em Setembro de 1986. Em 1995, a Instituição viu a respectiva composição reorganizada: o BPI foi transformado numa *holding* bancária sob a forma de SGPS⁴⁸, que passou a ser a única sociedade do Grupo cotada na Bolsa de Valores, controlando o Banco Fonecas & *Burnay* e o Banco Português de Investimento. Esta reorganização foi acompanhada de um importante reforço da sua estrutura accionista, com a entrada de dois novos parceiros estratégicos de grande dimensão: *La Caja de Ahorros y Pensiones* de Barcelona (*La Caixa*), e o grupo segurador alemão *Allianz*.

O capital social do Banco BPI encontra-se actualmente representado por 990.000.000 de acções ordinárias, nominativas e escriturais, com o valor nominal de 1€ cada. Verificou-se uma Oferta Pública Inicial em Outubro de 1986 e efectuou um aumento de capital de 760 Milhões de Euros para 900 Milhões de Euros realizado em Junho de 2008. A rendibilidade média anual (ROI) da acção BPI, desde a oferta pública inicial (Setembro de 1986) e até à última cotação de fecho (em 28-03-2012), ascendia a -7.6%.

⁴⁸ Sociedade Gestora de Participações Sociais.

Figura 4: Ficha técnica BPI

Valores Mobiliários - Ficha Técnica			
Val.Mob.	1343	Banco BPI-Nom	Pesquisar VM
Emitente	BANCO BPI, SA		BI Emitente
<p>Bilhete de Identidade Situação Lote Mínimo, Qt Admitida & VI Nominal Dividendos Pub.Obrigatórias</p>			
<p>Banco BPI-Nom</p>			
Cód.VM:	1343	VI Nominal:	1.000000
Designação:	PCBPIAM	Qt Emitida:	990,000,000
Desig. Abreviada:	BANCO BPI	Qt. admitid:	990,000,000
Tipo Valor Mob.:	Acções	Divisa:	Euro
Desmaterializado:	<input checked="" type="checkbox"/>	Espécie:	Hominativa
Fungível:	<input checked="" type="checkbox"/>	Cód. ISII:	PTBPI0AM0004
		Cód. Euronext:	PTBPI0AM0004
		Cód. Central:	BPI AM
		Cód.FTSE:	810
		Cód.ICB:	8355
		Cód. SIIB:	121 65096902
Situação			
Mercado:	Acções (EL)	Dt. admissão:	1995/12/28
Situação:	Admissão	Dt. situação:	2000/01/19
Negociação			
Dt entrada Central:	1995/12/28	Negociação:	Contínuo
Divisa Negociação:	FIR	Símbolo:	BPI

Fonte: Euronext Lisboa 2012

➤ Brisa

Actualmente a empresa Brisa detém uma capitalização de mercado de 15.552 mn€ e um volume de 673,938 (pcs.). Durante 2003, o comportamento dos principais índices bolsistas mundiais foi muito positivo devido ao desfecho da guerra no Iraque e aos sinais de recuperação da economia americana. Por outro lado, a partir da segunda metade desse mesmo ano, os resultados das empresas foram revistos em alta, em consequência da recuperação económica, o que teve um impacto positivo no desempenho dos mercados bolsistas: o PSI20 (+16%), *Euronext 100* (+13%), *EuroStoxx 50* (+16%), *Dow Jones Industrial* (+21%), o *Nasdaq* (+50%) e *Bovespa* (+97%)⁴⁹.

A Brisa tem dois tipos de acções cotadas em bolsa: a tranche Brisa Privatização, com 538.258.930 acções e a tranche Brisa Privados, com 61.741.070 acções. As acções do tipo Brisa Privatização correspondem às acções que foram adquiridas nas quatro fases de privatização da empresa, apresentando um benefício fiscal. A Brisa integra a *Euronext Lisbon* com as duas tranches de acções e o índice *Euronext 100* com a

⁴⁹ *Euronext 100*: índice bolsista das empresas com maior capitalização e mais activamente negociadas nas praças *Euronext*.

Euro Stoxx 50: índice bolsista composto por acções da zona Euro que representa os líderes dos supersectores da zona Euro.

Dow Jones Industrial: cotação das acções das 30 maiores e mais importantes empresas dos EUA.

Nasdaq: Bolsa de valores eletrónica constituída por mais de 2800 acções de empresas com pequenas e médias capitalizações de sectores da alta tecnologia, informática, telecomunicações, biotecnologia, etc.

Bovespa: Bolsa de valores do Brasil com o índice *IBOVESPA*.

tranche das acções Brisa Privatização. Em 1997 teve lugar a primeira fase de privatização da Brisa, com uma dispersão em Bolsa de 35% do capital da Empresa. Em Novembro a Brisa completa a segunda fase de privatização com a dispersão em Bolsa de 31% do capital. Em 1999 dá-se a terceira fase de privatização da Brisa. Assiste-se a uma dispersão em Bolsa de 20% do capital.

➤ **Cimpor**

A Cimpor é um dos dez maiores grupos cimenteiros a operar no mercado mundial, a sua principal actividade é a produção e comercialização de cimento. Actualmente tem uma capitalização bolsista de 3.700.704€. Em 1991 a empresa constitui-se como sociedade anónima, passando a designar-se Cimpor – Cimentos de Portugal, S.A.. Em 1994, dá início do processo de privatização, na primeira fase foi alienado cerca de 20% do capital, ficando a empresa a ser detida por cerca de 14.000 accionistas, ficando para 1996 a segunda fase do processo de privatização - alienação de 45% do capital, passou a ter cerca de 80.000 accionistas.

Em 1998 dá-se a terceira fase do processo de privatização - alienação de cerca de 25% do capital, ficando a Cimpor privatizada em 90%, com cerca de meio milhão de accionistas. O Estado Português passou a deter 10% do Capital, e em 2001 dá-se a quarta e última fase do processo de privatização - o Estado português vende a totalidade da participação que detém na Cimpor (10,05%) à Teixeira Duarte, S.A.. No quadro seguinte consta a evolução da acção da Cimpor no ano em que abriu o capital ao público e os últimos seis anos de actividade bolsista.

Quadro 2: Evolução da acção Cimpor

Acção Cimpor	1994	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Preço por Acção €	7,30	6,29	6,00	3,48	6,43	5,07	5,32
Preço por Acção ajustado €	0,76	6,29	6,00	3,48	6,43	5,07	5,32
Número de Acções	70.000.000	672.000.000	672.000.000	672.000.000	672.000.000	672.000.000	672.000.000
Capital Social (€M)	349,2	672,0	672,0	672,0	672,0	672,0	672,0
Capitalização Bolsista (€M)	981,1	4.226,9	4.032,0	2.338,6	4.320,0	3.407,0	3.573,0

Fonte: www.cimpor.pt (2012)

➤ EDP – Energias de Portugal

A data de entrada da EDP em Bolsa deu-se em 16 de Junho de 1997. Actualmente possui 2.936.222.980 acções cotadas com um valor nominal de 1 Euro, o que representam 80,30% do capital da EDP em Bolsa. Actua no sector das *Utilities*, na indústria da electricidade.


A EDP é uma empresa global de energia que começou por ser uma empresa pública, sendo alterada para Sociedade Anónima de capitais exclusivamente públicos e, seguidamente, Sociedade Anónima de capitais maioritariamente públicos. Actualmente é uma sociedade anónima cujo Estado e outras entidades públicas detêm uma participação minoritária no seu capital. As acções representativas do capital social da EDP foram inicialmente admitidas à negociação no mercado de cotações oficiais da *Euronext Lisbon* em 16 de Junho de 1997.

A empresa foi posteriormente sujeita a mais fases de reprivatização em 1998, 2000, 2004 e 2005. No ano 2000, em 17 de Julho foi realizado um *Stock Split*⁵⁰ de 1 por 5 em consequência da alteração do valor nominal das acções representativas do capital social da EDP, de 5 euros para 1 euro. Em Novembro de 2004, a EDP procedeu a um

⁵⁰ O *stock split* consiste na divisão de uma acção em várias acções. A divisão é feita por meios informáticos na Central de Valores Mobiliários, sendo o seu resultado transmitido ao intermediário financeiro responsável por essa conta de titularidade.

aumento de capital através da oferta pública de subscrição, reservada aos accionistas, de 656.537.715 novas acções com o valor nominal de 1 euro cada, ao preço unitário de 1,84 euros. Em 9 de Dezembro de 2005, em execução do disposto no Decreto-Lei n.º 209-A/2005, de 2 de Dezembro, a Párpública - Participações Públicas (SGPS), S.A. lançou uma emissão de obrigações susceptíveis de permuta por acções representativas do capital social da EDP.

Figura 5: Ficha técnica EDP

Valores Mobiliários - Ficha Técnica			
Val.Mob.	3043	EDP-Nom.	Pesquisar Vh
Emitente	EDP-ENERGIAS DE PORTUGAL, SA		BI Emitente
Bilhete de Identidade Situação Lote Mínimo, Qt Admitida & VI Nominal Dividendos Pub.Obrigatórias			
 EDP-Nom.			
Cód.VM:	3043	VI Nominal:	1.000000
Designação:	PCEPAM	Qt Emitida:	3,656,537,715
Desig. Abreviada:	E.D.P.HOM.	Qt. admitid:	2,936,222,980
Tipo Valor Mob.:	Acções	Cód. ISIII:	PTEDP0AM0009
Desmaterializado:	<input checked="" type="checkbox"/>	Divisa:	Euro
Fungível:	<input checked="" type="checkbox"/>	Espécie:	Nominativa
Cód. Euronext:		PTEDP0AM0009	
Cód. Central:		EDP AM	
Cód.FTSE:		720	
Cód.JCB:		7535	
Cód. SIIB:		121 40000102	
Situação			
Mercado:	Acções (EL)	Dt. admissão:	1997.06/17
Situação:	Admissão	Dt. situação:	2011/12/22
Negociação			
Dt entrada Central:		Negociação:	Contínuo
Divisa Negociação:	EUR	Símbolo:	EDP

Fonte: Euronext Lisboa 2012

➤ Galp Energia

A Galp Energia é constituída em 1999, totalmente detida pelo Estado português, que agrega os negócios da Petrogal e da GDP e foi a causa de reestruturação dos sectores do petróleo e do gás natural em Portugal. No mesmo ano, inicia-se a privatização da Galp Energia através de um aumento de capital subscrito pela Petrocontrol, EDP, Caixa Geral de Depósitos, Portgás e Setgás. A acção Galp Energia é negociada desde 23 de outubro de 2006 na NYSE Euronext Lisbon, onde é um dos títulos mais transacionados e de maior peso no PSI20. Com uma dispersão em bolsa de mais de 25%, a Galp Energia tem hoje a maior capitalização bolsista do mercado accionista português e um peso crescente nos índices internacionais. Emite acções ordinárias,

nominativas e escriturais, tem uma capitalização bolsista de 9.437 milhões de euros e um volume de negócios de 16.804 milhões de euros.

O capital social da empresa é composto por 829.250.635 acções, das quais 771.171.121 estão admitidas à negociação na *Euronext Lisbon*. A estrutura accionista da Galp Energia tem uma representação de investidores institucionais estrangeiros, cerca de 81% dos investidores institucionais, o que contribui para uma diversificação geográfica da base de accionistas. Os três accionistas de referência são a Amorim Energia, a Caixa Geral de Depósitos e a Eni que fazem parte do acordo parassocial⁵¹.

➤ **Jerónimo Martins**

O capital social de Jerónimo Martins SGPS, S.A. é representado por 629.293.220 acções com o valor nominal de um euro por acção, não existindo categorias diferentes de acções. Entrou em Bolsa em 1989 e o seu peso na composição do PSI 20 é de 12%. Todas as acções estão admitidas à negociação no mercado *Euronext Lisboa* e a Sociedade mantém em carteira 859.000 acções próprias adquiridas em 1999. A principal actividade é a Distribuição Alimentar, através das cadeias de supermercados Pingo Doce e *cash & carry* Recheio em Portugal e de lojas alimentares na Polónia.

⁵¹Acordo que rege um conjunto de aspectos referentes às condições de alienação das acções da Galp Energia de que são detentores nomeadamente a obrigação de manterem as suas participações durante um *lock-in period* até 31 de dezembro de 2010, salvo em casos especiais como a mudança de controlo accionista, situações de impasse ou incumprimento do acordo. Fonte: www.galpenergia.pt

Figura 6: Ficha técnica Jerónimo Martins

Valores Mobiliários - Ficha Técnica

Val.Mob.: 1408 Jerónimo Martins-SGPS Pesquisar VM

Emitente: JERÓNIMO MARTINS, SGPS, SA BI Emitente

Bilhete de Identidade | **Situação** | Lote Mínimo, Qt Admitida & VI Nominal | Dividendos | Pub.Obrigatórias

Jerónimo Martins-SGPS

Cód.VM:	1408	VI Nominal:	1.000000	Cód. ISIN:	PTJMT0AE0001
Designação:	PC.JMTAE	Qt Emitida:	629,293,220	Cód. Euronext:	PTJMT0AE0001
Desig. Abreviada:	J.MARTINS	Qt. admitid:	629,293,220	Cód. Central:	JMT AE
Tipo Valor Mob.:	Acções			Cód.FTSE:	630
Desmaterializado:	<input checked="" type="checkbox"/>	Divisa:	Euro	Cód.JCB:	5337
Fungível:	<input checked="" type="checkbox"/>	Espécie:	Portador	Cód. SIIB:	121 74258701

Situação

Mercado: Acções (EL) Dt. admissão: 1995/06/26

Situação: Admissão Dt. situação: 1997/02/07

Negociação

Dt entrada Central: 1995/06/26 Negociação: Contínuo

Divisa Negociação: EUR Simbolo: JMT

Fonte: Euronext Lisboa 2012

➤ Mota-Engil

O Grupo Mota-Engil engloba três grandes áreas de negócio, que são a Engenharia e Construção, Ambiente e Serviços e Concessões de Transportes. Em 1987 ainda com o nome Mota & Companhia, era uma sociedade por quotas que se transformou numa sociedade anónima com posterior dispersão de 12% do seu capital pelo público e admissão à Bolsa de Valores. Em 1999 as empresas da família Mota lançam uma Oferta Pública de Aquisição sobre a totalidade do capital da Engil SGPS da qual resultou na formação do grupo Mota-Engil já no ano de 2000. Pelo ano de 2003 verificaram-se fusões por incorporação e aumentos de capital completando as suas quatro áreas de negócio. Depois de liderar durante alguns meses a lista de títulos candidatos ao PSI 20, a Mota-Engil passa a ser o único grupo do sector de engenharia e construção cotado no principal índice accionista da Euronext Lisbon.

Com um capital social de 204.635.695 euros, actualmente possui uma capitalização bolsista de 245.767.469,70 euros.

Figura 7: Ficha técnica Mota-Engil

Valores Mobiliários - Ficha Técnica			
Val.Mob.	1406	Mota-Engil, SGPS	Pesquisar VM
Emitente	MOTA-ENGIL, SGPS, SA		BI Emitente
<p>Bilhete de Identidade Situação Lote Mínimo, Qt Admitida & VI Nominal Dividendos Pub.Obrigatórias</p>			
<p>Mota-Engil, SGPS</p>			
Cód.VM:	1406	VI Nominal:	1.000000
Designação:	PCEGLAP	Qt Emitida:	204,635,695
Desig. Abreviada:	MOTAEHIGIL	Qt. admitid.:	204,635,695
Tipo Valor Mob.:	Acções	Divisa:	Euro
Desmaterializado:	<input checked="" type="checkbox"/>	Espécie:	Portador
Fungível:	<input checked="" type="checkbox"/>	Cód. ISIN:	PTMEH0AE0005
		Cód. Euronext:	PTMEH0AE0005
		Cód. Central:	MEN AE
		Cód.FTSE:	137
		Cód.ICB:	2357
		Cód. SIB:	121 74256001
Situação			
Mercado:	Acções (EL)	Dt. admissão:	1995/03/31
Situação:	Admissão	Dt. situação:	2000/02/10
Negociação			
Dt entrada Central:	1995/03/30	Negociação:	Contínuo
Divisa Negociação:	EUR	Símbolo:	EGL

Fonte: Euronext Lisboa 2012

➤ Portucel

O Grupo Portucel Soporcel actua no mercado de pasta e papel, é uma das maiores presenças portuguesas no mundo representando mais de 3% das exportações nacionais de bens. O Grupo dispõe actualmente de uma capacidade anual instalada de 1,6 milhões de toneladas de papel, de 1,4 milhões de toneladas de pasta, atingindo um volume de negócios anual de aproximadamente 1 400 milhões de euros.

Em Fevereiro de 1993 é constituída a Portucel - Empresa de Celulose e Papel de Portugal SGPS, S.A., *holding* que passa a controlar o conjunto de empresas que integram o Grupo Portucel. Em 1995 entra na bolsa portuguesa e dá-se a primeira fase de privatização de 44,3% do capital da Portucel Industrial e em 2003 inicia-se a segunda fase de privatização. Em 2001 a Portucel adquire a totalidade do capital da Soporcel - Sociedade Portuguesa de Papel, S.A., dando origem ao actual Grupo Portucel Soporcel.

A Portucel é detentora de 20.435.642 acções próprias, correspondentes a 2,66% do capital social que está dividido em 767.500 milhões acções, com o valor nominal de um euro cada uma. De acordo com os estatutos da empresa, conta-se um voto por cada mil acções. Fonte: www.portucelsoporcel.com.

As acções da Portucel são transaccionadas na *Euronext Lisbon* e integram desde 2 de Janeiro de 2007 o índice PSI 20. Possui um número total de acções para negociação de 767.500.000.

Figura 8: Ficha técnica Portucel

Valores Mobiliários - Ficha Técnica			
Val.Mob.	1143	Portucel-Nom.	Pesquisar VM
Emitente	PORTUCEL-EMPRESA PRODUTORA DE PASTA E PAPEL, SA		BI Emitente
Bilhete de Identidade Situação Lote Mínimo, Qt Admitida & VI Nominal Dividendos Pub.Obrigatórias			
Portucel-Nom.			
Cód.VM:	1143	VI Nominal:	1.000000
Designação:	PCPTIAM	Qt Emitida:	767,500,000
Desig. Abreviada:	PORTUCEL.H	Qt. admitid:	767,500,000
Tipo Valor Mob.:	Acções	Divisa:	Euro
Desmaterializado:	<input checked="" type="checkbox"/>	Especie:	Nominativa
Fungível:	<input checked="" type="checkbox"/>	Cód. ISIB:	121 21024802
Situação			
Mercado:	Acções (EL)	Dt. admissão:	1995/06/28
Situação:	Admissão	Dt. situação:	1996/04/26
Negociação			
Dt entrada Central:	1994/03/10	Negociação:	Contínuo
Divisa Negociação:	FIR	Símbolo:	PTI

Fonte: *Euronext* Lisboa 2012

➤ Semapa

A Semapa – Sociedade de Investimento e Gestão, SGPS, S.A. é detentora de 2.720.000 acções próprias, adquiridas em 2007 através de operação realizada em bolsa. As acções próprias detidas, directa e indirectamente, em 31 de Março de 2010 representam 4,6% do seu capital social. Em 1991 é constituída a Semapa com o objectivo de concorrer à reprivatização das empresas "Secil – Companhia Geral de Cal e Cimento, S.A." e "Cimentos Maceira e Pataias, S.A.". No ano seguinte verifica-se uma IPO (initial public offering) de acções Semapa, 2,5 milhões de acções colocadas em Portugal, 4,5 milhões colocadas junto de investidores institucionais estrangeiros e *greenshoe*⁵² de 1 milhão de acções. Em Julho 2004 anuncia o lançamento de Oferta Pública Geral de Aquisição de acções emitidas pela Portucel – Empresa Produtora de

⁵² Dá aos subscritores o direito de vender as acções adicionais numa oferta de valores mobiliários registados ao preço da oferta, se a procura dos títulos exceder o valor original oferecido. O *greenshoe* pode variar em tamanho até 15% do número inicial de acções oferecidas.

Pasta de Papel, S.A., ao preço de 1,55 euros por acção, sendo a sociedade oferente a Semapa Investments, detida a 100% pela Semapa. Em Outubro do mesmo ano, o Grupo Semapa passou a deter 67,10% do capital e dos direitos de voto da Portucel. Em 2006 dá-se a terceira e última fase de reprivatização da Portucel, que consistiu na alienação de acções representativas até 25,72% do capital social da empresa, através de uma Oferta Pública de Venda.

O Grupo Semapa reforçou a sua posição em 4,7%. No primeiro semestre de 2008 reforça a participação na Portucel, através da aquisição em Bolsa de 1,5 milhões de acções. Verificado também para os anos 2009 e 2010. No anos de 2007 e 2011 a Semapa adquiriu em bolsa um total de 7.644.754 acções próprias. Durante o 1º trimestre de 2010, o título Semapa registou um comportamento mais favorável que o índice PSI 20, registou uma valorização de 1,2% versus uma desvalorização do índice nacional de 4,3%. Durante o primeiro semestre de 2011 a Semapa adquiriu à Seminv as 2.727.975 acções detidas por esta subsidiária e que se encontram evidenciadas como acções próprias, 509.450 acções da Portucel por um montante de 1,2 milhões de euros, reforçando a sua posição accionista para 77,338% do capital da Portucel e alienou 3.851.850 acções do BCP, as quais já se encontravam valorizadas ao seu justo valor.

➤ **SONAE S.G.P.S.**

A Sonae é uma empresa de retalho, com duas grandes parcerias ao nível dos centros comerciais e telecomunicações. Em 1983 é lançada no mercado de capitais com uma capitalização bolsista de 500.000 contos (2.493M€). Em 1987 são executadas sete operações públicas de venda a empresas do Grupo. A resposta do mercado foi positiva pois para cinco destas sete a procura excedeu a oferta. Em 1992 participa no capital social do Banco Português do Atlântico, SA que estava em processo de privatização. Em 1998 a Sonae torna-se accionista maioritário da Barbosa&Almeida, segunda maior empresa de comercialização de garrafas a nível ibérico, adquire uma participação no capital da Portucel na produção de celulose. Tinha como objectivo a liderança do sector na Península Ibérica. Actualmente tem dois mil milhões de acções admitidas à cotação e um capital social de 2 mil milhões de euros.

Figura 9: Ficha técnica SONAE SGPS

Valores Mobiliários - Ficha Técnica			
Val.Mob.	1381	SONAE	Pesquisar VM
Emitente	SONAE SGPS, SA		BI Emitente
<p>Bilhete de Identidade Situação Lote Mínimo, Qt Admitida & VI Nominal Dividendos Pub.Obrigatórias</p>			
<p>SONAE</p>			
Cód.VM:	1381	VI Nominal:	1.000000
Designação:	PCSONAE	Qt Emitida:	2.000.000,000
Desig. Abreviada:	SONAE SGPS	Qt. admitid:	2.000.000,000
Tipo Valor Mob.:	Acções	Divisa:	Euro
Desmaterializado:	<input checked="" type="checkbox"/>	Espécie:	Portador
Fungível:	<input checked="" type="checkbox"/>	Cód. ISIN:	PTSOIH0AM0001
		Cód. Euronext:	PTSOIH0AM0001
		Cód. Central:	SOIH AM
		Cód.FTSE:	630
		Cód.ICB:	5337
		Cód. SIB:	121 74009201
Situação			
Mercado:	Acções (EL)	Dt. admissão:	1989/09/15
Situação:	Admissão	Dt. situação:	1997/02/17
Negociação			
Dt entrada Central:	1991/10/01	Negociação:	Contínuo
Divisa Negociação:	FIR	Símbolo:	SOIH

Fonte: Euronext Lisboa 2012

➤ Zon Multimédia

A Zon Multimédia é um grupo empresarial que abrange várias áreas de negócio, tais como a gestão de salas de cinema, oferta de serviços de TV, *internet* e telefone, através da Zon TVCabo, fornecimento de conteúdos audiovisuais, entre outros, e integra o principal índice bolsista nacional. A partir de 1999 a TV Cabo aparece devido à crescente procura de serviços de entretenimento e telecomunicações afirmando-se como o maior distribuidor de televisão ao domicílio. Em 2008 surge a Zon Multimédia como marca independente. No final de 2009, a empresa detinha directa ou indirectamente um total de 14.006.437 acções próprias. No final de 2010 a Zon detinha directamente 5.486 acções próprias. O ano de 2009 fechou com uma valorização acentuada da Zon Multimédia no mercado bolsista, cotadas em 4,338€, as acções Zon foram valorizadas em 16,9% face ao final do ano de 2008, fechando um ciclo de movimentos nos quais o seu valor variou entre um valor mínimo de € 3,58 e um valor máximo de 5,011€.

No total, foram transaccionadas durante este ano 173.668.349 acções, o que corresponde a um volume médio diário de 675.752 acções, ou seja, 0,22% das acções emitidas. Face às quedas registadas em 2008, o ano de 2009 foi marcado por uma

recuperação no mercado bolsista, o PSI 20, apresentou uma valorização de 33,5%, a comparar com a queda de 51,9% registada no ano anterior. Esta valorização do PSI 20 foi superior à de alguns dos índices de referência internacionais.

IV.5 Estratégia Metodológica

Para a realização da dissertação, foi realizado um processo de pesquisa documental, uma vez que foram levantados dados em livros, documentos e artigos de opinião, bases de dados da *NYSE Euronext Lisbon*, CMVM e Bancos de Investimento. A pesquisa foi também descritiva, pois a investigação requer dados de uma realidade específica. Os métodos de investigação utilizados neste estudo foram o histórico e o comparativo, uma vez que se recorre a dados numéricos desde 2006 a 2011 com o intuito de, posteriormente, proceder à sua aplicação no modelo e comparar esse resultado com as valorizações calculadas com esses mesmos dados para todos os anos em estudo. A metodologia abordará o mercado financeiro português e modelos possíveis para a previsão da valorização dos títulos financeiros.

IV.5.1 Dados Secundários - Análise Documental

Os dados para a investigação provêm da *NYSE Euronext Lisbon*, nomeadamente cotações diárias das empresas em estudo; taxa Euribor a 12 meses; preços-alvo para as empresas em determinados períodos de bancos de investimento tais como o Banco *Invest*, Caixa BI, *BES Research*, *Millenium BCP Research*; valor das capitalizações bolsistas para todos os anos em estudo provenientes dos *sites* oficiais na *Internet* de cada empresa, havendo exceções para um pequeno número devido à falta de disponibilidade por parte dessas mesmas empresas; valores do PIB reais e da inflação em percentagem, e valores estimados para os mesmos, publicados pelo Banco de Portugal.

Os preços-alvo escolhidos para a elaboração do quadro de ponderação foram encontrados geralmente em relatórios de bancos de investimento tais como Caixa Banco de Investimento, *BES Research e Millenium Resarch*, entre outros. Devido à falta de informação por parte destes, o mesmo quadro foi complementado com informação presente em edições diárias de jornais económicos portugueses nos respectivos anos. Tentou-se relacionar os preços-alvo que mais se aproximassem do final de cada ano abordado e rondando o mês de Outubro, pelo que poderão existir excepções devido à escassez de informação disponibilizada. Os valores das capitalizações bolsistas seguem também o mesmo critério de final de ano havendo aqui também excepções, ou seja, considerou-se outro mês nesse ano.

Repare-se que a constituição do PSI 20 varia de ano para ano, em 2006 a Sonae Indústria entra na composição do índice, substituindo a Media Capital, anunciado pela *Euronext Lisboa*, A REN substitui a Cofina em Setembro de 2007, a Soares da Costa integra o índice também neste ano, em substituição da Novabase. Em 2008 a Soares da Costa sai e a EDP Renováveis passa a integrar o índice. De 2009 para 2010 a Teixeira Duarte, dá lugar à INAPA, que detém nessa altura uma liquidez superior; também nesse mesmo ano, a Teixeira Duarte entra substituindo a Impresa, de 2010 para 2011 o Banif substitui a INAPA que perde quase 50% do seu valor em bolsa num ano, passando a existir assim quatro bancos no PSI 20. No anexo 2 podemos verificar a evolução das cotações das empresas objecto de estudo.

IV.5.2 Dados Primários

Para aplicar integralmente o modelo CAPM com os dados recolhidos, apresentados no ponto anterior, criou-se em Excel, uma tabela onde se relacionaram os valores das cotações diárias e anuais de cada empresa objecto de estudo e do índice português de acções, o PSI 20 e as suas respectivas valorizações, ou seja, variação ou taxa de crescimento em relação ao ano anterior, para o horizonte temporal considerado, ver anexo 2.

Com estas valorizações obteve-se a covariância entre mercado geral PSI 20 e das acções de um título, a variância do mercado geral e o **beta mensal e anual** para cada

empresa separadamente, ver anexo 3. Para cada ano em estudo elaborou-se uma tabela na qual se incluíram a capitalização bolsista de cada empresa; o preço-alvo do final do ano para um horizonte temporal de doze meses; a cotação para o final do ano e sua valorização, com a qual se conhece o **retorno esperado do título**; a diferença (em percentagem) entre esse preço-alvo e o preço actual indica o valor que o mercado espera que o título valorize, i.e. a rendibilidade esperada do título para se usar no CAPM. O **preço-alvo** é o preço espectável para o ano inteiro seguinte. Depois disto, para cada um dos títulos fez-se a ponderação dos preços-alvo, verificando o anexo 4, na última coluna tem-se a “Ponderação” (o peso de cada empresa no PSI 20) entre a valorização esperada e a capitalização bolsista de cada empresa, e no qual a soma dessas ponderações permite chegar ao valor do **rendimento do mercado**, componente importante para o modelo, que depois da soma destes vinte resultados tem-se a **rendibilidade esperada** para o PSI 20. A rendibilidade esperada do mercado é a média ponderada das rendibilidades esperadas de todos os preços-alvo do PSI 20, também nesse horizonte temporal. A taxa de juro sem risco considerada foi a taxa Euribor 12 meses (anexo 5) finalizando assim os elementos necessários à aplicação do modelo. Usa-se a taxa de juro do dia do preço da acção e preço-alvo, que neste caso será o último dia do ano. Através das cotações do último dia do ano calculou-se a sua variação para o ano anterior e verificou-se a valorização real para cada título em cada ano. Desta forma tem-se um termo de comparação entre valores calculados e reais para a construção de uma conclusão em relação à aplicação deste modelo.

Para o modelo APT considerou-se também a valorização esperada (**rentabilidade esperada para o título**) calculada através da cotação e preço-alvo para cada empresa no modelo CAPM; os valores do PIB (ver anexo 11) e as suas previsões para cada ano; o valor da inflação e suas previsões para cada ano; o **desvio** entre cada um destes factores e a sua previsão; calculou-se a variância para os valores do PIB e da inflação à qual se juntou a covariância entre cotações e valores dos factores, separadamente, para o PIB considerou-se a valorização da cotação para cada empresa em todos os anos, pelo facto dos valores do PIB serem taxas de variação entre dois anos e para a inflação considerou-se os valores das cotações em si. Através da divisão entre estes dois elementos obteve-se o **beta** que representa a sensibilidade da taxa de rentabilidade do activo face a cada um dos factores. A fórmula de cálculo deste modelo é um somatório de todos os factores considerados (ver anexos 12 e 13).

Para os dois modelos foi efectuada uma análise comparada em busca de padrões entre os valores obtidos.

IV. 6 Hipóteses em Investigação

As hipóteses em investigação nesta dissertação de mestrado são as seguintes:

H1: O modelo *Capital Asset Pricing Model* contribui para uma adequada previsão do valor das cotações das empresas do PSI 20 da Bolsa de Valores de Lisboa.

H2: O modelo *Arbitrage Pricing Theory* contribui para uma adequada previsão do valor das cotações das empresas do PSI 20 da Bolsa de Valores de Lisboa.

H3: O modelo *Capital Asset Pricing Model* contribui para uma previsão mais adequada do valor das cotações do que o modelo *Arbitrage Pricing Theory*.

CAPITULO V – Análise e Reflexão dos Dados

V.1 Aplicação do Modelo Capital Asset Pricing Model

Nos seguintes quadros provenientes da *pivot table* no anexo 1a, usa-se a diferença entre a valorização real do título e a valorização calculada pelo modelo CAPM, pois quer-se verificar efectivamente, em que medida o modelo se aproxima, ou afasta, da realidade e se existirá algum padrão para os resultados anteriormente obtidos.

Quadro 3: Média da diferença entre valorização do modelo CAPM e o valor real para cada empresa

Row Labels	Values				
	Average of diferença CAPM/real_07	Average of dif CAPM/real_08	Average of dif CAPM/real_09	Average of dif CAPM/real_10	Average of dif CAPM/real_11
Altri	-27%	65%	-66%	38%	107%
BES	-6%	60%	52%	55%	86%
BPI	13%	72%	2%	56%	113%
Brisa	-2%	51%	-19%	41%	76%
Cimpor	9%	46%	-67%	37%	24%
EDP	-13%	44%	-2%	32%	31%
Portucel	11%	35%	-12%	-1%	49%
Semapa	5%	31%	-7%	5%	57%
SONAE	-27%	82%	-75%	33%	91%
Jerónimo Martins	72%	31%	-65%	-55%	6%
Galp Energia	-161%	65%	-46%	1%	58%
Mota-Engil	5%	58%	-45%	67%	63%
ZON Multimédia	6%	66%	1%	38%	61%
Grand Total	-9%	54%	-27%	27%	63%

Fonte: Elaboração Própria

Para essa diferença tem-se a média de cada ano para as empresa em estudo e a partir daí perceber-se em termos concretos o afastamento das valorizações. Assim sendo, averigua-se que no geral essa diferença é um pouco elevada e que no ano de 2008 e de 2011 a diferença foi sempre positiva.

A Sonae e a Altri foram as duas empresas que, em nenhum destes anos, tiveram uma diferença perto da média, ou seja, que variasse entre os -10% e os 10% que de certa forma já se pode considerar válido para o resultado desta aplicação.

Destacam-se as restantes empresas: BES, BPI, Brisa, Cimpor, EDP, Portucel, Semapa, Jerónimo Martins, Galp Energia, Mota-Engil e Zon Multimédia pois conseguiram num ano obter um afastamento mínimo em relação à média. A Semapa em três dos cinco anos obteve esse afastamento mínimo, no entanto foi a Zon Multimédia que obteve um distanciamento menor em relação à média, 1% em 2009, ou seja, para esta empresa neste ano o modelo aplicou-se na integra, assim como para a Portucel mas neste caso a valorização foi negativa.

Analisando o total de cada ano, constata-se que o ano de 2007, as diferenças foram menores em relação à média. Os resultados desta análise ficaram limitados também pela situação económica e financeira mundial, sendo que para o ano de 2008 em condições atípicas o modelo não se adequou.

Quadro 4: Média da diferença entre valorização do modelo CAPM e valor real para intervalos do Beta

Row Labels	Values					
	Average of diferença CAPM/real_07	Average of dif CAPM/real_08	Average of dif CAPM/real_09	Average of dif CAPM/real_10	Average of dif CAPM/real_11	Count of Beta
0-0,5	20%	39%	-8%	1%	50%	4
BES	-6%	60%	52%	55%	86%	1
Portucel	11%	35%	-12%	-1%	49%	1
Semapa	5%	31%	-7%	5%	57%	1
Jerónimo Martins	72%	31%	-65%	-55%	6%	1
0,5-1	2%	56%	-17%	41%	61%	5
BPI	13%	72%	2%	56%	113%	1
Brisa	-2%	51%	-19%	41%	76%	1
Cimpor	9%	46%	-67%	37%	24%	1
EDP	-13%	44%	-2%	32%	31%	1
ZON Multimédia	6%	66%	1%	38%	61%	1
1-1,5	5%	58%	-45%	67%	63%	1
1,5-2	-72%	71%	-62%	24%	85%	3
Altri	-27%	65%	-66%	38%	107%	1
SONAE	-27%	82%	-75%	33%	91%	1
Galp Energia	-161%	65%	-46%	1%	58%	1
Grand Total	-9%	54%	-27%	27%	63%	13

Fonte: Elaboração Própria

Neste quadro definiram-se intervalos de beta entre 0 e 2, nos quais se conseguem distinguir os vários tipos de oscilações e proporções entre valorizações. Verifica-se que o intervalo de beta entre 0,5 e 1 é o intervalo que engloba a maioria das empresas e onde se verificam seis resultados válidos, e o mesmo se verifica no intervalo de beta entre 0 e 0,5. Observa-se também que, para betas superiores a 1,5 apenas existe uma

empresa, a Galp Energia, beta igual a 1,72, com uma valorização válida, ou seja, com valorizações que pouco diferem da média.

Conclui-se então que o modelo poderá ter maior aderência para empresas que possuam betas anuais inferiores a 1, isto indica que estas empresas acompanham o mercado geral mas com uma variação inferior à sua, e que tenham capitalizações bolsistas inferiores a 5 mil milhões de euros. Excepção para a Jerónimo Martins que possui uma capitalização bolsista de 5 301 638 415 de euros e o BPI com 5 146 333 333 de euros.

No quadro seguinte pode-se analisar essa mesma situação, até 5 mil milhões de euros temos a maioria dos resultados validados com o modelo, que juntando ao resultado do quadro anterior que para betas inferiores a 1, tem-se que a aplicação do modelo CAPM se justifica para empresas com estas duas características conhecidas à priori.

Quadro 5: Relação entre capitalização bolsista e beta para as empresas

Row Labels	Values				
	Average of diferença CAPM/real_07	Average of dif CAPM/real_08	Average of dif CAPM/real_09	Average of dif CAPM/real_10	Average of dif CAPM/real_11
0-500000000	0%	54%	-21%	34%	63%
BES	-6%	60%	52%	55%	86%
0-0,5	-6%	60%	52%	55%	86%
Brisa	-2%	51%	-19%	41%	76%
0,5-1	-2%	51%	-19%	41%	76%
Cimpor	9%	46%	-67%	37%	24%
0,5-1	9%	46%	-67%	37%	24%
Mota-Engil	5%	58%	-45%	67%	63%
1-1,5	5%	58%	-45%	67%	63%
Portucel	11%	35%	-12%	-1%	49%
0-0,5	11%	35%	-12%	-1%	49%
Semapa	5%	31%	-7%	5%	57%
0-0,5	5%	31%	-7%	5%	57%
SONAE	-27%	82%	-75%	33%	91%
1,5-2	-27%	82%	-75%	33%	91%
ZON Multimédia	6%	66%	1%	38%	61%
0,5-1	6%	66%	1%	38%	61%
5000000000-10000000000	0%	58%	0%	44%	72%
BPI	13%	72%	2%	56%	113%
0,5-1	13%	72%	2%	56%	113%
EDP	-13%	44%	-2%	32%	31%
0,5-1	-13%	44%	-2%	32%	31%
1,5-2	-161%	65%	-46%	1%	58%
60000000000-65000000000	-27%	65%	-66%	38%	107%
Grand Total	-16%	56%	-24%	33%	68%

Fonte: Elaboração Própria

Quadro 6: Média da diferença entre valorização do modelo CAPM e valor real para intervalos da capitalização bolsista

Row Labels	Values					Count of Capitaliz bolsista
	Average of diferença CAPM/real_07	Average of dif CAPM/real_08	Average of dif CAPM/real_09	Average of dif CAPM/real_10	Average of dif CAPM/real_11	
0-5000000000	0%	54%	-21%	34%	63%	8
BES	-6%	60%	52%	55%	86%	1
Brisa	-2%	51%	-19%	41%	76%	1
Cimpor	9%	46%	-67%	37%	24%	1
Mota-Engil	5%	58%	-45%	67%	63%	1
Portucel	11%	35%	-12%	-1%	49%	1
Semapa	5%	31%	-7%	5%	57%	1
SONAE	-27%	82%	-75%	33%	91%	1
ZON Multimédia	6%	66%	1%	38%	61%	1
5000000000-10000000000	24%	49%	-22%	11%	50%	3
BPI	13%	72%	2%	56%	113%	1
EDP	-13%	44%	-2%	32%	31%	1
Jerónimo Martins	72%	31%	-65%	-55%	6%	1
10000000000-15000000000	-161%	65%	-46%	1%	58%	1
Galp Energia	-161%	65%	-46%	1%	58%	1
60000000000-65000000000	-27%	65%	-66%	38%	107%	1
Altri	-27%	65%	-66%	38%	107%	1
Grand Total	-9%	54%	-27%	27%	63%	13

Fonte: Elaboração Própria

Analisando a capitalização bolsista separadamente, esta foi dividida de forma a compreender se as maiores empresas, que geralmente disponibilizam mais informação e possuem um elevado número de accionistas, se aproximam mais da realidade a nível das valorizações. Entre 0 e 5 mil milhões encontra-se a grande parte desta amostra, são oito empresas e no qual em 2007 a média da diferença é zero, o que significa que foi neste ano que se validou o modelo quase na totalidade, perante essas características.

V.1.1 Análise de dados face a cada empresa objecto de estudo

Tendo em conta os dados primários chegou-se às seguintes conclusões:

Quadro 7: Altri - Cálculo para o Modelo CAPM e comparação com a valorização real

Altri	Euribor12	real
2007	3,8%	31%
2008	4,2%	-61%
2009	24,9%	91%
2010	22,7%	-15%
2011	42,7%	-65%

Fonte: Elaboração Própria

Para a Altri a valorização calculada através do modelo mostra-se muito diferente da valorização real que se verificou para a empresa nestes anos.

Quadro 8: BES- Cálculo para o Modelo CAPM e comparação com a valorização real

BES	Euribor12	real
2007	3,9%	10%
2008	4,3%	-55%
2009	19,9%	-32%
2010	17,8%	-37%
2011	32,7%	-53%

Fonte: Elaboração Própria

O BES teve em 2007 valorizações muito próximas, ou seja, o modelo aplicou-se apenas para este ano.

Quadro 9: BPI - Cálculo para o Modelo CAPM e comparação com a valorização real

BPI	Euribor12	real
2007	3,8%	-9%
2008	4,2%	-67%
2009	23,5%	21%
2010	21,3%	-35%
2011	47,4%	-65%

Fonte: Elaboração Própria

O Banco BPI teve valorizações contraditórias, no entanto, em 2009 obteve uma diferença muito pequena, 2,5% o que valida o modelo para este ano.

Quadro 10: Cimpor - Cálculo para o Modelo CAPM e comparação com a valorização real

Cimpor	Euribor12	real
2007	3,9%	-5%
2008	4,4%	-42%
2009	18,0%	85%
2010	15,9%	-21%
2011	29,1%	5%

Fonte: Elaboração Própria

A cimenteira Cimpor não obteve em nenhum destes anos valorizações calculadas semelhantes às valorizações reais.

Quadro 11: Brisa - Cálculo para o Modelo CAPM e comparação com a valorização real

Brisa	Euribor12	real
2007	3,9%	6%
2008	4,4%	-47%
2009	15,5%	34%
2010	13,5%	-27%
2011	24,6%	-51%

Fonte: Elaboração Própria

A Brisa obteve valorizações quase iguais em 2007 com uma diferença de 2,1% o que valida o modelo para este ano.

Quadro 12: EDP - Cálculo para o Modelo CAPM e comparação com a valorização real

EDP	Euribor12	real
2007	3,93%	17%
2008	4,47%	-39%
2009	14%	16%
2010	12,05%	-20%
2011	26,27%	-4%

Fonte: Elaboração Própria

Para a empresa Energias De Portugal, o ano de 2009 também validou o modelo verificando-se uma diferença de apenas 2% entre as valorizações, o que significa que neste ano a variação do título foi semelhante à variação que se obteria utilizando o modelo CAPM.

Quadro 13: Galp Energia - Cálculo para o Modelo CAPM e comparação com a valorização real

Galp Energia	Euribor12	real
2007	3,9%	165%
2008	4,3%	-61%
2009	22,2%	68%
2010	20%	19%
2011	37,3%	-21%

Fonte: Elaboração Própria

A Galp Energia teve valorizações muito distintas, contudo para o ano de 2010, pode dizer-se que o modelo se aplicou totalmente pois a diferença é mínima, 1%. Considera-se aplicável para este ano o modelo CAPM.

Quadro 14: Jerónimo Martins - Cálculo para o Modelo CAPM e comparação com a valorização real

Jerónimo Martins	Euribor12	real
2007	4,0%	-68%
2008	4,6%	-26%
2009	10,6%	76%
2010	8,7%	63%
2011	18,5%	12%

Fonte: Elaboração Própria

O grupo Jerónimo Martins obteve no ano de 2011 uma valorização calculada muito próxima da valorização real, a sua diferença foi de 6,5% validando o modelo.

Quadro 15: Mota-Engil - Cálculo para o Modelo CAPM e comparação com a valorização real

Mota-Engil	Euribor12	real
2007	4,9%	-0,4%
2008	4,2%	-54%
2009	22,5%	68%
2010	11,0%	-56%
2011	22,5%	-41%

Fonte: Elaboração Própria

Para a Mota-Engil o modelo CAPM não foi aplicável em nenhum dos anos considerados.

Quadro 16: Portucel - Cálculo para o Modelo CAPM e comparação com a valorização real

Portucel	Euribor12	real
2007	3,92%	-7%
2008	4,42%	-31%
2009	16%	28%
2010	13,8%	15%
2011	30,19%	-19%

Fonte: Elaboração Própria

A Portucel teve valorizações contraditórias excluindo o ano de 2010, onde a diferença entre as valorizações foi de 1,2%, concluindo que para este ano pode-se aplicar o modelo CAPM.

Quadro 17: Semapa - Cálculo para o Modelo CAPM e comparação com a valorização real

Semapa	Euribor12	real
2007	3,9%	-1%
2008	4,5%	-27%
2009	13,8%	21%
2010	11,8%	7%
2011	21,4%	-35%

Fonte: Elaboração Própria

À semelhança da Portucel, a Semapa também teve valorizações muito próximas no ano de 2010, concluindo-se que o sector do papel prova a veracidade do modelo para o ano de 2010.

Quadro 18: SONAE - Cálculo para o Modelo CAPM e comparação com a valorização real

Sonae	Euribor12	real
2007	3,8%	31%
2008	4,2%	-78%
2009	24,6%	99%
2010	22,4%	-10%
2011	49,9%	-41%

Fonte: Elaboração Própria

A Sonae SGPS obteve valorizações contraditórias em todos os anos, com diferenças muito acentuadas.

Quadro 19: Zon Multimédia- Cálculo para o Modelo CAPM e comparação com a valorização real

Zon	Euribor12	real
2007	3,9%	-2%
2008	4,4%	-61%
2009	18,1%	17%
2010	16,0%	-22%
2011	29,3%	-32%

Fonte: Elaboração Própria

A Zon Multimédia sendo uma empresa nova no PSI 20 apenas validou o modelo para 2009, data de entrada no PSI 20, com uma diferença de 0,9%, foi a valorização calculada mais próxima da valorização real do mercado.

V.1.2 Análise de dados comparada

Depois de todos os dados reunidos e trabalhados, elaboraram-se os seguintes quadros a título de conclusão, os quais relacionam as componentes específicas do modelo para cada ano. A análise foi feita sempre separadamente para cada empresa e cada ano, para que o resultado de um destes não influenciasse o resultado dos restantes dados, sendo apenas relacionados quando fosse útil e proveitoso para conclusões finais.

Quadro 20: Comparação entre valorizações reais e calculadas

	2007	2008	2009	2010	2011
BPI	+	+	+	+	+
BES	-	+	+	+	+
Jerónimo Martins	+	+	-	-	+
Sonae	-	+	-	+	+
Semapa	+	+	-	+	+
Portucel	+	+	-	-	+
Altri	-	+	-	+	+
Galp	-	+	-	+	+
EDP	-	+	-	+	+
Cimpor	+	+	-	+	+
Mota-Engil	+	+	-	+	+
Brisa	-	+	-	+	+
Zon Multimédia	+	+	+	+	+

Fonte: Elaboração Própria

Consoante a tabela que analisa a diferença entre o valor calculado pelo CAPM e a valorização real dos títulos das empresas em causa nos anos em estudo, (quando superior, é representada pelo símbolo “+”, e quando é inferior, representa-se pelo símbolo “-“), verifica-se que para os anos de 2008 a 2011 existiu uma tendência geral. O ano de 2009 difere da tendência geral dos outros três anos negativamente, com exceção do Banco Espírito Santo e Zon Multimédia. Nesses três anos, a valorização que resultou do CAPM foi superior à valorização que realmente se verificou para o valor dos títulos destas empresas concluindo-se então que o modelo CAPM prevê geralmente uma variação superior para títulos financeiros do PSI20.

Quadro 21: Comparação a nível de sectores

	Banca		Retalho		Papel			Energia	
	BPI	BES	SONAE	Jerónimo Martins	Semapa	Altri	Portucel	EDP	Galp
2007									-
2008		+		+			+		+
2009		+		-			-		-
2010		+							+
2011		+		+			+		+

Fonte: Elaboração Própria

Fazendo uma análise a nível dos maiores sectores desta análise, são eles a Banca, o Retalho, o Papel e a Energia, verifica-se que para os anos de 2008 e 2011, tal como no quadro anterior, todos tiveram uma valorização/rendimento superior, perante a aplicação do modelo CAPM, em relação à valorização real dos títulos. Sendo que também em 2009 todos os sectores tiveram uma rendibilidade superior ao calculado pelo CAPM. Apenas se colocaram no quadro as variações que mostravam concordância entre as empresas do mesmo sector, sendo que em 2007 o BPI teve valorização positiva e o BES teve variação negativa e por isso não foi considerado. Através deste quadro conseguimos perceber que o sector da Banca foi o que mostrou maior congruência ao longo dos anos representados, apesar de estar com um valor calculado superior ao valor real.

Quadro 22: Comparação das empresas consoante o seu beta anual

	$\beta < 1$	$\beta = 1$	$\beta > 1$
BPI	*		
BES	*		
Jerónimo Martins	*		
Sonae			*
Semapa	*		
Portucel	*		
Altri			*
Galp			*
EDP	*		
Cimpor	*		
Mota-Engil			*
Brisa	*		
Zon Multimédia	*		

Fonte: Elaboração Própria

Na análise desta tabela onde se agruparam os betas inferiores a 1 (títulos que acompanham positivamente ou negativamente o mercado geral PSI20, mas as variações/valorizações são sempre inferiores às deste último), os betas que igualam a 1 (o título valoriza na mesma proporção da valorização do mercado geral, acompanha o próprio mercado geral) e os betas superiores a 1 (as variações do título são superiores às variações do mercado e acompanham o sentido dessa valorização, negativamente ou positivamente).

Para nenhuma empresa, o título acompanhou exactamente a valorização do mercado. Para beta superior a 1, apenas quatro empresas tiveram uma valorização superior à do mercado, e por isso, a maior parte das empresas encontram-se com um beta inferior a 1, ou seja, em média, durante estes anos verificou-se que as variações dos títulos destas empresas foram proporcionalmente menores às variações verificadas no PSI20.

Quadro 23: Comparação das empresas a nível de capitalizações bolsistas

Capitalização bolsista	<5mM	5mM<cap<10mM	>10mM
BPI		5 146 333 333	
BES	3 643 000 000		
Jerónimo Martins		5 301 638 415	
Sonae	1 118 638 061		
Semapa	351 982 404		
Portucel	1 109 448 167		
Altri			64 283 508 000
Galp			11 018 316 667
EDP		7 858 516 667	
Cimpor	3 913 833 333		
Mota-Engil	1 059 118 750		
Brisa	4 172 266 667		
Zon Multimédia	1 754 533 333		

Fonte: Elaboração Própria

Através da análise da capitalização bolsista que reflecte o valor de mercado de cada empresa, agruparam-se valores com intervalos de cinco mil milhões de euros. Apenas duas empresas, Altri e Galp possuem uma capitalização bolsista superior a dez mil milhões de euros, pela média dos anos em causa. Estas duas empresas têm uma diferença entre os valores calculados e reais semelhante em todos os anos e um beta superior a 1, o que significa que a discrepância entre as variações da empresa são superiores à variação do mercado geral. As restantes encontram-se maioritariamente no intervalo inferior a cinco mil milhões de euros pois correspondem a betas inferiores a 1, ou seja, a proporção das suas variações foram menores em relação à variação do mercado geral, estiveram mais perto de estarem em conformidade com a variação real.

Quadro 24: Cotações médias para os cinco anos das empresas

	<5	5<cot<10	>10
BPI	*		
BES		*	
Jerónimo Martins		*	
Sonae	*		
Semapa		*	
Portucel	*		
Altri	*		
Galp			*
EDP	*		
Cimpor		*	
Mota-Engil	*		
Brisa		*	
Zon Multimédia	*		

Fonte: Elaboração Própria

Da análise da cotação agrupada verifica-se que a Galp se destaca pois tem uma média de cotações superior a 10, uma vez que também pertence ao grupo das empresas com uma capitalização bolsista superior a dez mil milhões de euros e um beta superior a 1.

V.2 Aplicação Modelo Arbitrage Pricing Theory

O modelo APT pode incorporar várias variáveis explicativas, o preço do petróleo, taxas de juro, Produto Interno Bruto, taxas de Inflação, Índice de Produção Industrial ou o Risco de Crédito são exemplos de variáveis que reflectem os riscos globais de mercado traduzindo o risco sistemático que não pode ser diversificável e por isso o seu valor esperado é nulo. Por isso, consideraram-se duas variáveis obtidas através da base de dados online do World Bank, Jornais Económicos portugueses para os valores esperados destas duas variáveis e Boletins Económicos do Banco de Portugal para cada ano em análise, o PIB e a taxa de Inflação. Não se conseguiu obter outros dados mais concretos para uma aplicação mais extensa deste modelo pois a informação disponível não o permitiu.

Para este modelo usou-se a mesma abordagem de análise do CAPM, obteve-se a taxa de variação da inflação e do PIB em percentagem e sua previsão para cada ano, calculou-se a **diferença/desvio F** entre esses dois dados e a variância. Para o **beta** das taxas calculou-se a covariância entre a **cotação do título** (valorização de ano para ano) e a tal variação de cada taxa permitindo construir os seguintes quadros através de uma *pivot table* apresentada no anexo 1:

Quadro 25: Média da diferença entre valorização do modelo APT e o valor real para cada empresa

Row Labels	Values				
	Average of diferença_APT/real07	Average of diferença_APT/real08	Average of diferença_APT/real09	Average of diferença_APT/real10	Average of diferença_APT/real11
Altri	35%	132%	-69%	64%	44%
BES	62%	87%	65%	114%	319%
BPI	41%	162%	-21%	-10%	211%
Brisa	1%	65%	-8%	90%	94%
Cimpor	63%	132%	-79%	28%	14%
EDP	-20%	56%	24%	95%	53%
Galp	-187%	-28%	-30%	32%	96%
Jerónimo Martins	53%	98%	-68%	-66%	6%
Mota-Engil	10%	208%	-34%	184%	128%
Portucel	44%	162%	27%	6%	98%
Semapa	153%	302%	151%	111%	127%
Sonae	-41%	208%	-63%	91%	211%
ZON			46%	139%	155%
Grand Total	18%	132%	-5%	67%	120%

Fonte: Elaboração Própria

Quadro 26: Média da diferença entre valorização do modelo APT e valor real para intervalos do *Beta de PIB*

Row Labels	Values				
	Average of diferença_APT/real07	Average of diferença_APT/real08	Average of diferença_APT/real09	Average of diferença_APT/real10	Average of diferença_APT/real11
-0,5-0	21%	136%	-25%	62%	101%
Altri	35%	132%	-69%	64%	44%
BPI	41%	162%	-21%	-10%	211%
Brisa	1%	65%	-8%	90%	94%
Cimpor	63%	132%	-79%	28%	14%
EDP	-20%	56%	24%	95%	53%
Jerónimo Martins	53%	98%	-68%	-66%	6%
Mota-Engil	10%	208%	-34%	184%	128%
Portucel	44%	162%	27%	6%	98%
Sonae	-41%	208%	-63%	91%	211%
ZON			46%	139%	155%
*0-0,5	9%	120%	62%	86%	181%
Grand Total	18%	132%	-5%	67%	120%

Fonte: Elaboração Própria

Quadro 27: Média da diferença entre valorização do modelo APT e valor real para intervalos do *Beta da Inflação*

Row Labels	Values				
	Average of diferença_APT/real07	Average of diferença_APT/real08	Average of diferença_APT/real09	Average of diferença_APT/real10	Average of diferença_APT/real11
-0,5-0	18%	132%	-5%	67%	120%
Altri	35%	132%	-69%	64%	44%
BES	62%	87%	65%	114%	319%
BPI	41%	162%	-21%	-10%	211%
Brisa	1%	65%	-8%	90%	94%
Cimpor	63%	132%	-79%	28%	14%
EDP	-20%	56%	24%	95%	53%
Galp	-187%	-28%	-30%	32%	96%
Jerónimo Martins	53%	98%	-68%	-66%	6%
Mota-Engil	10%	208%	-34%	184%	128%
Portucel	44%	162%	27%	6%	98%
Semapa	153%	302%	151%	111%	127%
Sonae	-41%	208%	-63%	91%	211%
ZON			46%	139%	155%
Grand Total	18%	132%	-5%	67%	120%

Fonte: Elaboração Própria

Quadro 28: Média da diferença entre valorização do modelo APT e valor real para intervalos do *Beta*

Row Labels	Values				
	Average of diferença_APT/real07	Average of diferença_APT/real08	Average of diferença_APT/real09	Average of diferença_APT/real10	Average of diferença_APT/real11
0-0,5	78%	162%	44%	41%	138%
BES	62%	87%	65%	114%	319%
Jerónimo Martins	53%	98%	-68%	-66%	6%
Portucel	44%	162%	27%	6%	98%
Semapa	153%	302%	151%	111%	127%
0,5-1	21%	104%	-8%	68%	105%
BPI	41%	162%	-21%	-10%	211%
Brisa	1%	65%	-8%	90%	94%
Cimpor	63%	132%	-79%	28%	14%
EDP	-20%	56%	24%	95%	53%
ZON			46%	139%	155%
1-1,5	10%	208%	-34%	184%	128%
1,5-2	-65%	104%	-54%	62%	117%
Grand Total	18%	132%	-5%	67%	120%

Fonte: Elaboração Própria

Quadro 29: Média da diferença entre valorização do modelo APT e valor real para intervalos da capitalização bolsista

Row Labels	Values				
	Average of diferença_APT/real07	Average of diferença_APT/real08	Average of diferença_APT/real09	Average of diferença_APT/real10	Average of diferença_APT/real11
0-5000000000	41%	166%	13%	95%	143%
BES	62%	87%	65%	114%	319%
Brisa	1%	65%	-8%	90%	94%
Cimpor	63%	132%	-79%	28%	14%
Mota-Engil	10%	208%	-34%	184%	128%
Portucel	44%	162%	27%	6%	98%
Semapa	153%	302%	151%	111%	127%
Sonae	-41%	208%	-63%	91%	211%
ZON			46%	139%	155%
5000000000-10000000000	25%	105%	-21%	6%	90%
BPI	41%	162%	-21%	-10%	211%
EDP	-20%	56%	24%	95%	53%
Jerónimo Martins	53%	98%	-68%	-66%	6%
10000000000-15000000000	-187%	-28%	-30%	32%	96%
Galp	-187%	-28%	-30%	32%	96%
60000000000-65000000000	35%	132%	-69%	64%	44%
Altri	35%	132%	-69%	64%	44%
Grand Total	18%	132%	-5%	67%	120%

Fonte: Elaboração Própria

Nos quadros acima apresentados verifica-se em parte o resultado obtido pelo modelo CAPM, ou seja, no quadro 25: Média da diferença entre valorização do modelo APT e o valor real para cada empresa, tem-se cinco validações para quatro anos, porém duas delas pertencem à mesma empresa, a Brisa. Para este modelo o ano de 2009 foi o ano

em que este conjunto de empresas obteve uma diferença menor em relação à média das diferenças.

Pelo quadro 26: Média da diferença entre valorização do modelo APT e valor real para intervalos de Beta do PIB, verifica-se que as quatro empresas (que validaram o modelo) se situam no intervalo de beta entre -0,5 e 0. No quadro 27: Média da diferença entre valorização do modelo APT e valor real para intervalos do Beta da Inflação, confirma-se o facto de estas duas taxas obterem betas maioritariamente negativos. Fez-se também a comparação com os betas dos títulos de cada empresa, no quadro 28: Média da diferença entre valorização do modelo APT e valor real para intervalos do Beta, repara-se que o modelo poderá aplicar-se a empresas com betas dos títulos inferiores a 1, intervalo que se mostrou eficaz para a aplicação do modelo CAPM.

O quadro 29: Média da diferença entre valorização do modelo APT e valor real para intervalos da capitalização bolsista, confirma um padrão tal como no modelo CAPM, as empresas que validaram o modelo possuem capitalizações bolsistas inferiores a 5 mil milhões de euros.

Através dos seguintes quadros, faz-se uma análise comparada entre os modelos e a valorização real que se verificou nesse ano para cada empresa :

BPI	APT	real	capm
2007	32%	-65%	3,8%
2008	94%	-35%	4,2%
2009	0,3%	21%	23,5%
2010	-45%	-67%	21,3%
2011	146%	-9%	47,4%

EDP	APT	real	capm
2007	-3%	17%	3,93%
2008	17%	-39%	4,47%
2009	41%	16%	14%
2010	74%	-20%	12,05%
2011	48%	-4%	26,27%

Portucel	APT	real	capm
2007	37%	-7%	3,92%
2008	132%	-31%	4,42%
2009	54%	28%	16%
2010	21%	<u>15,0%</u>	<u>13,76%</u>
2011	79%	-19%	30,19%

Sonae	APT	real	capm
2007	-10%	31%	3,8%
2008	130%	-78%	4,2%
2009	36%	99%	24,6%
2010	80%	-10%	22,4%
2011	170%	-41%	49,9%

Mota-Engil	APT	real	capm
2007	9,5%	-0,4%	4,9%
2008	154%	-54%	4,2%
2009	34%	68%	22,5%
2010	129%	-56%	11,0%
2011	87%	-41%	22,5%

ZON	APT	real	capm
2007	-	-2%	3,9%
2008	-	-61%	4,4%
2009	63%	<u>17%</u>	<u>18,1%</u>
2010	117%	-22%	16,0%
2011	123%	-32%	29,3%

BES	APT	real	capm
2007	72%	<u>10%</u>	<u>3,9%</u>
2008	32%	-55%	4,3%
2009	33%	-32%	21,2%
2010	77%	-37%	19,1%
2011	266%	-53%	35,2%

Brisa	APT	real	capm
2007	<u>7%</u>	<u>6%</u>	<u>3,9%</u>
2008	18%	-47%	4,4%
2009	<u>26%</u>	<u>34%</u>	16,5%
2010	63%	-27%	14,4%
2011	43%	-51%	26,3%

Semapa	APT	real	capm
2007	152%	-1%	3,9%
2008	275%	-27%	4,5%
2009	172%	21%	13,8%
2010	118%	<u>7%</u>	<u>11,8%</u>
2011	92%	-35%	21,4%

Galp	APT	real	capm
2007	-22%	165%	3,9%
2008	-89%	-61%	4,3%
2009	38%	68%	22,2%
2010	51%	<u>19%</u>	<u>20,0%</u>
2011	76%	-21%	37,3%

Altri	APT	real	capm
2007	66%	31%	3,8%
2008	71%	-61%	4,2%
2009	<u>21%</u>	91%	<u>26,4%</u>
2010	49%	-15%	24,2%
2011	-21%	-65%	45,6%

Jerónimo Martins	APT	real	capm
2007	-16%	-68%	4,0%
2008	72%	-26%	4,6%
2009	<u>8%</u>	76%	<u>10,6%</u>
2010	-2%	63%	8,7%
2011	18%	12%	18,5%

Cimpor	APT	real	capm
2007	58%	-5%	3,9%
2008	90%	-42%	4,3%
2009	5%	85%	19,1%
2010	7%	-21%	17,0%
2011	19%	5%	31,3%

Tal como foi verificado para o modelo CAPM, observa-se também uma diferença considerável entre o valor calculado para o modelo APT e a valorização verificada na

realidade. No entanto, repare-se que apenas a Brisa teve valorizações semelhantes às valorizações reais, para 2007 e 2009.

Fazendo uma comparação entre os resultados obtidos apenas pelos dois modelos, verifica-se consoante os valores destacados, que em 2007 a Brisa obteve os resultados destes dois modelos semelhantes, assim como a Jerónimo Martins e a Altri em 2009. Curiosamente em 2007 a Brisa obteve as três valorizações destes quadros muito semelhantes, validando qualquer um dos modelos para este ano..

O modelo APT apresenta geralmente valorizações superiores às valorizações do modelo CAPM, o que se pode justificar pelo facto da fórmula de cálculo do modelo exprimir um somatório dos factores comuns a todos os activos financeiros e que nesta investigação foram seleccionados o PIB e a inflação. De acordo com os valores destacados nos quadros apresentados, o modelo CAPM tem mais validações entre as valorizações reais do que o modelo APT.

V.3 Validação das Hipóteses

Tal como foi referido anteriormente, tinha-se como objectivo nesta investigação, verificar a veracidade dos resultados teóricos em comparação aos preços históricos dos títulos mediante a aplicação dos modelos *Capital Asset Pricing Model* e *Arbitrage Pricing Theory* a vários títulos do PSI 20. Contudo, os resultados auferidos com esta aplicação não respondem plenamente às questões de partida deste estudo, recorde-se:

H1: O modelo *Capital Asset Pricing Model* contribui para uma adequada previsão do valor das cotações das empresas do PSI 20 da Bolsa de Valores de Lisboa. Nesta questão, o modelo é aplicável em determinadas circunstâncias, para se prever o retorno futuro de um título financeiro, relacionadas com a capitalização bolsista da empresa e o seu beta. A previsão do valor dos títulos neste caso, não depende do desempenho destes indicadores económicos.

H2: O modelo *Arbitrage Pricing Theory* contribui para uma adequada previsão do valor das cotações das empresas do PSI 20 da Bolsa de Valores de Lisboa.

Comparativamente ao modelo *Arbitrage Pricing Theory*, o modelo *Capital Asset Pricing Model* contribui para uma previsão mais adequada do valor das cotações das empresas do PSI 20 da Bolsa de Valores de Lisboa, no entanto os resultados auferidos pelo modelo APT são válidos para betas negativos ou capitalizações bolsistas inferiores a 5 mil milhões de euros, tal como no modelo CAPM.

H3: O modelo *Capital Asset Pricing Model* contribui para uma previsão mais adequada do valor das cotações do que o modelo *Arbitrage Pricing Theory*. A diferença entre o resultado teórico obtido pelos modelos e a valorização verificada na realidade para cada título, torna-se no geral pouco conclusiva pois existem diferenças superiores a 50%, embora se tenha verificado para o modelo CAPM que apenas duas empresas não tiveram sequer um ano no qual essa diferença tenha sido inferior a 10%, positivamente ou negativamente. As restantes onze empresas possuem uma valorização calculada muito próxima da valorização real em pelo menos um ano, a Semapa obteve em dois anos esse facto. Para o modelo APT, não se consegue confirmar um padrão, apenas se consegue afirmar que os betas são negativos o que significa que a variação da taxa de inflação ou do PIB tende a variar menos do que a variação do próprio mercado embora no mesmo sentido. O modelo CAPM pode contribuir para uma previsão mais adequada do valor das cotações que o modelo APT, pois foi mais conclusivo e forneceu respostas mais claras que o modelo APT.

Conclusões

1. Conclusões Gerais

A investigação apresentada nesta dissertação procurou mostrar a aplicabilidade do modelo *Capital Asset Pricing Model* e do modelo *Arbitrage Pricing Theory* aos títulos financeiros nacionais como sendo ferramentas adequadas para se estimar o preço de acções. Neste âmbito, ao longo desta dissertação aplicou-se ao objecto de investigação, desenvolvimentos teóricos, foram referidas diversas teorias sobre o retorno das acções, a avaliação das empresas, o valor das acções no tempo, o factor *beta* entre outros.

O modelo *Arbitrage Pricing Theory* pressupõe à partida uma rentabilidade garantida, proveniente do risco de cada um dos factores, no modelo *Capital Asset Pricing Model* um investidor é remunerado com uma taxa de rentabilidade que depende apenas do risco de mercado por ele assumido, ou seja, é influenciado apenas pelo mercado geral.

Inicialmente, foram analisados os resultados extraídos da aplicação do modelo CAPM com os valores das taxa Euribor a 12 meses. Como poderia ser pouco conclusivo o retorno de um título financeiro ser explicado apenas por um factor (o mercado geral), aplicou-se o modelo APT que contempla um conjunto de variáveis que têm a capacidade de influenciar a economia geral e compreender se o retorno ou previsão de um título financeiro pode depender (ou variar) do desempenho de determinados indicadores económicos. Analisaram-se as valorizações mensais e anuais para cada título financeiro e a sua ponderação no índice geral português, por forma a comparar expectativas de mercado e resultados obtidos pelos dois modelos.

Perante essa comparação entre os modelos e os expectativas de mercado (valor real) advém que o modelo CAPM tem uma aplicação mais vasta ao objecto de estudo que o modelo APT. Os dois são validados parcialmente, isto é, para certas empresas e anos observa-se que os modelos têm uma aplicação válida. A exposição a qualquer factor em particular afecta a percepção do risco e a taxa esperada de retorno das acções e por isso considera-se também, que a escolha dos factores PIB e inflação pode não ser a mais indicada para a explicação das fontes de risco na economia portuguesa para estes títulos no horizonte temporal considerado.

A questão de partida que incide sobre a aplicabilidade dos modelos ao mercado português, apesar da volatilidade que se tem verificado nos últimos anos, pode-se justificar pela instabilidade financeira e económica verificada a nível mundial desde 2008, afecta o desempenho dos títulos portugueses e por isso o horizonte temporal considerado pode ter comprometido o resultado extraído desta aplicação prática. No entanto, não foi possível escolher um período considerável, anterior a 2008, por falta de acesso a informação necessária para o estudo.

A conclusão desta investigação está de acordo com outros estudos feitos sobre este tema, uma dissertação realizada por Evandro Correia da Silva (2003), referido na metodologia, que também validou parcialmente o modelo *Capital Asset Pricing Model* através da utilização de regressões lineares. Nessa dissertação, o autor ao comparar o comportamento que ocorreu no mercado financeiro e o estimado pelo modelo CAPM verificou que, em dois dos três casos (empresas), o modelo não mostrou a mesma rentabilidade que ocorreu na realidade. Sugere que existe um outro factor (que não é medido pelo histórico de preços) que afecta o retorno futuro ou ainda um novo factor que influencia os preços futuros e não os preços históricos. O mesmo autor relacionou o retorno real, o retorno calculado pelo CAPM e o retorno do mercado geral (IBOVESPA) e conclui que para esses dois casos o CAPM sobre-estima os retornos.

Complementando essa dissertação, existe um outro estudo, elaborado por Luís Martins Fracasso (2009) pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul, no qual a análise foi efectuada através de um Sistema de Análise Estatística para a validação do modelo *Arbitrage Pricing Theory* na conjuntura da economia brasileira, sobre as acções na BOVESPA. O autor conclui que o mercado “precificou a sensibilidade dos retornos da amostra de trinta e oito acções em relação a cinco factores fundamentais cuja natureza é desconhecida”, ou seja, são essas as influências mas não são directamente observáveis, afirmando que “a complexidade maior associada ao modelo da APT seria interpretar a natureza económica dos factores macroeconómicos estudados”. O autor não identifica os factores, indica apenas que “a importância de um factor específico é determinada pela quantidade da variância total de um conjunto de variáveis observadas que esse factor pode explicar e por isso o estudo revelou cinco factores fundamentais que incluem as acções correlacionadas com os factores estimados”.

Em Damodaram (2012:156-158), o autor sugere que os testes iniciais do APT possibilitam uma melhor explicação para as diferenças dos retornos, no entanto teria de haver uma distinção entre o uso destes dois modelos para explicar o retorno de títulos no passado e o seu uso para prever retornos esperados. A extensão do modelo CAPM para factores múltiplos torna-se num problema uma vez que os *betas* e os prémios de risco para cada factor macroeconómico têm de ser estimados no presente. Como estes dados são instáveis, um qualquer erro na estimativa pode anular o benefício de se usar o modelo APT. O autor afirma que os modelos de regressão também possuem esse problema pois consideram que as variáveis, que funcionam melhor como indicadores para o risco de mercado num período específico, podem não ser as que funcionam melhor para o próximo período. Conclui que a utilização do modelo CAPM é mais intuitiva e acredita que um “uso criterioso do modelo sem um apoio exagerado em dados históricos, é a forma mais efectiva de lidar com o risco nas finanças corporativas modernas”.

Em Bodie, Marcus e Kane (2000: 240-242) verifica-se num exemplo referido pelos autores, que num agrupamento de acções em carteiras com base no seu tamanho (capitalização bolsista) o CAPM funcionou, porém cada carteira continha inúmeros *betas* tornando a investigação inconclusiva. Afirmam também que o modelo APT aplica-se apenas a carteiras bem diversificadas, a ausência de arbitragem sem risco em si não pode garantir que a relação entre retorno esperado e *beta* se mantenha para todos os títulos em equilíbrio. Os autores afirmam que essa relação deve ser aproximadamente a mesma para títulos individuais, pois dessa forma as carteiras bem diversificadas cumprem essa relação em equilíbrio. O modelo APT é mais geral na medida em que “ nos leva a essa relação retorno esperado-*beta* sem requerer as suposições irrealistas do modelo CAPM”, nomeadamente o facto de se apoiar numa carteira de mercado. Contudo afirmam que este último é aplicável a todos os activos financeiros e sustentam a teoria de que o modelo APT deve ser utilizado apenas com carteiras que tenham um *beta* igual a um, ou seja que varie exactamente como o mercado geral, e os restantes factores possuam *betas* iguais a zero, ou seja, não tem variação.

Fama e French (2007) afirmam que o modelo CAPM é o modelo mais utilizado para a previsão entre a medida do risco e retorno, o modelo pressupõe que o risco de uma acção deve ser medido em relação a uma carteira de mercado abrangente, a qual

deveria incluir activos financeiros negociados e bens de consumo duráveis, imóveis e capital humano. Afirmam ainda que o *beta* do mercado não é uma descrição completa do risco de um activo, portanto as diferenças entre o retorno esperado não são explicadas pelas diferenças do *beta*, sugerem que se deveria utilizar modelos de precificação que expliquem melhor os retornos médios.

2. Conclusões Específicas da Dissertação

O mercado accionista português, principalmente nos últimos anos, tem sido marcado por oscilações no valor das acções negociadas, o que faz com que alguns investidores diminuam ou retirem as suas posições em momentos desfavoráveis. Como não existe um método exacto para resolver a questão de obtenção de maior lucro ao mínimo risco possível, os investidores procuram usar ferramentas para obter a resposta mais precisa possível como gráficos de barras, índices preço-lucro, métodos subjetivos, entre outros e uma dessas ferramentas poderá ser um destes modelos.

No modelo CAPM o risco relevante é o risco não diversificável, que é medido pelo coeficiente *beta*, o qual mede a sensibilidade de uma acção em relação ao mercado. Este estudo procurou mostrar a aplicabilidade deste modelo para um conjunto de empresas, verificando o seu comportamento em relação ao risco e o retorno medido através do modelo e o ocorrido na realidade.

No Capítulo V desta dissertação foi efectuada a investigação cuja interpretação dos dados secundários resulta na aplicação parcial dos modelos para a previsão do retorno das acções de certas empresas do PSI 20. Para o modelo *Capital Asset Pricing Model* concluiu-se que as empresas com as seguintes características validam o modelo:

- (i) Para valores de *beta* inferiores a 1, as empresas com capitalizações bolsistas inferiores a 5 mil milhões de euros.
- (ii) Para valores de *beta* superiores a 1,5, as empresas com capitalizações bolsistas entre 10 e 15 mil milhões de euros.
- (iii) A Semapa foi a empresa que teve maior congruência de resultados desde a primeira análise comparada. Em três, de cinco anos, obteve valorizações muito

aproximadas das valorizações verificadas na realidade para os títulos financeiros. Possui um *beta* anual de 0,74, uma capitalização bolsista inferior a 5 mil milhões de euros e as suas valorizações reais situam-se entre -0,5% e 0,5%. O sector da banca e do papel podem ser considerados nesta análise, os que mais se adequam a estas conclusões.

O modelo *Arbitrage Pricing Theory* também foi validado parcialmente, sendo aplicável para as seguintes características:

(i) Empresas com *betas* da taxa de inflação ou do PIB negativos que possuam uma capitalização bolsista inferior a 5 mil milhões de euros tal como se verificou para o modelo CAPM, no entanto, aqui os *betas* diferenciam a sua conclusão.

(ii) A Brisa foi a empresa que validou o modelo para dois anos diferentes e apenas no ano de 2008 não se verificaram validações do modelo, justificado pela conjuntura económica do país. No entanto não se consegue encontrar um padrão mais concreto dos resultados através da *pivot table*, como no modelo CAPM, apenas se conclui que os *betas* destes factores possuem uma variação menor em relação ao mercado, ou seja, o mercado geral oscila mais do que estas taxas apesar de o acompanhar, negativa ou positivamente.

Ainda nesse capítulo, fez-se uma análise comparada entre os modelos, onde se conclui que, a nível de comparação entre valorizações obtidas pelos modelos e valorizações reais, apresentadas nos quadros das páginas 125 e 126, o modelo CAPM obteve seis resultados (valorizações) próximos da realidade, validando o modelo, enquanto o modelo APT validou apenas para dois casos. Numa análise comparada das diferenças existentes entre valores dos modelos e do valor real (*pivot tables*), conclui-se que o modelo CAPM obteve valores muito próximos da média dessa diferença (entre -10% e 10%) para treze casos, onde apenas duas empresas, Altri e Galp não validaram o modelo para nenhum dos anos. O modelo APT validou o modelo para quatro empresas, BPI, Brisa, Cimpor, Portucel e Jerónimo Martins, Perante a análise deste modelo com o *beta* de cada título, confirma-se o padrão do CAPM que sustenta a sua validação para empresas com *betas* inferiores a 1 e capitalizações bolsistas inferiores a 5 mil milhões, estas empresas possuem uma capitalização bolsista inferior a 5 mil

milhões de euros, no entanto apenas se diferenciam do modelo CAPM pelo facto de possuírem betas negativos.

E assim foi realizada a análise comparativa entre os modelos com o intuito de incitar à utilização e esclarecimento para futuros investimentos.

3. Pistas Futuras de Investigação

Esta investigação pode servir como ponto de partida para futuros estudos ou investigações que tenham a ver, não só com o estudo do comportamento das acções, mas também com o estudo da constituição de preços das acções no futuro, desde que se possua informação oficial e suficiente para uma correcta investigação. Pode-se encarar o modelo *Capital Asset Pricing Model* e os seus pressupostos (volatilidade do mercado geral, *beta* histórico, taxa de juro sem risco) como ponto de partida, pois é um modelo simples e focado enquanto o modelo *Arbitrage Pricing Theory*, mais exaustivo, quando se inclui as variáveis explicativas e que podem faltar ao primeiro modelo, torna complexa a análise no sentido em que se limita os resultados ao desempenho de um conjunto de variáveis macroeconómicas que nesse ano podem não ter influenciado totalmente o preço dos títulos.

As conclusões tiradas deste estudo sugerem que o uso do modelo *Capital Asset Pricing Model*, no caso do mercado accionista português, pode servir para se ter uma base para decisões dos investidores, como auxílio na tomada de decisões, na medida em que indica, para determinadas situações, a valorização aproximada de um título em determinado período de tempo ou o sector mais indicado para investimento perante a volatilidade desse ano no país. O modelo *Arbitrage Pricing Theory* apesar de se afirmar que é uma melhoria do modelo CAPM, para este estudo não teve a mesma eficácia apesar de ser aplicável para determinadas características.

Se para este estudo se obtivesse os dados oficiais das empresas e instituições financeiras, o resultado poderia ser diferente pois o que mais influencia o resultado extraído da aplicação dos modelos é a valorização esperada que tem por base o preço-alvo e a cotação do título de determinada empresa. A cotação provém de uma fonte

oficial, *Euronext* Lisboa, no entanto, os preços-alvo provêm maioritariamente de artigos de opinião da *internet* e que, fazendo a sua valorização pode indicar valores insensatos e influenciar todo o cálculo.

Referências Bibliográficas

- AFONSO, António; BARROS, Carlos Pestana; CALADO, João; BORGES, Maria Rosa; GARCIA, Teresa; RELVAS, Rui (2004), *Introdução à Economia Financeira*, Escolar Editora, Lisboa;
- BODIE, Zvi; MERTON, Robert C. (1998), *Finance*, Prentice-Hall;
- BODIE, Zvi; Marcus, Alan J.; Kane Alex (2000), *Fundamentos de Investimentos*, Bookman, 3ª edição, Porto Alegre;
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin (1958), *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill/Irwin, New York;
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin (2011), *Principles of Corporate Finance*, Global Edition, McGraw-Hill/Irwin, 10ª edition, New York;
- BRIGHAM, Eugene F. (1991), *Fundamentals of Financial Management*, The Dryden Press, Sixth Edition, EUA;
- CARVALHO, M. Irene (1998), *O Mercado Bolsista Nacional: de 1973 à UE*, Bolsa de Valores de Lisboa - Estudos e Artigos, Lisboa;
- DAMODARAN, Aswath (2006), *Damodaran on Valuation*, Wiley Finance, New York;
- DAMODARAN, Aswath (2012), *Finanças Corporativas: Teoria e Prática*, Bookman, 2ª edição;
- DOWNES, John; GOODMAN, Jordan Elliot (1993), *Dictionary of Finance and Investment*, Nobel, 3ª Edição, New York;
- ELTON, Edwin J.; GRUBER, Martin J. (1991), *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, John Wiley & Sons Inc., 4th edition, New York;
- EUN, Cheol; RESNICK, Bruce G. (2007), *International Financial Management*, McGraw-Hill, 4ª edition, New York;
- FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. (1992), *The Cross-Section of Expected Stock Returns*, Journal of Finance 47 (2);
- FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. (2007), *The Capital Asset Pricing Model Theory And Evidence*, Journal of Economic Perspectives, American Economic Association;

FERREIRA, Luís Miguel Lopes (2008), *Performance e Sensibilidade do CAPM: Aplicação ao Mercado Português*, Faculdade de Economia, Universidade de Coimbra;

FONSECA, José Alberto Soares da (1999), *Obrigações – Métodos de Avaliação e de Gestão do Risco da Taxa de Juro*, Associação Bolsa de Derivados do Porto, Instituto Mercado de Capitais, Porto;

FRACASSO, Luís Martins (2009), *Validação da APT na Conjuntura da Economia Brasileira*, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Económicas, Porto Alegre;

GITMAN, Lawrence J. (2008); *Principles of Managerial Finance*, Harper & Row, Publishers Inc;

HULL, John (1995), *Introduction to Futures and Options Markets*; Englewood Cliffs, NJ. Prentice Hall;

JUSTINO, David (1994), *História da Bolsa de Lisboa*, Edições Inapa, Lisboa;

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. (1958); *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, The American Economic Review, Vol. 48, 3;

MOTA, António Gomes; BARROSO, Clementina Dâmaso; Nunes, João Pedro (2010), *Finanças da Empresa – Teoria e Prática*, Edições Sílabo, 3ª edição, Lisboa;

NABAIS, Carlos (1987), *O que é a Bolsa?*, Editorial Presença, Lisboa;

NETO, Giacomo Balbinotto (2005), *Demanda de Moeda por Especulação O Modelo de James Tobin (1958)*, Faculdade de Ciências Económicas, Porto Alegre;

NEVES, João Carvalho das (2003), *Avaliação de Empresas e Negócios*, McGraw-Hill Portugal, Lisboa;

PARRINO, Robert; KIDWELL David S.; BATES, Thomas W. (2011); *Fundamentals of Corporate Finance*, John Wiley & Sons, 2ª edition, New York;

PEIXOTO, João Paulo (2000), *Introdução à Análise Técnica*, Instituto de Estudos Superiores Financeiros e Fiscais, Vida Económica, Porto;

PINHO, Carlos da Costa; SOARES, Isabel (2006), *Finanças Mercados e Instrumentos*, Edições Sílabo, Lisboa;

ROSENBERG, Barr (1987), *Choosing a Multiple Factor Model*, Investment Management Review, Orinda, CA;

SÁ, Geraldo Tosta de (1987), *Mercado de Ações e Bolsas de Valores*, Edições Correio da Manhã, Lisboa;

SANTOMERO, Anthony; BABEL David (2001), *Financial Markets, Instruments & Institutions*, Mcgraw-Hill/Irvin, 2ªedition, New York;

SAIAS, Luís; AMARAL, Maria do Céu; Carvalho, Rui de; (1998), *Instrumentos Fundamentais de Gestão Financeira*, Universidade Católica Editora, 3ª ed, Lisboa;

SCHAFFER, Burton (2002), *Factor Models*, College of Business, California State University, Sacramento;

SCHROEDER, Richard G.; CLARK, Myrtle W.; Cathey, Jack M. (2005), *Financial Accounting Theory and Analysis: text reading and cases*, John Wiley & Sons, 8ª Edição, New York;

SILVA, Evandro Correia da (2003), *Capital Asset Price Model: Uma avaliação do Modelo de formação de preço de activos de capitais no mercado de acções no Brasil*, in Tese do Curso de Mestrado Profissional em Gestão e Estratégia em Negócios, Instituto de Ciências Humanas e Sociais, Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro;

TOMÉ, José (1999), *Mercados Financeiros - teoria e prática*, Edição Cília, Centro de Formação, Albufeira.

Webgrafia

BdP (2012), Banco de Portugal: <http://www.bportugal.pt/>, consultado em 2012;

Blog Finanças e Investimentos (2010): <http://walterforte.blogspot.pt/>, consultado em 15/05/2013;

Boletim Económico, Inverno 2011, Volume 17 número 4, Banco de Portugal Eurosistema, pp. 7, consultado em 16/04/2013:

<http://static.publico.pt/docs/economia/BdPbolinverno11.pdf>

Boletim Económico, Verão 2009, Volume 15 número 2, Banco de Portugal Eurosistema, pp. 9, consultado em 16/04/2013: [http://www.bportugal.pt/pt-](http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/BoletimEconomico/BEAnteriores/Documents/bol_verao09_p.pdf)

[PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/BoletimEconomico/BEAnteriores/Documents/bol_verao09_p.pdf](http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/BoletimEconomico/BEAnteriores/Documents/bol_verao09_p.pdf)

Boletim Económico, Inverno 2006, Volume 12 número 4, Banco de Portugal Eurosistema, pp. 9, consultado em 16/04/2013: http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/BoletimEconomico/BEAnteriores/Documents/bol_inverno06_p.pdf

Boletim Económico, Primavera 2011, Volume 17 número 1, Banco de Portugal Eurosistema, pp. 31, consultado em 16/04/2013: http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/BoletimEconomico/BEAnteriores/Documents/bol_primavera11_p.pdf

Boletim Económico, Outono 2009, Volume 15 número 3, Banco de Portugal Eurosistema, pp. 10-11, consultado em 07/05/2013: http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/BoletimEconomico/BEAnteriores/Documents/bol_outono09_p.pdf

Boletim Económico, Verão 2006, Volume 12 número 2, Banco de Portugal Eurosistema, pp. 11, consultado em 07/05/2013: http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/BoletimEconomico/BEAnteriores/Documents/bol_verao06_p.pdf

ClubInvest : <http://www.clubeinvest.com/bolsa/index.php>

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários: <http://www.cmvm.pt/>;

Czech National Bank: http://www.cnb.cz/en/about_cnb/;

Diário Económico Online, 2011: <http://economico.sapo.pt/noticias/nprint/134414.html>;
http://economico.sapo.pt/noticias/empresas-disparam-financiamento-de-curto-prazo-com-papel-comercial_134414.html

Sapo: http://economico.sapo.pt/noticias/certificados-de-aforro-ganham-nova-vida-em-2013_155129.html consultado em 31/10/2012;

Diário Económico Online, 2011:
<http://economico.sapo.pt/noticias/pesquisa/?q=certificados%2Bde%2Baforro>;

Diário de Notícias: <http://www.dnoticias.pt/actualidade/economia/169759-descida-da-inflacao-fica-abaixo-do-esperado> ;
<http://www.dnoticias.pt/actualidade/economia/169759-descida-da-inflacao-fica-abaixo-do-esperado> consultado em 07/05/2013;

Económico Online 2012: <http://expresso.sapo.pt/queda-de-56-milhoes-nos-lucros-das-empresas-do-psi20=f750384>

Economia e Finanças: <http://economiafinancas.com/2012/previsao-para-a-taxa-de-inflacao-de-2012/> ; <http://economiafinancas.com/2010/taxa-de-inflacao-para-2010-previsao/> consultado em 07/05/2013;

Mercados, Dinheiro Vivo, 2011:
<http://www.dinheirovivo.pt/Graficos/Detailhe/CIECO003572.html>;

Enciclopédias e Dicionários Porto Editora: <http://www.infopedia.pt/>;

Euribor Rates: <http://pt.euribor-rates.eu/>;

European Banking Federation: www.euribor-ebf.eu/;

Insituto de Gestão da Tesouraria e do Crédito Público: <http://www.igcp.pt/>;

Interbolsa, 2012:

<https://www.interbolsa.pt/AINTERBOLSA/ResenhaHistorica/tabid/56/Default.aspx>;

Jornal de Negócios, consultado em 16/04/2013:

http://www.jornaldenegocios.pt/economia/detalhe/banco_de_portugal_corta_previsoes_crescimento_do_pib_para_menos_de_um_terco.html

Market Watch *in* The Wall Street Journal :

<http://www.marketwatch.com/tools/stockresearch/globalmarkets/intIndices.asp?siteid=mkw>;

Mercado à Vista: Comprar e vender acções, Bovespa, A Bolsa do Brasil:

<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/mercqvist080604.pdf>;

Minitério das Finanças, Decreto-Lei n.º 158/96 de 3 de Setembro, 1996:

http://www.igf.min-financas.pt/inflegal/bd_igf/bd_legis_geral/Leg_geral_docs/DL_158_96.htm;

NYSE Euronext, 2012: <http://www.euronext.com/trader/indicescomposition/composition-4411-EN-PTING0200002.html?selectedMep=5>;

Portugal- Indicadores Económicos, Evolução 2005-2011, AICEP Agência para o Investimento e Comércio Externo de Portugal, Setembro 2011, consultado em 16/04/2013: <http://www.cciib.net/img/pdf/indicadoreseconomicosPT.pdf>

Sapo Económico 2011: http://economico.sapo.pt/noticias/empresas-disparam-financiamento-de-curto-prazo-com-papel-comercial_134414.html

ShareMarketsInfo, Your Gateway of share markets information:

<http://www.sharemarketsinfo.com/leading-markets-2/ftse-100-index/>;

The Bogleheads: http://www.bogleheads.org/wiki/Fama_and_French_Three-Factor_Model;

The New York Times, 2008:

http://www.nytimes.com/2008/03/17/business/17bear.html?_r=0 consultado em 02.05.2013.

Yahoo! Finance: www.finance.yahoo.com/.

World Bank: <http://search.worldbank.org/data?qterm=GDP&language=EN>

Anexos

Anexo 1 – Análise da diferença entre valor real e valores obtidos

a) Pivot Table CAPM em Excel

Nome	Beta	Capitalização bolsista	capm_2007	capm_200	capm_200	capm_201	capm_201	valorização	valorizaçã	valorizaçã	valorizaçã	valorizaçã
BPI	0,86	5146333333	3,8%	4,2%	23,5%	21,3%	47,4%	-9,3%	-67%	21%	-35%	-65%
BES	0,43	3 643 000 000	3,9%	4,3%	19,9%	17,8%	32,7%	10,1%	-55,4%	-31,7%	-37,0%	-53,1%
Jerónimo	0,39	5 301 638 415	4,0%	4,6%	10,6%	8,7%	18,5%	-68,2%	-26,5%	75,9%	63,2%	12,2%
SONAE	1,59	1 118 638 061	3,8%	4,2%	24,6%	22,4%	49,9%	31,1%	-77,9%	99,1%	-10,3%	-41,2%
Semapa	0,47	351 982 404	3,9%	4,5%	13,8%	11,8%	21,4%	-0,8%	-27,0%	21,2%	6,7%	-35,1%
Portucel	0,46	1 109 448 167	3,92%	4,42%	16%	13,76%	30,19%	-7,1%	-30,5%	27,8%	15,0%	-19,2%
Altri	1,5	64 283 508 000	3,8%	4,2%	24,9%	22,7%	42,7%	31,3%	-60,7%	90,7%	-15,0%	-64,7%
Galp Energ	1,72	11 018 316 667	3,9%	4,3%	22,2%	20,0%	37,3%	165,0%	-61,0%	68,2%	18,7%	-20,6%
EDP	0,51	7 858 516 667	3,93%	4,47%	14%	12,05%	26,27%	17,1%	-39,3%	16,4%	-20,4%	-4,4%
Cimpor	0,9	3 913 833 333	3,9%	4,4%	18,0%	15,9%	29,1%	-4,6%	-42,0%	84,7%	-21,1%	4,9%
Mota-Eng	1,06	1 059 118 750	4,9%	4,2%	22,5%	11,0%	22,5%	-0,4%	-54,1%	67,6%	-55,7%	-40,6%
Brisa	0,82	4 172 266 667	3,9%	4,4%	15,5%	13,5%	24,6%	6,3%	-46,8%	34,2%	-27,3%	-51,2%
ZON Multi	0,7	1 754 533 333	3,9%	4,4%	18,1%	16,0%	29,3%	-2,2%	-61,2%	16,9%	-21,9%	-31,5%

(continuação)

cot_real_2	cot_real_2	cot_real_2	cot_real_2	cot_real_2	diferença	diferença	diferença	diferença	diferença
5,37	5,50	4,03	2,25	0,81	13%	72%	2%	56%	113%
14,45	13,17	4,57	3,37	1,34	-6,25%	60%	52%	55%	86%
5,59	4,59	4,32	2,11	13,32	72%	31%	-65%	-55%	6%
2,01	0,57	0,60	0,41	0,46	-27%	82%	-75%	33%	91%
8,57	6,10	2,40	2,09	5,45	5%	31%	-7%	5%	57%
2,95	1,68	2,99	2,63	1,79	11%	35%	-12%	-1%	49%
5,37	5,50	4,03	2,25	1,14	-27%	65%	-66%	38%	107%
16,94	17,60	11,75	14,48	12,32	-161%	65%	-46%	1%	58%
4,54	5,23	3,06	2,57	2,41	-13%	44%	-2%	32%	31%
6,03	4,39	5,59	4,79	5,11	9%	46%	-67%	37%	24%
5,00	3,59	2,03	2,16	1,04	5%	58%	-45%	67%	63%
10	6,36	5,83	4,91	2,58	-2%	51%	-19%	41%	76%
-	-	4,45	2,93	2,21	6%	66%	1%	38%	61%

b) Pivot Table APT em Excel

Nome	Beta	beta pib	beta infla	Capitalização Bolsista	capm_200	capm_200	capm_200	capm_201	capm_201	valorizaçã	valorizaçã	valorizaçã	valorizaçã	valorizaçã
BPI	0,86	-0,20	-0,10	5146333333	3,8%	4,2%	23,5%	21,3%	47,4%	-9,3%	-67%	21%	-35%	-65%
BES	0,43	0,10	-0,02	3 643 000 000	3,9%	4,3%	19,9%	17,8%	32,7%	10,1%	-55,4%	-31,7%	-37,0%	-53,1%
Jerónimo Martins	0,39	-0,10	-0,20	5 301 638 415	4,0%	4,6%	10,6%	8,7%	18,5%	-68,2%	-26,5%	75,9%	63,2%	12,2%
Sonae	1,59	-0,10	-0,26	1 118 638 061	3,8%	4,2%	24,6%	22,4%	49,9%	31,1%	-77,9%	99,1%	-10,3%	-41,2%
Semapa	0,47	0,00	-0,10	351 982 404	3,9%	4,5%	13,8%	11,8%	21,4%	-0,8%	-27,0%	21,2%	6,7%	-35,1%
Portucel	0,46	-0,02	-0,10	1 109 448 167	3,92%	4,42%	16%	13,76%	30,19%	-7,1%	-30,5%	27,8%	15,0%	-19,2%
Altri	1,5	-0,04	-0,30	64 283 508 000	3,8%	4,2%	24,9%	22,7%	42,7%	31,3%	-60,7%	90,7%	-15,0%	-64,7%
Galp	1,72	0,10	-0,10	11 018 316 667	3,9%	4,3%	22,2%	20,0%	37,3%	165,0%	-61,0%	68,2%	18,7%	-20,6%
EDP	0,51	-0,01	-0,04	7 858 516 667	3,93%	4,47%	14%	12,05%	26,27%	17,1%	-39,3%	16,4%	-20,4%	-4,4%
Cimpor	0,9	-0,10	-0,30	3 913 833 333	3,9%	4,4%	18,0%	15,9%	29,1%	-4,6%	-42,0%	84,7%	-21,1%	4,9%
Mota-Engil	1,06	-0,10	-0,19	1 059 118 750	4,9%	4,2%	22,5%	11,0%	22,5%	-0,4%	-54,1%	67,6%	-55,7%	-40,6%
Brisa	0,82	-0,02	-0,10	4 172 266 667	3,9%	4,4%	15,5%	13,5%	24,6%	6,3%	-46,8%	34,2%	-27,3%	-51,2%
ZON	0,7	-0,02	-0,10	1 754 533 333	3,9%	4,4%	18,1%	16,0%	29,3%	-2,2%	-61,2%	16,9%	-21,9%	-31,5%

(continuação)

APT_2007	APT_2008	APT_2009	APT_2010	APT_2011	diferença	diferença	diferença	diferença	diferença
32%	94%	0%	-45%	146%	41,5%	161,7%	-20,8%	-10,3%	210,9%
72%	32%	33%	77%	266%	61,5%	86,9%	64,6%	113,5%	319,2%
-16%	72%	8%	-2%	18%	52,7%	98,1%	-68,0%	-65,6%	6,2%
-10%	130%	36%	80%	170%	-41,4%	207,9%	-63,1%	90,6%	210,7%
152%	275%	172%	118%	92%	152,7%	302,5%	151,1%	111,3%	127,3%
37%	132%	54%	21%	79%	44,1%	162,1%	26,5%	5,6%	97,9%
66%	71%	21%	49%	-21%	34,8%	131,8%	-69,3%	63,6%	43,6%
-22%	-89%	38%	51%	76%	-187,1%	-28,3%	-30,3%	32,0%	96,5%
-3%	17%	41%	74%	48%	-19,9%	56,3%	24,3%	94,9%	52,6%
58%	90%	5%	7%	19%	62,9%	132,5%	-79,3%	28,4%	14,2%
9,5%	154%	34%	129%	87%	9,9%	208,1%	-33,7%	184,3%	127,7%
7%	18%	26%	63%	43%	0,7%	65,0%	-8,4%	90,3%	94,0%
-	-	63%	117%	123%	-	-	46,4%	138,8%	154,9%

Anexo 2 – Cotações dos títulos de 2006 a 2011

a) Evolução das cotações mensais e anuais do BPI

data	cotação	valorização mensal	psi20	valorização psi20
30/12/2011	0,48	0,01	5494,27	-0,01
30/11/2011	0,47	-0,05	5536,32	-0,06
31/10/2011	0,50	-0,27	5870,12	0,00
30/09/2011	0,68	-0,17	5891,06	-0,07
31/08/2011	0,82	-0,12	6320,08	-0,08
29/07/2011	0,94	-0,07	6895,39	-0,06
30/06/2011	1,02	-0,08	7323,78	-0,03
31/05/2011	1,10	-0,09	7556,86	-0,02
29/04/2011	1,21	-0,01	7677,82	-0,01
31/03/2011	1,23	-0,14	7753,45	-0,03
28/02/2011	1,43	0,02	7995,16	0,02
31/01/2011	1,41	0,02	7819,12	0,03
31/12/2010	1,39	0,00	7588,31	-0,02
30/11/2010	1,39	-0,13	7761,04	-0,04
29/10/2010	1,59	0,02	8082,76	0,08
30/09/2010	1,56	-0,04	7507,57	0,02
31/08/2010	1,63	-0,04	7394,15	0,00
30/07/2010	1,70	0,11	7371,79	0,04
30/06/2010	1,53	-0,04	7065,65	0,00
31/05/2010	1,60	-0,05	7072,01	-0,05
30/04/2010	1,69	-0,14	7408,45	-0,09
31/03/2010	1,97	0,02	8102,15	0,03
26/02/2010	1,94	-0,04	7832,86	-0,03
29/01/2010	2,02	-0,05	8105,07	-0,04
31/12/2009	2,12	-0,04	8463,85	0,00
30/11/2009	2,21	-0,04	8489,72	0,02
30/10/2009	2,30	-0,05	8341,40	-0,02
30/09/2009	2,41	0,15	8474,95	0,13
31/08/2009	2,10	0,11	7489,92	0,03
31/07/2009	1,90	0,04	7292,99	0,03
30/06/2009	1,82	-0,08	7110,88	-0,02
29/05/2009	1,98	0,10	7223,90	0,07
30/04/2009	1,80	0,20	6755,70	0,09
31/03/2009	1,50	0,04	6174,74	0,03
27/02/2009	1,45	-0,03	6003,75	-0,07
30/01/2009	1,49	-0,15	6438,19	0,02
31/12/2008	1,75	0,21	6341,34	0,01
28/11/2008	1,45	-0,11	6300,41	-0,01
31/10/2008	1,62	-0,25	6360,51	-0,21

30/09/2008	2,16	-0,06	8033,23	-0,07
29/08/2008	2,30	-0,06	8600,31	0,01
31/07/2008	2,43	-0,08	8496,58	-0,05
30/06/2008	2,64	-0,16	8904,14	-0,16
30/05/2008	3,15	-0,14	10597,88	-0,03
30/04/2008	3,65	0,09	10917,37	0,04
31/03/2008	3,35	0,06	10495,94	-0,04
29/02/2008	3,18	-0,04	10952,58	-0,02
31/01/2008	3,32	-0,38	11163,91	-0,14
31/12/2007	5,36	-0,01	13019,36	-0,01
30/11/2007	5,44	-0,10	13120,68	0,01
31/10/2007	6,04	0,02	13005,46	0,08
28/09/2007	5,90	-0,09	12024,43	-0,05
31/08/2007	6,47	-0,04	12711,41	-0,05
31/07/2007	6,77	0,03	13434,18	0,00
29/06/2007	6,58	0,02	13384,87	0,01
31/05/2007	6,48	0,03	13256,56	0,08
30/04/2007	6,30	-0,03	12244,31	0,05
30/03/2007	6,50	0,01	11653,28	0,00
28/02/2007	6,42	0,03	11693,00	0,01
31/01/2007	6,26	0,06	11565,10	0,03
29/12/2006	5,91	0,00	11197,60	0,05
30/11/2006	5,93	0,00	10662,60	0,01
31/10/2006	5,95	0,01	10515,60	0,02
29/09/2006	5,88	0,01	10305,50	0,03
31/08/2006	5,85	0,01	9957,57	0,03
31/07/2006	5,79	-0,03	9665,43	0,02
30/06/2006	5,94	0,04	9502,94	0,01
31/05/2006	5,73	-0,04	9403,80	-0,06
28/04/2006	5,98	0,02	10052,90	-0,02
31/03/2006	5,88	0,30	10262,60	0,08
28/02/2006	4,53	0,10	9476,82	0,08
31/01/2006	4,13	0,07	8769,79	0,02

data	cotação	valorização anual	psi20	valorização psi
30/12/2011	0,48	-0,65	5494,27	-0,28
31/12/2010	1,39	-0,35	7588,31	-0,10
31/12/2009	2,12	0,21	8463,85	0,33
31/12/2008	1,75	-0,67	6341,34	-0,51
31/12/2007	5,36	-0,09	13019,36	0,16
29/12/2006	5,91		11197,60	

b) Evolução das cotações mensais e anuais da EDP

data	cotação	valorização mensal	psi20	valorização psi20
30/12/2011	2,391	0,00	5494,27	-0,01
30/11/2011	2,384	0,03	5536,32	-0,06
31/10/2011	2,324	-0,02	5870,12	0,00
30/09/2011	2,368	0,01	5891,06	-0,07
31/08/2011	2,351	0,05	6320,08	-0,08
29/07/2011	2,23	-0,08	6895,39	-0,06
30/06/2011	2,414	0,01	7323,78	-0,03
31/05/2011	2,401	-0,07	7556,86	-0,02
29/04/2011	2,576	-0,07	7677,82	-0,01
31/03/2011	2,783	0,01	7753,45	-0,03
28/02/2011	2,767	0,00	7995,16	0,02
31/01/2011	2,768	0,11	7819,12	0,03
31/12/2010	2,5	0,03	7588,31	-0,02
30/11/2010	2,428	-0,10	7761,04	-0,04
29/10/2010	2,71	0,07	8082,76	0,08
30/09/2010	2,529	0,04	7507,57	0,02
31/08/2010	2,428	-0,04	7394,15	0,00
30/07/2010	2,53	0,04	7371,79	0,04
30/06/2010	2,43	-0,04	7065,65	0,00
31/05/2010	2,531	-0,06	7072,01	-0,05
30/04/2010	2,696	-0,09	7408,45	-0,09
31/03/2010	2,971	0,11	8102,15	0,03
26/02/2010	2,676	-0,09	7832,86	-0,03
29/01/2010	2,928	-0,07	8105,07	-0,04
31/12/2009	3,142	0,02	8463,85	0,00
30/11/2009	3,078	0,02	8489,72	0,02
30/10/2009	3,016	-0,03	8341,40	-0,02
30/09/2009	3,105	0,04	8474,95	0,13
31/08/2009	2,99	0,07	7489,92	0,03
31/07/2009	2,786	-0,01	7292,99	0,03
30/06/2009	2,814	-0,02	7110,88	-0,02
29/05/2009	2,865	0,04	7223,90	0,07
30/04/2009	2,742	0,10	6755,70	0,09
31/03/2009	2,502	0,01	6174,74	0,03
27/02/2009	2,472	-0,10	6003,75	-0,07
30/01/2009	2,75	0,02	6438,19	0,02
31/12/2008	2,7	0,00	6341,34	0,01
28/11/2008	2,688	0,02	6300,41	-0,01
31/10/2008	2,644	-0,08	6360,51	-0,21
30/09/2008	2,875	-0,16	8033,23	-0,07
29/08/2008	3,42	-0,02	8600,31	0,01
31/07/2008	3,475	0,04	8496,58	-0,05
30/06/2008	3,33	-0,18	8904,14	-0,16

30/05/2008	4,06	0,00	10597,88	-0,03
30/04/2008	4,065	0,04	10917,37	0,04
31/03/2008	3,905	-0,02	10495,94	-0,04
29/02/2008	3,99	-0,07	10952,58	-0,02
31/01/2008	4,28	-0,04	11163,91	-0,14
31/12/2007	4,45	-0,03	13019,36	-0,01
30/11/2007	4,6	0,05	13120,68	0,01
31/10/2007	4,39	0,07	13005,46	0,08
28/09/2007	4,1	0,02	12024,43	-0,05
31/08/2007	4,02	-0,02	12711,41	-0,05
31/07/2007	4,11	0,00	13434,18	0,00
29/06/2007	4,12	-0,02	13384,87	0,01
31/05/2007	4,21	0,03	13256,56	0,08
30/04/2007	4,08	0,00	12244,31	0,05
30/03/2007	4,07	-0,03	11653,28	0,00
28/02/2007	4,19	0,08	11693,00	0,01
31/01/2007	3,88	0,02	11565,10	0,03
29/12/2006	3,8	0,07	11197,60	0,05
30/11/2006	3,55	0,00	10662,60	0,01
31/10/2006	3,56	0,05	10515,60	0,02
29/09/2006	3,39	0,08	10305,50	0,03
31/08/2006	3,15	0,02	9957,57	0,03
31/07/2006	3,1	0,02	9665,43	0,02
30/06/2006	3,05	0,06	9502,94	0,01
31/05/2006	2,88	-0,09	9403,80	-0,06
28/04/2006	3,15	-0,02	10052,90	-0,02
31/03/2006	3,23	0,08	10262,60	0,08
28/02/2006	2,99	0,11	9476,82	0,08
31/01/2006	2,69	0,02	8769,79	0,02
30/12/2005	2,63		8618,67	

data	cotação	valorização		
		anual	psi20	valorização psi
30/12/2011	2,391	-0,04	5494,27	-0,28
31/12/2010	2,5	-0,20	7588,31	-0,10
31/12/2009	3,142	0,16	8463,85	0,33
31/12/2008	2,7	-0,39	6341,34	-0,51
31/12/2007	4,45	0,17	13019,36	0,16
29/12/2006	3,8		11197,60	

c) Evolução das cotações mensais e anuais da Portucel

data	cotação	valorização mensal	psi20	valorização psi20
30/12/2011	1,839	0,02	5494,27	-0,01
30/11/2011	1,8	-0,01	5536,32	-0,06
31/10/2011	1,826	0,04	5870,12	0,00
30/09/2011	1,755	-0,09	5891,06	-0,07
31/08/2011	1,932	-0,07	6320,08	-0,08
29/07/2011	2,07	-0,10	6895,39	-0,06
30/06/2011	2,292	-0,05	7323,78	-0,03
31/05/2011	2,41	-0,05	7556,86	-0,02
29/04/2011	2,528	0,02	7677,82	-0,01
31/03/2011	2,479	-0,03	7753,45	-0,03
28/02/2011	2,565	0,03	7995,16	0,02
31/01/2011	2,479	0,09	7819,12	0,03
31/12/2010	2,276	0,01	7588,31	-0,02
30/11/2010	2,26	-0,06	7761,04	-0,04
29/10/2010	2,393	0,11	8082,76	0,08
30/09/2010	2,165	-0,01	7507,57	0,02
31/08/2010	2,18	-0,01	7394,15	0,00
30/07/2010	2,201	0,04	7371,79	0,04
30/06/2010	2,119	0,07	7065,65	0,00
31/05/2010	1,979	-0,02	7072,01	-0,05
30/04/2010	2,015	-0,05	7408,45	-0,09
31/03/2010	2,11	0,15	8102,15	0,03
26/02/2010	1,84	-0,04	7832,86	-0,03
29/01/2010	1,907	-0,04	8105,07	-0,04
31/12/2009	1,979	0,05	8463,85	0,00
30/11/2009	1,89	-0,02	8489,72	0,02
30/10/2009	1,92	-0,08	8341,40	-0,02
30/09/2009	2,098	0,10	8474,95	0,13
31/08/2009	1,9	0,11	7489,92	0,03
31/07/2009	1,719	-0,01	7292,99	0,03
30/06/2009	1,745	0,04	7110,88	-0,02
29/05/2009	1,68	0,04	7223,90	0,07
30/04/2009	1,623	0,12	6755,70	0,09
31/03/2009	1,444	-0,01	6174,74	0,03
27/02/2009	1,463	-0,01	6003,75	-0,07
30/01/2009	1,477	-0,05	6438,19	0,02
31/12/2008	1,549	0,07	6341,34	0,01
28/11/2008	1,45	-0,14	6300,41	-0,01
31/10/2008	1,679	-0,09	6360,51	-0,21
30/09/2008	1,843	-0,09	8033,23	-0,07
29/08/2008	2,03	0,10	8600,31	0,01

31/07/2008	1,84	-0,09	8496,58	-0,05
30/06/2008	2,03	-0,10	8904,14	-0,16
30/05/2008	2,26	-0,07	10597,88	-0,03
30/04/2008	2,43	0,09	10917,37	0,04
31/03/2008	2,23	0,06	10495,94	-0,04
29/02/2008	2,1	0,09	10952,58	-0,02
31/01/2008	1,93	-0,13	11163,91	-0,14
31/12/2007	2,23	-0,08	13019,36	-0,01
30/11/2007	2,42	-0,08	13120,68	0,01
31/10/2007	2,63	0,02	13005,46	0,08
28/09/2007	2,59	-0,08	12024,43	-0,05
31/08/2007	2,83	-0,08	12711,41	-0,05
31/07/2007	3,08	0,03	13434,18	0,00
29/06/2007	3	0,02	13384,87	0,01
31/05/2007	2,94	0,05	13256,56	0,08
30/04/2007	2,81	0,06	12244,31	0,05
30/03/2007	2,64	-0,01	11653,28	0,00
28/02/2007	2,66	0,02	11693,00	0,01
31/01/2007	2,62	0,09	11565,10	0,03
29/12/2006	2,4	0,03	11197,60	0,05
30/11/2006	2,32	0,02	10662,60	0,01
31/10/2006	2,28	0,05	10515,60	0,02
29/09/2006	2,17	-0,07	10305,50	0,03
31/08/2006	2,33	0,10	9957,57	0,03
31/07/2006	2,12	-0,03	9665,43	0,02
30/06/2006	2,18	0,01	9502,94	0,01
31/05/2006	2,15	-0,03	9403,80	-0,06
28/04/2006	2,22	0,00	10052,90	-0,02
31/03/2006	2,22	0,04	10262,60	0,08
28/02/2006	2,14	0,16	9476,82	0,08
31/01/2006	1,84	0,10	8769,79	0,02
30/12/2005	1,68		8618,67	

data	cotação	valorização	
		anual	psi20
30/12/2011	1,839	-0,19	5494,27
31/12/2010	2,276	0,15	7588,31
31/12/2009	1,979	0,28	8463,85
31/12/2008	1,549	-0,31	6341,34
31/12/2007	2,23	-0,07	13019,36
29/12/2006	2,4		11197,60

d) Evolução das cotações mensais e anuais da SONAE

data	cotação	valorização mensal	psi20	valorização psi20
30/12/2011	0,459	0,04	5494,27	-0,01
30/11/2011	0,441	-0,16	5536,32	-0,06
31/10/2011	0,525	0,00	5870,12	0,00
30/09/2011	0,525	-0,04	5891,06	-0,07
31/08/2011	0,547	-0,18	6320,08	-0,08
29/07/2011	0,665	-0,08	6895,39	-0,06
30/06/2011	0,721	-0,06	7323,78	-0,03
31/05/2011	0,768	-0,05	7556,86	-0,02
29/04/2011	0,811	-0,02	7677,82	-0,01
31/03/2011	0,824	0,01	7753,45	-0,03
28/02/2011	0,818	0,00	7995,16	0,02
31/01/2011	0,822	0,05	7819,12	0,03
31/12/2010	0,78	0,05	7588,31	-0,02
30/11/2010	0,744	-0,12	7761,04	-0,04
29/10/2010	0,85	0,05	8082,76	0,08
30/09/2010	0,813	-0,05	7507,57	0,02
31/08/2010	0,855	0,06	7394,15	0,00
30/07/2010	0,806	0,06	7371,79	0,04
30/06/2010	0,761	0,02	7065,65	0,00
31/05/2010	0,748	-0,09	7072,01	-0,05
30/04/2010	0,826	-0,06	7408,45	-0,09
31/03/2010	0,88	0,08	8102,15	0,03
26/02/2010	0,815	-0,09	7832,86	-0,03
29/01/2010	0,898	0,03	8105,07	-0,04
31/12/2009	0,87	-0,03	8463,85	0,00
30/11/2009	0,897	0,00	8489,72	0,02
30/10/2009	0,895	-0,05	8341,40	-0,02
30/09/2009	0,945	0,10	8474,95	0,13
31/08/2009	0,859	0,17	7489,92	0,03
31/07/2009	0,737	0,09	7292,99	0,03
30/06/2009	0,674	-0,05	7110,88	-0,02
29/05/2009	0,713	0,11	7223,90	0,07
30/04/2009	0,641	0,25	6755,70	0,09
31/03/2009	0,511	0,15	6174,74	0,03
27/02/2009	0,446	-0,08	6003,75	-0,07
30/01/2009	0,483	0,11	6438,19	0,02
31/12/2008	0,437	0,06	6341,34	0,01
28/11/2008	0,411	-0,14	6300,41	-0,01
31/10/2008	0,48	-0,10	6360,51	-0,21
30/09/2008	0,534	-0,23	8033,23	-0,07
29/08/2008	0,695	0,02	8600,31	0,01

31/07/2008	0,68	-0,11	8496,58	-0,05
30/06/2008	0,765	-0,27	8904,14	-0,16
30/05/2008	1,05	-0,08	10597,88	-0,03
30/04/2008	1,145	-0,02	10917,37	0,04
31/03/2008	1,165	-0,04	10495,94	-0,04
29/02/2008	1,21	-0,04	10952,58	-0,02
31/01/2008	1,26	-0,36	11163,91	-0,14
31/12/2007	1,98	-0,03	13019,36	-0,01
30/11/2007	2,05	0,01	13120,68	0,01
31/10/2007	2,02	0,11	13005,46	0,08
28/09/2007	1,82	-0,07	12024,43	-0,05
31/08/2007	1,96	-0,09	12711,41	-0,05
31/07/2007	2,15	0,02	13434,18	0,00
29/06/2007	2,1	-0,03	13384,87	0,01
31/05/2007	2,17	0,09	13256,56	0,08
30/04/2007	2	0,18	12244,31	0,05
30/03/2007	1,69	0,04	11653,28	0,00
28/02/2007	1,63	-0,04	11693,00	0,01
31/01/2007	1,7	0,13	11565,10	0,03
29/12/2006	1,51	0,01	11197,60	0,05
30/11/2006	1,5	0,01	10662,60	0,01
31/10/2006	1,49	0,09	10515,60	0,02
29/09/2006	1,37	0,05	10305,50	0,03
31/08/2006	1,3	0,06	9957,57	0,03
31/07/2006	1,23	0,05	9665,43	0,02
30/06/2006	1,17	-0,04	9502,94	0,01
31/05/2006	1,22	-0,10	9403,80	-0,06
28/04/2006	1,35	0,00	10052,90	-0,02
31/03/2006	1,35	0,04	10262,60	0,08
28/02/2006	1,3	0,10	9476,82	0,08
31/01/2006	1,18	0,00	8769,79	0,02
30/12/2005	1,18	-0,19	8618,67	0,06

data	cotação	valorização	
		anual	psi20
30/12/2011	0,459	-0,41	5494,27
31/12/2010	0,78	-0,10	7588,31
31/12/2009	0,87	0,99	8463,85
31/12/2008	0,437	-0,78	6341,34
31/12/2007	1,98	0,31	13019,36
29/12/2006	1,51		11197,60

e) Evolução das cotações mensais e anuais da Jerónimo Martins

data	cotação	val mensal	psi20	val psi20
30/12/2011	12,79	-0,06	5494,27	-0,01
30/11/2011	13,535	0,08	5536,32	-0,06
31/10/2011	12,5	0,06	5870,12	0,00
30/09/2011	11,75	-0,10	5891,06	-0,07
31/08/2011	13	-0,05	6320,08	-0,08
29/07/2011	13,635	0,03	6895,39	-0,06
30/06/2011	13,24	0,02	7323,78	-0,03
31/05/2011	13	0,17	7556,86	-0,02
29/04/2011	11,08	-0,02	7677,82	-0,01
31/03/2011	11,35	-0,02	7753,45	-0,03
28/02/2011	11,62	0,05	7995,16	0,02
31/01/2011	11,04	-0,03	7819,12	0,03
31/12/2010	11,4	0,05	7588,31	-0,02
30/11/2010	10,9	0,01	7761,04	-0,04
29/10/2010	10,78	0,10	8082,76	0,08
30/09/2010	9,81	0,13	7507,57	0,02
31/08/2010	8,717	0,04	7394,15	0,00
30/07/2010	8,385	0,11	7371,79	0,04
30/06/2010	7,54	0,00	7065,65	0,00
31/05/2010	7,54	-0,03	7072,01	-0,05
30/04/2010	7,768	0,04	7408,45	-0,09
31/03/2010	7,5	0,06	8102,15	0,03
26/02/2010	7,048	0,01	7832,86	-0,03
29/01/2010	6,945	-0,01	8105,07	-0,04
31/12/2009	6,985	0,07	8463,85	0,00
30/11/2009	6,53	0,08	8489,72	0,02
30/10/2009	6,05	0,01	8341,40	-0,02
30/09/2009	5,985	0,10	8474,95	0,13
31/08/2009	5,441	0,11	7489,92	0,03
31/07/2009	4,92	0,01	7292,99	0,03
30/06/2009	4,858	0,03	7110,88	-0,02
29/05/2009	4,717	0,10	7223,90	0,07
30/04/2009	4,28	0,15	6755,70	0,09
31/03/2009	3,708	0,15	6174,74	0,03
27/02/2009	3,23	-0,19	6003,75	-0,07
30/01/2009	3,985	0,00	6438,19	0,02
31/12/2008	3,97	-0,03	6341,34	0,01
28/11/2008	4,09	0,02	6300,41	-0,01
31/10/2008	4,011	-0,33	6360,51	-0,21
30/09/2008	6	0,03	8033,23	-0,07
29/08/2008	5,83	0,12	8600,31	0,01

31/07/2008	5,21	0,13	8496,58	-0,05
30/06/2008	4,615	-0,01	8904,14	-0,16
30/05/2008	4,64	-0,09	10597,88	-0,03
30/04/2008	5,08	0,00	10917,37	0,04
31/03/2008	5,09	0,04	10495,94	-0,04
29/02/2008	4,88	-0,11	10952,58	-0,02
31/01/2008	5,485	0,02	11163,91	-0,14
31/12/2007	5,4	-0,02	13019,36	-0,01
30/11/2007	5,49	0,07	13120,68	0,01
31/10/2007	5,12	0,19	13005,46	0,08
28/09/2007	4,31	0,03	12024,43	-0,05
31/08/2007	4,19	-0,04	12711,41	-0,05
31/07/2007	4,38	0,00	13434,18	0,00
29/06/2007	4,37	-0,02	13384,87	0,01
31/05/2007	4,47	-0,79	13256,56	0,08
30/04/2007	21,01	0,08	12244,31	0,05
30/03/2007	19,5	0,06	11653,28	0,00
28/02/2007	18,32	-0,05	11693,00	0,01
31/01/2007	19,22	0,13	11565,10	0,03
29/12/2006	17	0,05	11197,60	0,05
30/11/2006	16,15	0,08	10662,60	0,01
31/10/2006	15	0,07	10515,60	0,02
29/09/2006	14,08	0,01	10305,50	0,03
31/08/2006	13,96	0,05	9957,57	0,03
31/07/2006	13,29	0,00	9665,43	0,02
30/06/2006	13,35	-0,03	9502,94	0,01
31/05/2006	13,81	-0,03	9403,80	-0,06
28/04/2006	14,3	0,00	10052,90	-0,02
31/03/2006	14,27	0,05	10262,60	0,08
28/02/2006	13,65	0,04	9476,82	0,08
31/01/2006	13,09	0,03	8769,79	0,02
30/12/2005	12,7	0,04	8618,67	0,06

data	cotação	valorização		valorização psi
		anual	psi20	
30/12/2011	12,8	0,12	5494,27	-0,28
31/12/2010	11,4	0,63	7588,31	-0,10
31/12/2009	7,0	0,76	8463,85	0,33
31/12/2008	4,0	-0,26	6341,34	-0,51
31/12/2007	5,4	-0,68	13019,36	0,16
29/12/2006	17,0		11197,60	

f) Evolução das cotações mensais e anuais da Mota-Engil

data	cotação	valorização mensal	psi20	valorização psi20
30/12/2011	1,035	-0,01335	5494,27	-0,0076
30/11/2011	1,049	0,013527	5536,32	-0,05686
31/10/2011	1,035	0,000967	5870,12	-0,00355
30/09/2011	1,034	-0,21962	5891,06	-0,06788
31/08/2011	1,325	0,019231	6320,08	-0,08343
29/07/2011	1,3	-0,1875	6895,39	-0,05849
30/06/2011	1,6	-0,05882	7323,78	-0,03084
31/05/2011	1,7	-0,05028	7556,86	-0,01575
29/04/2011	1,79	-0,01648	7677,82	-0,00975
31/03/2011	1,82	-0,08081	7753,45	-0,03023
28/02/2011	1,98	-0,00352	7995,16	0,02251
31/01/2011	1,987	0,139989	7819,12	0,03042
31/12/2010	1,743	0,039976	7588,31	-0,02226
30/11/2010	1,676	-0,21682	7761,04	-0,0398
29/10/2010	2,14	0,003282	8082,76	0,07661
30/09/2010	2,133	-0,03962	7507,57	0,01534
31/08/2010	2,221	0,028241	7394,15	0,00303
30/07/2010	2,16	0,009346	7371,79	0,04333
30/06/2010	2,14	-0,01337	7065,65	-0,0009
31/05/2010	2,169	-0,19874	7072,01	-0,04541
30/04/2010	2,707	-0,16528	7408,45	-0,08562
31/03/2010	3,243	0,028544	8102,15	0,03438
26/02/2010	3,153	-0,0431	7832,86	-0,03359
29/01/2010	3,295	-0,16328	8105,07	-0,04239
31/12/2009	3,938	0,03116	8463,85	-0,00305
30/11/2009	3,819	-0,054	8489,72	0,01778
30/10/2009	4,037	0,062368	8341,40	-0,01576
30/09/2009	3,8	0,11437	8474,95	0,13151
31/08/2009	3,41	0,140468	7489,92	0,027
31/07/2009	2,99	-0,0743	7292,99	0,02561
30/06/2009	3,23	-0,0037	7110,88	-0,01565
29/05/2009	3,242	-0,01459	7223,90	0,0693
30/04/2009	3,29	0,305556	6755,70	0,09409
31/03/2009	2,52	0,135135	6174,74	0,02848
27/02/2009	2,22	-0,08979	6003,75	-0,06748
30/01/2009	2,439	0,037872	6438,19	0,01527
31/12/2008	2,35	0	6341,34	0,0065
28/11/2008	2,35	-0,07298	6300,41	-0,00945
31/10/2008	2,535	-0,16912	6360,51	-0,20823
30/09/2008	3,051	-0,16181	8033,23	-0,06594
29/08/2008	3,64	-0,03704	8600,31	0,01221
31/07/2008	3,78	-0,07579	8496,58	-0,04577
30/06/2008	4,09	-0,25092	8904,14	-0,15982

30/05/2008	5,46	-0,04712	10597,88	-0,02926
30/04/2008	5,73	0,191268	10917,37	0,04015
31/03/2008	4,81	0,054825	10495,94	-0,04169
29/02/2008	4,56	0,093525	10952,58	-0,01893
31/01/2008	4,17	-0,18555	11163,91	-0,14251
31/12/2007	5,12	-0,01158	13019,36	-0,00772
30/11/2007	5,18	-0,09123	13120,68	0,00886
31/10/2007	5,7	0,065421	13005,46	0,08159
28/09/2007	5,35	-0,05975	12024,43	-0,05404
31/08/2007	5,69	-0,12462	12711,41	-0,0538
31/07/2007	6,5	-0,08451	13434,18	0,00368
29/06/2007	7,1	0,004243	13384,87	0,00968
31/05/2007	7,07	0,159016	13256,56	0,08267
30/04/2007	6,1	0,028668	12244,31	0,05072
30/03/2007	5,93	0,010221	11653,28	-0,0034
28/02/2007	5,87	0,001706	11693,00	0,01106
31/01/2007	5,86	0,140078	11565,10	0,03282
29/12/2006	5,14	-0,03019	11197,60	0,05018
30/11/2006	5,3	0,090535	10662,60	0,01398
31/10/2006	4,86	0,094595	10515,60	0,02039
29/09/2006	4,44	-0,00671	10305,50	0,03494
31/08/2006	4,47	0,027586	9957,57	0,03023
31/07/2006	4,35	0,053269	9665,43	0,0171
30/06/2006	4,13	-0,03279	9502,94	0,01054
31/05/2006	4,27	-0,02288	9403,80	-0,06457
28/04/2006	4,37	0,033097	10052,90	-0,02043
31/03/2006	4,23	0,054863	10262,60	0,08292
28/02/2006	4,01	0,104683	9476,82	0,08062
31/01/2006	3,63	0,116923	8769,79	0,09391
30/12/2005	3,25		8016,90	

data	cotação	valorização anual	valorização psi20	valorização psi
30/12/2011	1,035	-0,41	5494,27	-0,28
31/12/2010	1,743	-0,56	7588,31	-0,10
31/12/2009	3,938	0,68	8463,85	0,33
31/12/2008	2,35	-0,54	6341,34	-0,51
31/12/2007	5,12	0,00	13019,36	0,16
29/12/2006	5,14		11197,60	

g) Evolução das cotações mensais e anuais da Zon Multimédia

data	cotação	valorização mensal	psi20	valorização psi20
30/12/2011	2,322	0,08	5494,27	-0,01
30/11/2011	2,151	-0,05	5536,32	-0,06
31/10/2011	2,266	0,00	5870,12	0,00
30/09/2011	2,276	-0,12	5891,06	-0,07
31/08/2011	2,589	-0,09	6320,08	-0,08
29/07/2011	2,859	-0,11	6895,39	-0,06
30/06/2011	3,201	-0,06	7323,78	-0,03
31/05/2011	3,42	-0,11	7556,86	-0,02
29/04/2011	3,826	0,03	7677,82	-0,01
31/03/2011	3,7	-0,03	7753,45	-0,03
28/02/2011	3,8	0,05	7995,16	0,02
31/01/2011	3,61	0,06	7819,12	0,03
31/12/2010	3,39	0,14	7588,31	-0,02
30/11/2010	2,985	-0,22	7761,04	-0,04
29/10/2010	3,825	0,32	8082,76	0,08
30/09/2010	2,9	-0,09	7507,57	0,02
31/08/2010	3,18	0,00	7394,15	0,00
30/07/2010	3,185	0,00	7371,79	0,04
30/06/2010	3,182	-0,01	7065,65	0,00
31/05/2010	3,207	-0,03	7072,01	-0,05
30/04/2010	3,311	-0,13	7408,45	-0,09
31/03/2010	3,796	0,02	8102,15	0,03
26/02/2010	3,729	-0,09	7832,86	-0,03
29/01/2010	4,1	-0,05	8105,07	-0,04
31/12/2009	4,338	0,02	8463,85	0,00
30/11/2009	4,255	-0,01	8489,72	0,02
30/10/2009	4,319	-0,07	8341,40	-0,02
30/09/2009	4,634	0,11	8474,95	0,13
31/08/2009	4,169	0,05	7489,92	0,03
31/07/2009	3,989	0,05	7292,99	0,03
30/06/2009	3,793	-0,06	7110,88	-0,02
29/05/2009	4,023	-0,03	7223,90	0,07
30/04/2009	4,15	0,03	6755,70	0,09
31/03/2009	4,01	0,06	6174,74	0,03
27/02/2009	3,78	-0,10	6003,75	-0,07
30/01/2009	4,22	0,14	6438,19	0,02
31/12/2008	3,71	-0,03	6341,34	0,01
28/11/2008	3,819	-0,05	6300,41	-0,01
31/10/2008	3,999	-0,23	6360,51	-0,21
30/09/2008	5,19	-0,03	8033,23	-0,07
29/08/2008	5,36	-0,14	8600,31	0,01
31/07/2008	6,23	0,18	8496,58	-0,05
30/06/2008	5,28	-0,24	8904,14	-0,16

30/05/2008	6,99	-0,19	10597,88	-0,03
30/04/2008	8,58	0,14	10917,37	0,04
31/03/2008	7,51	-0,08	10495,94	-0,04
29/02/2008	8,2	-0,08	10952,58	-0,02
31/01/2008	8,95	-0,06	11163,91	-0,14
31/12/2007	9,55	0,03	13019,36	-0,01
3/12/2007	9,29	-0,01	13120,68	0,01
31/10/2007	9,39	-0,10	13005,46	0,08
28/09/2007	10,44	-0,13	12024,43	-0,05
31/08/2007	12	0,02	12711,41	-0,05
31/07/2007	11,81	-0,01	13434,18	0,00
29/06/2007	11,91	-0,02	13384,87	0,01
31/05/2007	12,15	-0,01	13256,56	0,08
30/04/2007	12,26	0,10	12244,31	0,05
30/03/2007	11,1	0,03	11653,28	0,00
28/02/2007	10,81	0,05	11693,00	0,01
31/01/2007	10,27	0,05	11565,10	0,03
29/12/2006	9,76	0,01	11197,60	0,05
30/11/2006	9,67	0,02	10662,60	0,01
31/10/2006	9,5	-0,01	10515,60	0,02
29/09/2006	9,55	-0,01	10305,50	0,03
31/08/2006	9,65	0,07	9957,57	0,03
31/07/2006	9,05	0,00	9665,43	0,02
30/06/2006	9,05	0,03	9502,94	0,01
31/05/2006	8,75	-0,10	9403,80	-0,06
28/04/2006	9,68	-0,04	10052,90	-0,02
31/03/2006	10,1	-0,01	10262,60	0,08
28/02/2006	10,17	0,05	9476,82	0,08
31/01/2006	9,69		8769,79	

data	cotação	valorização		
		anual	psi20	valorização psi
30/12/2011	2,322	-0,32	5494,27	-0,28
31/12/2010	3,39	-0,22	7588,31	-0,10
31/12/2009	4,338	0,17	8463,85	0,33
31/12/2008	3,71	-0,61	6341,34	-0,51
31/12/2007	9,55	-0,02	13019,36	0,16
29/12/2006	9,76		11197,60	

h) Evolução das cotações mensais e anuais do BES

data	cotação	valorização mensal	psi20	valorização psi20
30/12/2011	1,35	0,18	5494,27	-0,01
30/11/2011	1,142	-0,27	5536,32	-0,06
31/10/2011	1,57	-0,22	5870,12	0,00
30/09/2011	2	-0,14	5891,06	-0,07
31/08/2011	2,336	-0,12	6320,08	-0,08
29/07/2011	2,642	0,03	6895,39	-0,06
30/06/2011	2,57	-0,06	7323,78	-0,03
31/05/2011	2,72	-0,04	7556,86	-0,02
29/04/2011	2,844	-0,02	7677,82	-0,01
31/03/2011	2,89	-0,12	7753,45	-0,03
28/02/2011	3,28	0,11	7995,16	0,02
31/01/2011	2,96	0,03	7819,12	0,03
31/12/2010	2,88	0,03	7588,31	-0,02
30/11/2010	2,79	-0,22	7761,04	-0,04
29/10/2010	3,57	0,05	8082,76	0,08
30/09/2010	3,395	0,00	7507,57	0,02
31/08/2010	3,405	-0,07	7394,15	0,00
30/07/2010	3,674	0,13	7371,79	0,04
30/06/2010	3,25	0,03	7065,65	0,00
31/05/2010	3,146	-0,13	7072,01	-0,05
30/04/2010	3,6	-0,10	7408,45	-0,09
31/03/2010	4	0,09	8102,15	0,03
26/02/2010	3,659	-0,13	7832,86	-0,03
29/01/2010	4,214	-0,08	8105,07	-0,04
31/12/2009	4,57	-0,02	8463,85	0,00
30/11/2009	4,66	-0,07	8489,72	0,02
30/10/2009	5,019	0,03	8341,40	-0,02
30/09/2009	4,85	0,06	8474,95	0,13
31/08/2009	4,59	0,05	7489,92	0,03
31/07/2009	4,381	0,14	7292,99	0,03
30/06/2009	3,84	-0,04	7110,88	-0,02
29/05/2009	4	0,08	7223,90	0,07
30/04/2009	3,72	0,27	6755,70	0,09
31/03/2009	2,93	-0,37	6174,74	0,03
27/02/2009	4,645	-0,11	6003,75	-0,07
30/01/2009	5,2	-0,22	6438,19	0,02
31/12/2008	6,69	0,16	6341,34	0,01
28/11/2008	5,785	-0,23	6300,41	-0,01
31/10/2008	7,5	-0,13	6360,51	-0,21
30/09/2008	8,65	-0,02	8033,23	-0,07
29/08/2008	8,82	-0,09	8600,31	0,01
31/07/2008	9,645	-0,03	8496,58	-0,05
30/06/2008	9,91	-0,14	8904,14	-0,16

30/05/2008	11,59	-0,05	10597,88	-0,03
30/04/2008	12,215	0,11	10917,37	0,04
31/03/2008	11,01	-0,08	10495,94	-0,04
29/02/2008	11,915	0,01	10952,58	-0,02
31/01/2008	11,77	-0,22	11163,91	-0,14
31/12/2007	15	-0,06	13019,36	-0,01
30/11/2007	15,88	-0,05	13120,68	0,01
31/10/2007	16,72	0,05	13005,46	0,08
28/09/2007	15,9	0,00	12024,43	-0,05
31/08/2007	15,88	-0,08	12711,41	-0,05
31/07/2007	17,21	0,04	13434,18	0,00
29/06/2007	16,48	-0,03	13384,87	0,01
31/05/2007	17,03	0,16	13256,56	0,08
30/04/2007	14,72	0,03	12244,31	0,05
30/03/2007	14,29	0,02	11653,28	0,00
28/02/2007	14	-0,05	11693,00	0,01
31/01/2007	14,73	0,08	11565,10	0,03
29/12/2006	13,62	0,06	11197,60	0,05
30/11/2006	12,9	0,04	10662,60	0,01
31/10/2006	12,42	0,03	10515,60	0,02
29/09/2006	12,05	0,01	10305,50	0,03
31/08/2006	11,99	0,04	9957,57	0,03
31/07/2006	11,5	0,09	9665,43	0,02
30/06/2006	10,54	-0,05	9502,94	0,01
31/05/2006	11,06	-0,04	9403,80	-0,06
28/04/2006	11,53	-0,23	10052,90	-0,02
31/03/2006	15,05	0,09	10262,60	0,08
28/02/2006	13,82	0,03	9476,82	0,08
31/01/2006	13,42	-0,01	8769,79	0,02
30/12/2005	13,6		8618,67	

data	cotação	valorização	
		anual	psi20
30/12/2011	1,35	-0,53	5494,27
31/12/2010	2,88	-0,37	7588,31
31/12/2009	4,57	-0,32	8463,85
31/12/2008	6,69	-0,55	6341,34
31/12/2007	15	0,10	13019,36
29/12/2006	13,62		11197,60

i) Evolução das cotações mensais e anuais da Brisa

data	cotação	valorização mensal	psi20	valorização psi20
30/12/2011	2,545	-0,01	5494,27	-0,01
30/11/2011	2,569	0,04	5536,32	-0,06
31/10/2011	2,48	-0,07	5870,12	0,00
30/09/2011	2,658	-0,02	5891,06	-0,07
31/08/2011	2,701	-0,17	6320,08	-0,08
29/07/2011	3,24	-0,23	6895,39	-0,06
30/06/2011	4,21	-0,05	7323,78	-0,03
31/05/2011	4,44	-0,02	7556,86	-0,02
29/04/2011	4,517	-0,05	7677,82	-0,01
31/03/2011	4,773	-0,08	7753,45	-0,03
28/02/2011	5,215	-0,02	7995,16	0,02
31/01/2011	5,316	0,02	7819,12	0,03
31/12/2010	5,219	0,06	7588,31	-0,02
30/11/2010	4,939	-0,09	7761,04	-0,04
29/10/2010	5,441	0,15	8082,76	0,08
30/09/2010	4,73	-0,05	7507,57	0,02
31/08/2010	4,96	-0,01	7394,15	0,00
30/07/2010	5,01	0,01	7371,79	0,04
30/06/2010	4,975	0,02	7065,65	0,00
31/05/2010	4,879	-0,08	7072,01	-0,05
30/04/2010	5,313	-0,15	7408,45	-0,09
31/03/2010	6,28	0,07	8102,15	0,03
26/02/2010	5,885	-0,14	7832,86	-0,03
29/01/2010	6,87	-0,04	8105,07	-0,04
31/12/2009	7,18	0,08	8463,85	0,00
30/11/2009	6,67	-0,01	8489,72	0,02
30/10/2009	6,71	0,00	8341,40	-0,02
30/09/2009	6,73	0,09	8474,95	0,13
31/08/2009	6,18	0,06	7489,92	0,03
31/07/2009	5,81	0,13	7292,99	0,03
30/06/2009	5,125	-0,02	7110,88	-0,02
29/05/2009	5,207	0,01	7223,90	0,07
30/04/2009	5,177	0,00	6755,70	0,09
31/03/2009	5,2	0,12	6174,74	0,03
27/02/2009	4,66	-0,10	6003,75	-0,07
30/01/2009	5,17	-0,03	6438,19	0,02
31/12/2008	5,351	-0,09	6341,34	0,01
28/11/2008	5,9	-0,02	6300,41	-0,01
31/10/2008	6,018	-0,14	6360,51	-0,21
30/09/2008	7	0,10	8033,23	-0,07
29/08/2008	6,34	-0,03	8600,31	0,01
31/07/2008	6,52	-0,11	8496,58	-0,05
30/06/2008	7,34	-0,20	8904,14	-0,16

30/05/2008	9,16	0,00	10597,88	-0,03
30/04/2008	9,13	0,01	10917,37	0,04
31/03/2008	9,05	-0,09	10495,94	-0,04
29/02/2008	9,98	0,01	10952,58	-0,02
31/01/2008	9,92	-0,01	11163,91	-0,14
31/12/2007	10,05	-0,03	13019,36	-0,01
30/11/2007	10,35	0,06	13120,68	0,01
31/10/2007	9,8	0,07	13005,46	0,08
28/09/2007	9,2	-0,02	12024,43	-0,05
31/08/2007	9,43	-0,06	12711,41	-0,05
31/07/2007	10,01	0,01	13434,18	0,00
29/06/2007	9,95	0,01	13384,87	0,01
31/05/2007	9,89	0,02	13256,56	0,08
30/04/2007	9,71	-0,01	12244,31	0,05
30/03/2007	9,82	0,00	11653,28	0,00
28/02/2007	9,81	0,03	11693,00	0,01
31/01/2007	9,53	0,01	11565,10	0,03
29/12/2006	9,45	0,08	11197,60	0,05
30/11/2006	8,77	0,01	10662,60	0,01
31/10/2006	8,66	-0,01	10515,60	0,02
29/09/2006	8,74	0,09	10305,50	0,03
31/08/2006	8,04	0,01	9957,57	0,03
31/07/2006	7,97	-0,02	9665,43	0,02
30/06/2006	8,16	0,00	9502,94	0,01
31/05/2006	8,15	-0,02	9403,80	-0,06
28/04/2006	8,34	0,03	10052,90	-0,02
31/03/2006	8,12	0,10	10262,60	0,08
28/02/2006	7,39	0,03	9476,82	0,08
31/01/2006	7,19	0,00	8769,79	0,02
30/12/2005	7,16		8618,67	

data	cotação	valorização		valorização
		anual	psi20	psi
30/12/2011	2,545	-0,51	5494,27	-0,28
31/12/2010	5,219	-0,27	7588,31	-0,10
31/12/2009	7,18	0,34	8463,85	0,33
31/12/2008	5,351	-0,47	6341,34	-0,51
31/12/2007	10,05	0,06	13019,36	0,16
29/12/2006	9,45		11197,60	

j) Evolução das cotações mensais e anuais da Cimpor

data	cotação	valorização mensal	psi20	valorização psi20
30/12/2011	5,317	0,02	5494,27	-0,01
30/11/2011	5,2	-0,03	5536,32	-0,06
31/10/2011	5,388	0,07	5870,12	0,00
30/09/2011	5,02	-0,06	5891,06	-0,07
31/08/2011	5,359	-0,01	6320,08	-0,08
29/07/2011	5,41	0,03	6895,39	-0,06
30/06/2011	5,269	-0,01	7323,78	-0,03
31/05/2011	5,305	0,14	7556,86	-0,02
29/04/2011	4,665	-0,09	7677,82	-0,01
31/03/2011	5,114	0,02	7753,45	-0,03
28/02/2011	5,015	0,02	7995,16	0,02
31/01/2011	4,904	-0,03	7819,12	0,03
31/12/2010	5,07	0,17	7588,31	-0,02
30/11/2010	4,33	-0,13	7761,04	-0,04
29/10/2010	4,991	0,06	8082,76	0,08
30/09/2010	4,722	-0,02	7507,57	0,02
31/08/2010	4,84	0,04	7394,15	0,00
30/07/2010	4,668	0,01	7371,79	0,04
30/06/2010	4,622	0,07	7065,65	0,00
31/05/2010	4,3	-0,21	7072,01	-0,05
30/04/2010	5,419	-0,03	7408,45	-0,09
31/03/2010	5,595	0,03	8102,15	0,03
26/02/2010	5,427	-0,11	7832,86	-0,03
29/01/2010	6,1	-0,05	8105,07	-0,04
31/12/2009	6,429	0,27	8463,85	0,00
30/11/2009	5,07	-0,04	8489,72	0,02
30/10/2009	5,301	-0,06	8341,40	-0,02
30/09/2009	5,645	0,10	8474,95	0,13
31/08/2009	5,11	-0,04	7489,92	0,03
31/07/2009	5,34	0,03	7292,99	0,03
30/06/2009	5,2	0,08	7110,88	-0,02
29/05/2009	4,835	0,07	7223,90	0,07
30/04/2009	4,538	0,21	6755,70	0,09
31/03/2009	3,746	0,21	6174,74	0,03
27/02/2009	3,09	-0,15	6003,75	-0,07
30/01/2009	3,64	0,05	6438,19	0,02
31/12/2008	3,48	-0,04	6341,34	0,01
28/11/2008	3,64	0,01	6300,41	-0,01
31/10/2008	3,601	-0,20	6360,51	-0,21
30/09/2008	4,493	0,05	8033,23	-0,07
29/08/2008	4,285	0,01	8600,31	0,01
31/07/2008	4,25	-0,01	8496,58	-0,05
30/06/2008	4,28	-0,27	8904,14	-0,16

30/05/2008	5,84	0,02	10597,88	-0,03
30/04/2008	5,7	-0,01	10917,37	0,04
31/03/2008	5,74	0,04	10495,94	-0,04
29/02/2008	5,525	0,05	10952,58	-0,02
31/01/2008	5,255	-0,12	11163,91	-0,14
31/12/2007	6	-0,02	13019,36	-0,01
30/11/2007	6,1	-0,03	13120,68	0,01
31/10/2007	6,26	0,08	13005,46	0,08
28/09/2007	5,81	-0,16	12024,43	-0,05
31/08/2007	6,9	-0,05	12711,41	-0,05
31/07/2007	7,27	0,04	13434,18	0,00
29/06/2007	6,99	-0,04	13384,87	0,01
31/05/2007	7,3	0,09	13256,56	0,08
30/04/2007	6,71	0,07	12244,31	0,05
30/03/2007	6,28	0,02	11653,28	0,00
28/02/2007	6,16	-0,02	11693,00	0,01
31/01/2007	6,26	0,00	11565,10	0,03
29/12/2006	6,29	0,09	11197,60	0,05
30/11/2006	5,78	0,05	10662,60	0,01
31/10/2006	5,52	-0,02	10515,60	0,02
29/09/2006	5,65	0,07	10305,50	0,03
31/08/2006	5,3	0,01	9957,57	0,03
31/07/2006	5,24	0,01	9665,43	0,02
30/06/2006	5,21	-0,03	9502,94	0,01
31/05/2006	5,39	-0,03	9403,80	-0,06
28/04/2006	5,53	0,00	10052,90	-0,02
31/03/2006	5,51	0,07	10262,60	0,08
28/02/2006	5,13	0,06	9476,82	0,08
31/01/2006	4,84	0,04	8769,79	0,02
30/12/2005	4,65		8618,67	

data	cotação	valorização		
		anual	psi20	
30/12/2011	5,317	0,05	5494,27	-0,28
31/12/2010	5,07	-0,21	7588,31	-0,10
31/12/2009	6,429	0,85	8463,85	0,33
31/12/2008	3,48	-0,42	6341,34	-0,51
31/12/2007	6	-0,05	13019,36	0,16
29/12/2006	6,29		11197,60	

k) Evolução das cotações mensais e anuais da Semapa

data	cotação	valorização mensal	psi20	valorização psi20
30/12/2011	5,37	-0,00186	5494,27	-0,0076
30/11/2011	5,38	-0,02004	5536,32	-0,05686
31/10/2011	5,49	0,04771	5870,12	-0,00355
30/09/2011	5,24	-0,15306	5891,06	-0,06788
31/08/2011	6,187	-0,10346	6320,08	-0,08343
29/07/2011	6,901	-0,07617	6895,39	-0,05849
30/06/2011	7,47	-0,04218	7323,78	-0,03084
31/05/2011	7,799	-0,08247	7556,86	-0,01575
29/04/2011	8,5	0,007109	7677,82	-0,00975
31/03/2011	8,44	-0,03763	7753,45	-0,03023
28/02/2011	8,77	-0,01671	7995,16	0,022514
31/01/2011	8,919	0,077174	7819,12	0,030417
31/12/2010	8,28	0,045455	7588,31	-0,02226
30/11/2010	7,92	-0,06714	7761,04	-0,0398
29/10/2010	8,49	0,09126	8082,76	0,076615
30/09/2010	7,78	-0,02871	7507,57	0,015339
31/08/2010	8,01	0,055336	7394,15	0,003033
30/07/2010	7,59	0,032513	7371,79	0,043328
30/06/2010	7,351	0,000953	7065,65	-0,0009
31/05/2010	7,344	-0,03368	7072,01	-0,04541
30/04/2010	7,6	-0,03185	7408,45	-0,08562
31/03/2010	7,85	0,110482	8102,15	0,03438
26/02/2010	7,069	-0,07109	7832,86	-0,03359
29/01/2010	7,61	-0,01933	8105,07	-0,04239
31/12/2009	7,76	0,054348	8463,85	-0,00305
30/11/2009	7,36	-0,02141	8489,72	0,017781
30/10/2009	7,521	-0,02704	8341,40	-0,01576
30/09/2009	7,73	0,11223	8474,95	0,131514
31/08/2009	6,95	0,080871	7489,92	0,027003
31/07/2009	6,43	0,110535	7292,99	0,02561
30/06/2009	5,79	-0,07508	7110,88	-0,01565
29/05/2009	6,26	-0,01417	7223,90	0,069304
30/04/2009	6,35	0	6755,70	0,094087
31/03/2009	6,35	0,058333	6174,74	0,028481
27/02/2009	6	-0,0566	6003,75	-0,06748
30/01/2009	6,36	-0,00641	6438,19	0,015273
31/12/2008	6,401	-0,02572	6341,34	0,006496
28/11/2008	6,57	-0,04367	6300,41	-0,00945
31/10/2008	6,87	-0,00435	6360,51	-0,20823
30/09/2008	6,9	-0,10156	8033,23	-0,06594
29/08/2008	7,68	0,026738	8600,31	0,012208
31/07/2008	7,48	-0,05556	8496,58	-0,04577
30/06/2008	7,92	-0,1	8904,14	-0,15982

30/05/2008	8,8	-0,02222	10597,88	-0,02926
30/04/2008	9	0,111111	10917,37	0,040152
31/03/2008	8,1	0,003717	10495,94	-0,04169
29/02/2008	8,07	0,029337	10952,58	-0,01893
31/01/2008	7,84	-0,10604	11163,91	-0,14251
31/12/2007	8,77	-0,1291	13019,36	-0,00772
30/11/2007	10,07	-0,10089	13120,68	0,008859
31/10/2007	11,2	-0,02012	13005,46	0,081586
28/09/2007	11,43	-0,07149	12024,43	-0,05404
31/08/2007	12,31	-0,04795	12711,41	-0,0538
31/07/2007	12,93	-0,03073	13434,18	0,003684
29/06/2007	13,34	0,057052	13384,87	0,009679
31/05/2007	12,62	0,074043	13256,56	0,082671
30/04/2007	11,75	0,028897	12244,31	0,050718
30/03/2007	11,42	0,031617	11653,28	-0,0034
28/02/2007	11,07	0,176408	11693,00	0,011059
31/01/2007	9,41	0,06448	11565,10	0,03282
29/12/2006	8,84	0,030303	11197,60	0,050175
30/11/2006	8,58	0,079245	10662,60	0,013979
31/10/2006	7,95	-0,01852	10515,60	0,020387
29/09/2006	8,1	-0,02878	10305,50	0,034941
31/08/2006	8,34	0,065134	9957,57	0,030225
31/07/2006	7,83	-0,05091	9665,43	0,017099
30/06/2006	8,25	0,01227	9502,94	0,010543
31/05/2006	8,15	-0,08221	9403,80	-0,06457
28/04/2006	8,88	0,013699	10052,90	-0,02043
31/03/2006	8,76	0,051621	10262,60	0,082916
28/02/2006	8,33	0,118121	9476,82	0,080621
31/01/2006	7,45	0,093979	8769,79	0,017534
30/12/2005	6,81		8618,67	

data	cotação	valorização	
		anual	psi20
30/12/2011	5,37	-0,35	5494,27
31/12/2010	8,28	0,07	7588,31
31/12/2009	7,76	0,21	8463,85
31/12/2008	6,401	-0,27	6341,34
31/12/2007	8,77	-0,01	13019,36
29/12/2006	8,84		11197,60

I) Evolução das cotações mensais e anuais da Galp

data	cotação	valorização mensal	psi20	valorização psi20
30/12/2011	11,38	-0,08	5494,27	-0,01
30/11/2011	12,43	-0,17	5536,32	-0,06
31/10/2011	14,98	0,09	5870,12	0,00
30/09/2011	13,74	-0,01	5891,06	-0,07
31/08/2011	13,905	-0,12	6320,08	-0,08
29/07/2011	15,745	-0,04	6895,39	-0,06
30/06/2011	16,45	0,12	7323,78	-0,03
31/05/2011	14,71	-0,03	7556,86	-0,02
29/04/2011	15,105	0,00	7677,82	-0,01
31/03/2011	15,105	0,00	7753,45	-0,03
28/02/2011	15,075	0,01	7995,16	0,02
31/01/2011	14,91	0,04	7819,12	0,03
31/12/2010	14,34	0,11	7588,31	-0,02
30/11/2010	12,9	-0,07	7761,04	-0,04
29/10/2010	13,86	0,09	8082,76	0,08
30/09/2010	12,66	-0,01	7507,57	0,02
31/08/2010	12,82	0,02	7394,15	0,00
30/07/2010	12,55	0,02	7371,79	0,04
30/06/2010	12,3	0,01	7065,65	0,00
31/05/2010	12,13	0,01	7072,01	-0,05
30/04/2010	12,03	-0,06	7408,45	-0,09
31/03/2010	12,86	0,08	8102,15	0,03
26/02/2010	11,925	0,03	7832,86	-0,03
29/01/2010	11,555	-0,04	8105,07	-0,04
31/12/2009	12,08	0,01	8463,85	0,00
30/11/2009	12,015	0,05	8489,72	0,02
30/10/2009	11,44	-0,03	8341,40	-0,02
30/09/2009	11,82	0,17	8474,95	0,13
31/08/2009	10,1	0,10	7489,92	0,03
31/07/2009	9,18	-0,08	7292,99	0,03
30/06/2009	10	-0,10	7110,88	-0,02
29/05/2009	11,12	0,10	7223,90	0,07
30/04/2009	10,1	0,12	6755,70	0,09
31/03/2009	8,98	0,03	6174,74	0,03
27/02/2009	8,75	0,05	6003,75	-0,07
30/01/2009	8,34	0,16	6438,19	0,02
31/12/2008	7,18	-0,16	6341,34	0,01
28/11/2008	8,585	0,19	6300,41	-0,01
31/10/2008	7,185	-0,38	6360,51	-0,21
30/09/2008	11,64	-0,15	8033,23	-0,07
29/08/2008	13,73	0,15	8600,31	0,01
31/07/2008	11,91	-0,16	8496,58	-0,05
30/06/2008	14,16	-0,13	8904,14	-0,16

30/05/2008	16,21	0,04	10597,88	-0,03
30/04/2008	15,56	0,03	10917,37	0,04
31/03/2008	15,11	-0,10	10495,94	-0,04
29/02/2008	16,86	0,11	10952,58	-0,02
31/01/2008	15,16	-0,18	11163,91	-0,14
31/12/2007	18,39	0,24	13019,36	-0,01
30/11/2007	14,81	0,33	13120,68	0,01
31/10/2007	11,13	0,03	13005,46	0,08
28/09/2007	10,83	-0,01	12024,43	-0,05
31/08/2007	10,99	0,00	12711,41	-0,05
31/07/2007	10,98	0,10	13434,18	0,00
29/06/2007	9,95	0,09	13384,87	0,01
31/05/2007	9,16	0,15	13256,56	0,08
30/04/2007	7,95	0,06	12244,31	0,05
30/03/2007	7,5	0,07	11653,28	0,00
28/02/2007	7,01	0,10	11693,00	0,01
31/01/2007	6,4	-0,08	11565,10	0,03
29/12/2006	6,94	0,06	11197,60	0,05

data	cotação	valorização	
		anual	psi20
30/12/2011	11,38	-0,21	5494,27
31/12/2010	14,34	0,19	7588,31
31/12/2009	12,08	0,68	8463,85
31/12/2008	7,18	-0,61	6341,34
31/12/2007	18,39	1,65	13019,36
29/12/2006	6,94		11197,60

m) Evolução das cotações mensais e anuais da Altri

data	cotação	valorização		
		mensal	psi20	valorização psi20
30/12/2011	1,20	0,10	5494,27	-0,0076
30/11/2011	1,09	-0,08	5536,32	-0,05686
31/10/2011	1,19	0,05	5870,12	-0,00355
30/09/2011	1,14	-0,12	5891,06	-0,06788
31/08/2011	1,29	-0,10	6320,08	-0,08343
29/07/2011	1,43	-0,02	6895,39	-0,05849
30/06/2011	1,46	-0,08	7323,78	-0,03084
31/05/2011	1,59	-0,02	7556,86	-0,01575
29/04/2011	1,63	-0,01	7677,82	-0,00975
31/03/2011	1,64	-0,03	7753,45	-0,03023

28/02/2011	1,70	-0,49	7995,16	0,022514
31/01/2011	3,32	-0,02	7819,12	0,030417
31/12/2010	3,40	0,08	7588,31	-0,02226
30/11/2010	3,14	-0,20	7761,04	-0,0398
29/10/2010	3,95	0,10	8082,76	0,076615
30/09/2010	3,58	-0,01	7507,57	0,015339
31/08/2010	3,60	-0,09	7394,15	0,003033
30/07/2010	3,94	-0,03	7371,79	0,043328
30/06/2010	4,07	0,04	7065,65	-0,0009
31/05/2010	3,93	-0,13	7072,01	-0,04541
30/04/2010	4,50	-0,10	7408,45	-0,08562
31/03/2010	4,98	0,19	8102,15	0,03438
26/02/2010	4,17	-0,01	7832,86	-0,03359
29/01/2010	4,20	0,05	8105,07	-0,04239
31/12/2009	4,00	0,06	8463,85	-0,00305
30/11/2009	3,76	-0,04	8489,72	0,017781
30/10/2009	3,91	-0,05	8341,40	-0,01576
30/09/2009	4,12	0,35	8474,95	0,131514
31/08/2009	3,06	0,29	7489,92	0,027003
31/07/2009	2,38	0,07	7292,99	0,02561
30/06/2009	2,23	-0,08	7110,88	-0,01565
29/05/2009	2,42	0,07	7223,90	0,069304
30/04/2009	2,27	0,18	6755,70	0,094087
31/03/2009	1,93	0,19	6174,74	0,028481
27/02/2009	1,62	-0,18	6003,75	-0,06748
30/01/2009	1,98	-0,05	6438,19	0,015273
31/12/2008	2,10	-0,12	6341,34	0,006496
28/11/2008	2,37	-0,05	6300,41	-0,00945
31/10/2008	2,50	0,14	6360,51	-0,20823
30/09/2008	2,20	-0,15	8033,23	-0,06594
29/08/2008	2,59	0,00	8600,31	0,012208
31/07/2008	2,59	0,18	8496,58	-0,04577
30/06/2008	2,20	-0,49	8904,14	-0,15982
30/05/2008	4,32	-0,10	10597,88	-0,02926
30/04/2008	4,78	0,07	10917,37	0,040152
31/03/2008	4,48	-0,03	10495,94	-0,04169
29/02/2008	4,60	0,07	10952,58	-0,01893
31/01/2008	4,30	-0,19	11163,91	-0,14251
31/12/2007	5,33	-0,10	13019,36	-0,00772
30/11/2007	5,93	0,03	13120,68	0,008859
31/10/2007	5,76	0,12	13005,46	0,081586
28/09/2007	5,16	-0,17	12024,43	-0,05404
31/08/2007	6,25	-0,08	12711,41	-0,0538
31/07/2007	6,80	-0,01	13434,18	0,003684
29/06/2007	6,85	0,01	13384,87	0,009679
31/05/2007	6,75	0,07	13256,56	0,082671
30/04/2007	6,28	0,11	12244,31	0,050718
30/03/2007	5,67	0,00	11653,28	-0,0034

28/02/2007	5,69	0,03	11693,00	0,011059
31/01/2007	5,50	0,35	11565,10	0,03282
29/12/2006	4,06	0,07	11197,60	0,050175
30/11/2006	3,79	-0,02	10662,60	0,013979
31/10/2006	3,87	0,16	10515,60	0,020387
29/09/2006	3,34	0,08	10305,50	0,034941
31/08/2006	3,09	0,18	9957,57	0,030225
31/07/2006	2,62	0,15	9665,43	0,017099
30/06/2006	2,27	0,09	9502,94	0,010543
31/05/2006	2,09	-0,53	9403,80	-0,06457
28/04/2006	4,43	0,38	10052,90	-0,02043
31/03/2006	3,22	0,10	10262,60	0,082916
28/02/2006	2,93	0,01	9476,82	0,080621
31/01/2006	2,90	-0,05	8769,79	0,017534
30/12/2005	3,04		8618,67	

data	cotação	valorização		valorização
		anual	psi20	psi
30/12/2011	1,2	-0,64654	5494,27	-0,27596
31/12/2010	3,395	-0,15019	7588,31	-0,10344
31/12/2009	3,995	0,906921	8463,85	0,33471
31/12/2008	2,095	-0,60694	6341,34	-0,51293
31/12/2007	5,33	0,312808	13019,36	0,162692
29/12/2006	4,06		11197,60	

Anexo 3 – Cálculo de Beta

a) Beta mensal e anual do BPI

	MENSAL
cov	0,004
var	0,003
beta	1,32

	ANUAL
cov	0,099
var	0,114
beta	0,86

b) Beta mensal e anual da EDP

	MENSAL
cov	0,0023
var	0,0033
beta	0,71

	ANUAL
cov	0,0587
var	0,1143
beta	0,51

c) Beta mensal e anual da Portucel

	MENSAL
cov	0,0027
var	0,0032
beta	0,82

	ANUAL
cov	0,0529
var	0,1143
beta	0,46

d) Beta mensal e anual da Sonae

	MENSAL
cov	0,0046
var	0,0033
beta	1,39

	ANUAL
cov	0,1814
var	0,1143
beta	1,59

e) Beta mensal e anual da Jerónimo Martins

	MENSAL
cov	0,0016
var	0,0032
beta	0,49

	ANUAL
cov	0,0449
var	0,1143
beta	0,39

f) Beta mensal e anual do Mota-Engil

	MENSAL
cov	0,0043
var	0,0034
beta	1,26

	ANUAL
cov	0,121405
var	0,1143
beta	1,06

g) Beta mensal e anual da Zon Multimédia

	MENSAL
cov	0,0032
var	0,0033
beta	0,97

	ANUAL
cov	0,0795
var	0,1143
beta	0,70

h) Beta mensal e anual do BES

	MENSAL
cov	0,0035
var	0,0032
beta	1,09

	ANUAL
cov	0,0495
var	0,1143
beta	0,43

i) Beta mensal e anual da Brisa

	MENSAL
cov	0,0026
var	0,0032
beta	0,81

	ANUAL
cov	0,0934
var	0,1143
beta	0,82

j) Beta mensal e anual da Cimpor

	MENSAL
cov	0,0031
var	0,0032
beta	0,96

	ANUAL
cov	0,1035
var	0,1143
beta	0,90

k) Beta mensal e anual da Semapa

	MENSAL
cov	0,0023
var	0,0032
beta	0,69

	ANUAL
cov	0,0541
var	0,1143
beta	0,47

l) Beta mensal e anual da Galp

	MENSAL
cov	0,0042
var	0,0034
beta	1,24

	ANUAL
cov	0,1963
var	0,1143
beta	1,72

m) Beta mensal e anual da Altri

	MENSAL
cov	0,0046
var	0,0032
beta	1,4

	ANUAL
cov	0,1690
var	0,1143
beta	1,5

Anexo 4 – Ponderação da capitalização bolsista, Retorno esperado do mercado e Valorização esperada do título

a) 2006

nome	capitalização bolsista	preço-alvo	cotação	valorização esperada	ponderação
Altri	416 400 000	3,40	3,36	1,2%	0,00008
BCP	10 100 000 000	3,15	2,72	15,8%	0,02459
BES	6810000000,00	11,00	12,05	-8,7%	-0,00914
BPI	4 491 600 000,00	4,27	3,11	37,3%	0,02580
Brisa	5 670 000 000,00	9,30	8,20	13,4%	0,01171
Cofina	186 700 000,00	3,7	3,79	-2,4%	-0,00007
Impresa	365 000 000	5,05	4,72	7,0%	0,00039
Cimpor	4 227 000 000	5,20	5,34	-2,6%	-0,00171
EDP	14 041 000 000	2,98	3,09	-3,6%	-0,00770
Galp Energia	5755000000	14,50	16,94	-14,4%	-0,01277
Jerónimo Martins	2 140 000 000	14,25	13,72	3,9%	0,00127
Media Capital	680000000	5,5	8,25	-33,3%	-0,00349
Mota-Engil	1 050 000 000	4,52	4,39	3,0%	0,00048
Novabase	172 700 000	7,15	5,81	23,1%	0,00061
Portucel	1 100 000 000	2,65	2,33	13,7%	0,00233
Portugal Telecom	11 108 000	11,50	9,86	16,6%	0,00003
PT Multimédia	3 000 000	10,15	9,52	6,6%	0,00000
Semapa	649 328 364	9,80	8,18	19,8%	0,00198
Sonae SGPS	3 020 000 000	1,43	1,31	9,2%	0,00426
Sonaecom	1 047 000 000	5,00	4,92	1,6%	0,00026
mercado	64 932 836 364	-	-	3,9%	-

b) 2007

nome	capitalização bolsista	preço-alvo	cotação	valorização esperada	ponderação
Altri	547 000 000	7,25	5,37	35,0%	0,00214
BPI	4 073 600 000	5,15	4,40	17,0%	0,00777
BCP	10 545 000 000	3,20	3,51	-8,8%	-0,01043
BES	7 500 000 000,00	19,40	14,45	34,3%	0,02877
Brisa	6 030 000 000	10,45	10	4,5%	0,00304
Cimpor	4 032 000 000	8,05	6,03	33,5%	0,01512
Cofina	157 000 000	2,00	1,86	7,5%	0,00013
EDP	14 187 000 000	4,50	4,54	-0,9%	-0,00140
Galp Energia	15 250 000 000	14,50	16,94	-14,4%	-0,02459
Impresa	535 864 634	2,65	1,80	47,2%	0,00283
Jerónimo Martins	3 398 000 000	5,40	5,59	-3,4%	-0,00129
Mota-Engil	1 700 000 000	5,40	5,00	8,0%	0,00152
Soares da Costa	313 000 000	0,90	2,22	-59,5%	-0,00208
Portucel	1 900 000 000	3,52	2,95	19,3%	0,00411
Portugal Telecom	9 160 000	11,50	10,22	12,5%	0,00001
PT Multimédia	3 200 000	10,15	11,50	-11,7%	0,00000
Semapa	878 818 000	15,10	8,57	76,2%	0,00750
Sonae Indústria	931 000 000	12,40	6,11	102,9%	0,01073
Sonae SGPS	3 960 000 000	1,96	2,01	-2,5%	-0,00110
Sonaecom	1 208 500 000	5,05	4,79	5,4%	0,00073
mercado	89310772358	-	-	4,4%	-

c) 2008

nome	capitalização bolsista	preço-alvo	cotação	valorização esperada	ponderação
Altri	215 000 000	7,20	5,50	30,9%	0,00129
BPI	1 575 000 000	2,35	1,62	45,1%	0,01383
BCP	3 826 000 000	0,95	0,80	18,8%	0,01398
BES	3 345 000 000,00	16,00	13,17	21,5%	0,01400
Brisa	3 211 000 000	6,8	6,36	6,9%	0,00433
Cimpor	2 339 000 000	5,80	4,39	32,1%	0,01464
EDP	9 854 000 000	2,80	2,62	7,0%	0,01350
EDP Renováveis	4 364 000 000	7,00	5,23	33,8%	0,02877
Galp Energia	5 954 000 000	12,00	17,6	-31,8%	-0,03691
Impresa	307 965 854	1,30	0,74	75,7%	0,00454
Jerónimo Martins	2 498 000 000	5,60	4,59	22,0%	0,01071
Mota-Engil	435000000	6,00	3,59	67,1%	0,00569
REN	1 513 900 000	3,05	2,62	16,4%	0,00484
Portucel	1 600 000 000	2,75	1,68	63,7%	0,01985
Portugal Telecom	5 442 000	8,25	6,06	36,1%	0,00004
Zon Multimédia	2 179 000	4,10	4,24	-3,3%	0,00000
Semapa	513 276 423	14,50	6,10	137,7%	0,01377
Sonae Indústria	913 500 000	5,75	1,84	212,5%	0,03782
Sonae SGPS	874 000 000	0,90	0,57	57,9%	0,00986
Sonaecom	368 000 000	2,85	1,14	150,0%	0,01075
mercado	51327642276	-	-	18,5%	-

d) 2009

nome	capitalização bolsista	preço-alvo	cotação	valorização esperada	ponderação
Altri	409 700 000	4,55	4,03	12,9%	0,00087
BPI	1 908 000 000	2,40	2,37	1,3%	0,00040
BCP	3 967 000 000	1,20	1,00	20,0%	0,01307
BES	5 332 000 000	5,25	4,57	14,9%	0,01307
Brisa	4 308 000 000	6,65	5,83	14,0%	0,00994
Cimpor	4 320 288 000	6,00	5,59	7,4%	0,00523
EDP Renováveis	5 783 000 000	7,90	7,20	9,7%	0,00926
EDP	11 364 700 000	3,70	3,06	20,9%	0,03915
Galp Energia	10 017 000 000	13,60	11,75	15,7%	0,02598
Jerónimo Martins	4 396 000 000	6,50	5,99	8,5%	0,00617
Mota-Engil	899 000 000	5,20	4,32	20,4%	0,00302
Portucel	1 518 882 500	2,60	2,03	28,1%	0,00702
Portugal Telecom	7 638 000	9,00	7,20	25,0%	0,00003
REN	1 602 000 000	3,64	2,99	21,7%	0,00574
Semapa	828 000 000	11,75	6,30	86,5%	0,01180
Sonaecom	708 000 000	2,10	2,01	4,5%	0,00052
Sonae Ind	360 500 000	3,20	2,40	33,3%	0,00198
Sonae	1 740 000 000	1,10	0,91	20,9%	0,00598
Teixeira Duarte	416 000 000	0,67	0,60	11,7%	0,00080
Zon Multimédia	825 000 000	5,90	4,45	32,6%	0,00443
mercado	60 710 708 500	-	-	16,4%	-

e) 2010

nome	capitalização bolsista	preço-alvo	cotação	valorização esperada	ponderação
Altri	348 200 000	3,10	2,25	37,8%	0,00246
BPI	1 246 500 000	1,90	1,58	20,3%	0,00472
BCP	2 732 000 000,00	0,75	0,61	23,0%	0,01173
BES	3 360 000 000,00	4,50	3,37	33,5%	0,02108
Brisa	3 131 000 000	6,80	4,91	38,4%	0,02252
Cimpor	3 407 000 000	6,00	4,79	25,2%	0,01607
EDP Renováveis	3 783 000 000	6,60	4,33	52,4%	0,03711
EDP	9 108 400 000,00	3,60	2,57	40,1%	0,06831
Galp	11 891 000 000	17,00	14,48	17,4%	0,03872
Jerónimo Martins	7 174 000 000	11,60	9,80	18,4%	0,02466
Mota-Engil	356 700 000	3,80	2,11	80,1%	0,00535
Portucel	1 746 830 000	2,50	2,16	15,7%	0,00513
Portugal Telecom	7 513 000	11,00	9,06	21,5%	0,00003
REN	1 378 000 000	2,90	2,63	10,3%	0,00265
Semapa	624 790 000	13,90	8,56	62,5%	0,00730
Sonaecom	458 000 000	2,40	1,44	66,7%	0,00571
Sonae Ind	267 400 000	3,00	2,09	43,5%	0,00218
Sonae SGPS	1 560 000 000	1,20	0,77	55,8%	0,01630
Inapa	56 300 000	0,41	0,41	0,5%	0,00001
Zon Multimédia	803 650 000	4,80	2,93	63,8%	0,00960
mercado	53440283000	-	-	30,2%	-

f) 2011

nome	capitalização bolsista	preço-alvo	cotação	valorização esperada	ponderação
Altri	299 500 000	1,20	1,14	5,3%	0,00029
BCP	2 954 900 000	0,17	0,13	31,8%	0,01702
BES	2 998 000 000,00	3,15	1,34	135,1%	0,07340
BPI	1 005 000 000,00	1,40	0,81	72,8%	0,01327
Banif	552 900 000	0,90	0,89	1,1%	0,00011
Brisa	3 131 000 000	3,35	2,58	29,8%	0,01694
Cimpor	3 541 000 000	6,35	5,11	24,3%	0,01557
EDP Renováveis	3 900 000 000,00	6,00	4,26	40,8%	0,02887
EDP	8 956 900 000	3,05	2,41	26,6%	0,04311
Galp	13 641 000 000	18,15	12,32	47,3%	0,11700
Jerónimo Martins	8 049 000 000	15,85	13,32	19,0%	0,02771
Mota-Engil	274 000 000	1,60	1,04	53,8%	0,00267
Portucel	1 759 110 000	2,60	1,79	45,3%	0,01443
PT	3 989 000	7,10	4,73	50,1%	0,00004
REN	1 324 000 000	3,80	2,13	78,4%	0,01882
Semapa	645 000 000	8,30	5,45	52,3%	0,00611
Sonae Ind	88 900 000	1,95	0,62	214,5%	0,00346
Sonae	918 000 000	0,92	0,46	100,0%	0,01664
Sonaecom	445 000 000	2,10	1,24	69,4%	0,00559
Zon Multimédia	683 000 000	3,70	2,21	67,4%	0,00835
mercado	55170199000	-	-	42,9%	-

Anexo 5 – Taxas de juro sem risco Euribor 12 meses

data	Euribor 12Meses
30/12/2011	1,9%
31/12/2010	1,5%
31/12/2009	1,2%
31/12/2008	3,0%
31/12/2007	4,7%
31/01/2006	4,03%

Anexo 6 – Constituintes do PSI

a) Constituintes do PSI em 1986

Empresa	quantidade	valor	moeda	último	data
CEL.CAIMA	0	0	PTE	0	10-01-1986
CISF	0	0	PTE	0	10-01-1986
COMPAL	1000.00	510000.00	PTE	5.100.000	10-01-1986
COTAPO	50.00	27000.00	PTE	5.400.000	10-01-1986
CURIA	10.00	19500.00	PTE	19.500.000	10-01-1986
EFACEC	40.00	220000.00	PTE	55.000.000	10-01-1986
EMPOR	100.00	29000.00	PTE	2.900.000	10-01-1986
EUROMINAS	7.00	28700.00	PTE	41.000.000	10-01-1986
F.RAMADA	220.00	299200.00	PTE	13.600.000	10-01-1986
FOSFOREIRA	0	0	PTE	0	10-01-1986
GRAO PARA	685.00	1082300.00	PTE	15.800.000	10-01-1986
INAPA	20.00	139000.00	PTE	69.500.000	10-01-1986
LISNAVE	740.00	747400.00	PTE	10.100.000	10-01-1986
MABOR	170.00	867000.00	PTE	51.000.000	10-01-1986
MARCONI..N	0	0	PTE	0	10-01-1986
MARCONI..P	1090.00	1286200.00	PTE	11.800.000	10-01-1986
P.COLONIAS	300.00	177000.00	PTE	5.900.000	10-01-1986
PENINA	23.00	49220.00	PTE	21.400.000	10-01-1986
SERRANO	0	0	PTE	0	10-01-1986
SICEL	60.00	166800.00	PTE	27.800.000	10-01-1986
SONAGI	30.00	46500.00	PTE	15.500.000	10-01-1986
T.NOVAS	40.00	116000.00	PTE	29.000.000	10-01-1986
UNIFA	0	0	PTE	0	10-01-1986
VIDAGO	50.00	83000.00	PTE	16.600.000	10-01-1986

Fonte: NYSE Euronext 2012

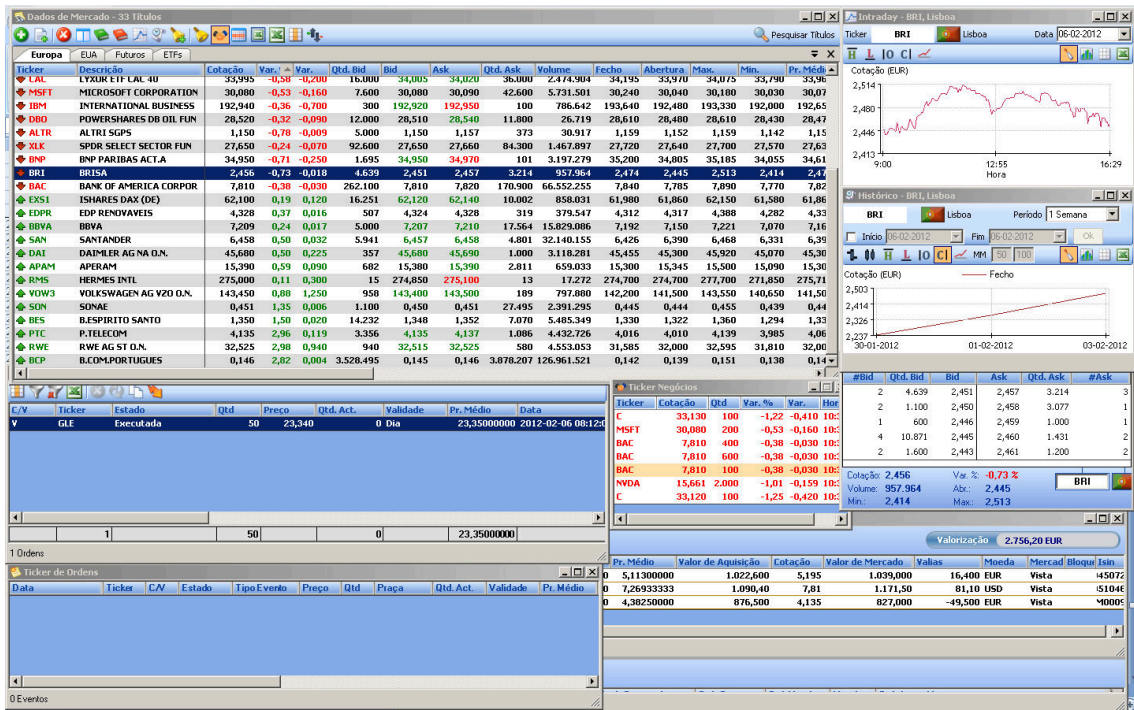
b) Constituintes do PSI em 2012

Empresa	quantidade	valor	moeda	ultimo	data
ALTRI	258378.00	311862.23	EUR	12.290	03-01-2012
B.COM.PORT	133727501.00	20031658.01	EUR	0.1500	03-01-2012
BANCO BPI	721301.00	358053.19	EUR	0.4960	03-01-2012
BANCO POP.	00-01-1900	0	EUR	0	03-01-2012
BANIF..NPR	295221.00	100062.66	EUR	0.3410	03-01-2012
BENFICA	1550.00	1051.20	EUR	0.6800	03-01-2012
BES.NPR	3638751.00	4860683.47	EUR	13.420	03-01-2012
BRISA	521830.00	1379008.09	EUR	26.790	03-01-2012
BSANTANDER	71997.00	427860.40	EUR	60.200	03-01-2012
C.AMORIM	4216.00	5870.24	EUR	13.900	03-01-2012
CIMPORSGPS	538094.00	2810571.56	EUR	52.380	03-01-2012
CIPAN	2314.00	416.52	EUR	0.1800	03-01-2012
COFINA	54931.00	38560.83	EUR	0.7200	03-01-2012
COMPTA	00-01-1900	0	EUR	0	03-01-2012
CONDURIL	00-01-1900	0	EUR	0	03-01-2012
COPAM	00-01-1900	0	EUR	0	03-01-2012
CURIA	00-01-1900	0	EUR	0	03-01-2012
E.D.P.NOM.	4851050.00	11970097.49	EUR	24.630	03-01-2012
EDP RENOVA	592490.00	2795480.86	EUR	47.200	03-01-2012
ES.FIN.NOM	00-01-1900	0	EUR	0	03-01-2012
ES.FINANC.	17468.00	89933.76	EUR	51.500	03-01-2012
EST.SOL..P	00-01-1900	0	EUR	0	03-01-2012
EST.SOLNPR	00-01-1900	0	EUR	0	03-01-2012
F.C.PORTO	50.00	23.00	EUR	0.4600	03-01-2012
F.RAMADA	1141.00	646.07	EUR	0.5750	03-01-2012
FENALU	0	0	EUR	0	03-01-2012
FISIPE	0	0	EUR	0	03-01-2012
FITOR	0	0	EUR	0	03-01-2012
GALP-NOM	1513397.00	18306939.82	EUR	123.650	03-01-2012
GLINTT	41870.00	5164.40	EUR	0.1300	03-01-2012
GRAO PARA	0	0	EUR	0	03-01-2012
IBERSOL	11000.00	45027.25	EUR	42.500	03-01-2012
IMPRESA	3779.00	1651.98	EUR	0.4300	03-01-2012
INAPA-INV.	50054.00	6725.02	EUR	0.1400	03-01-2012
INAPA-PREF	22136.00	2920.56	EUR	0.1100	03-01-2012
J.MARTINS	431782.00	5658367.60	EUR	131.250	03-01-2012
LISGRAFICA	1130.00	33.90	EUR	0.0300	03-01-2012
LITHO FORM	10.00	3.10	EUR	0.3100	03-01-2012
MARTIFER	9346.00	10277.14	EUR	10.900	03-01-2012
MEDCAPITAL	0	0	EUR	0	03-01-2012
MOTAENGIL	86958.00	90667.27	EUR	10.420	03-01-2012
NORVALOR	0	0	EUR	0	03-01-2012
NOVABASE,S	5189.00	10618.45	EUR	20.500	03-01-2012

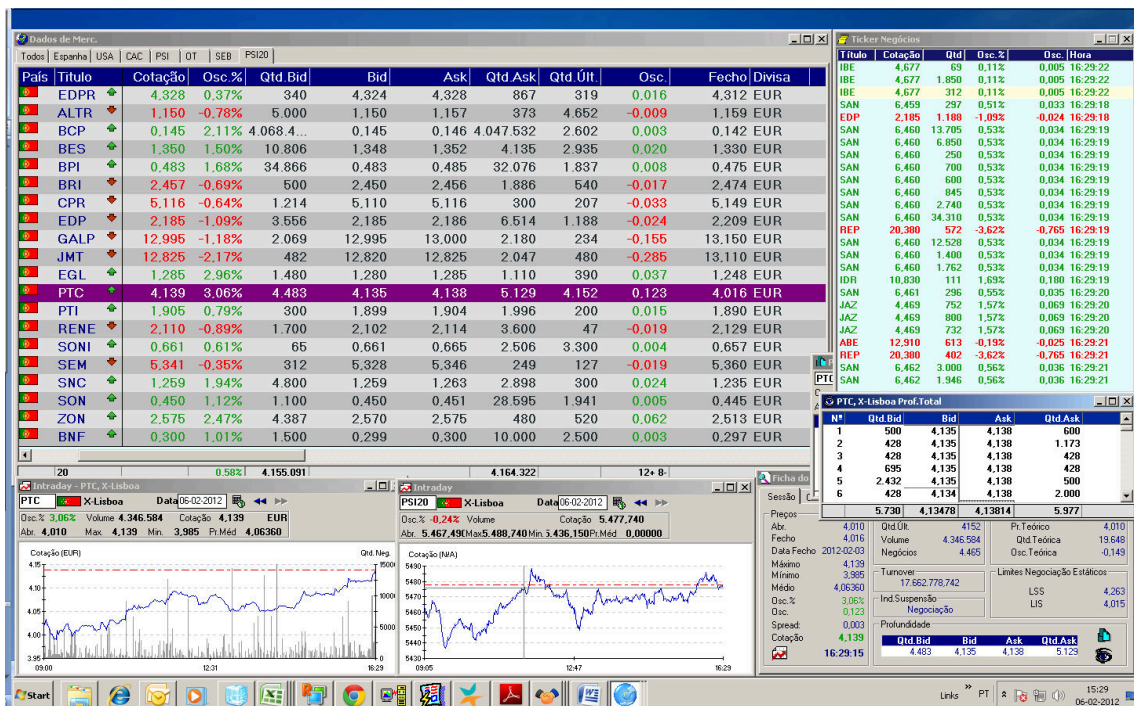
OLI.IRMAO	0	0	EUR	0	03-01-2012
OREY	1700.00	1995.00	EUR	11.500	03-01-2012
POLIM.SGPS	0	0	EUR	0	03-01-2012
PORTUCEL.N	213747.00	400402.44	EUR	18.940	03-01-2012
PROGADO.PR	0	0	EUR	0	03-01-2012
RA.PROGADO	0	0	EUR	0	03-01-2012
REDITUS	0	0	EUR	0	03-01-2012
REN	200398.00	415640.14	EUR	20.700	03-01-2012
S.C.BRAGA	0	0	EUR	0	03-01-2012
S.COST-PR.	0	0	EUR	0	03-01-2012
S.COSTA	67036.00	25877.82	EUR	0.3800	03-01-2012
SACYR	0	0	EUR	0	03-01-2012
SAG GEST	500.00	214.50	EUR	0.4500	03-01-2012
SEMAPA.NOM	33624.00	183896.37	EUR	54.560	03-01-2012
SONAE CAPI	212264.00	53078.00	EUR	0.2500	03-01-2012
SONAE SGPS	1813599.00	850895.78	EUR	0.4730	03-01-2012
SONAE.IND.	584933.00	409293.21	EUR	0.7000	03-01-2012
SONAE.COM	211802.00	267027.65	EUR	12.690	03-01-2012
SONAGI	0	0	EUR	0	03-01-2012
SOPRAGOL	0	0	EUR	0	03-01-2012
SPORTING	32.00	14.08	EUR	0.4400	03-01-2012
SUMOL.	0	0	EUR	0	03-01-2012
T.NOVAS	0	0	EUR	0	03-01-2012
TDUARTE SA	59132.00	13024.04	EUR	0.2200	03-01-2012
TELECOM-N.	1789436.00	8099756.31	EUR	45.500	03-01-2012
TRANSINSUL	0	0	EUR	0	03-01-2012
Toyota	0	0	EUR	0	03-01-2012
V.ALEG.ATL	20.00	1.20	EUR	0.0600	03-01-2012
VALEG.ATLF	1500.00	75.00	EUR	0.0500	03-01-2012
ZON MULTIM	850346.00	2194119.88	EUR	26.200	03-01-2012

Fonte: NYSE Euronext 2012

Anexo 7 - Sistema de Trading de ações



Fonte: Banco Invest



Fonte: Banco Invest

Anexo 8 - Principais Índices Mundiais

<i>International Indices</i>		
Símbolo	Índice	País
GDOW	<i>Global Dow Realtime USD</i>	United States
XX:GDOWE	<i>Global Dow Realtime EUR</i>	Europe
XX:GDOWD	<i>Global Dow Total Return Index USD</i>	United States
XX:GDOWR	<i>Global Dow Total Return Index EUR</i>	Europe
Americas		
XX:DWBRDT	<i>Dow Jones Brazil Total Stock Market Total Return Index USD</i>	Brazil
CA:\$ISPTX	<i>S&P/TSX Composite Index</i>	Canada
XX:CLDOW	<i>Dow Jones Chile Index CLP</i>	Chile
XX:MXDOW	<i>Dow Jones Mexico Index MXP</i>	Mexico
XX:IGBVL	<i>Lima Stock Exchange General Index</i>	Peru
SPX	<i>S&P 500 Index</i>	United States
VE:IBC	<i>IBC General Index</i>	Venezuela
Asia/Pacific		
AU:XAQ	<i>ASX All Ordinaries Index</i>	Australia
CN:000002	<i>Shanghai A Share Index</i>	China
HK:HSI	<i>Hang Seng Index</i>	Hong Kong
IN:1	<i>Bombay Sensex Index</i>	India
ID:JAKIDX	<i>JSX Composite Index</i>	Indonesia
JP:NIK	<i>NIKKEI 225 Index</i>	Japan
MY:FBMKLCI	<i>FTSE Bursa Malaysia KLCI</i>	Malaysia
PK:KSE100	<i>Karachi KSE-100 Index</i>	Pakistan
PH:PSEI	<i>PSEi Index</i>	Phillippines
XX:SGDOW	<i>Dow Jones Singapore Index SGD</i>	Singapore
KR:0100	<i>KOSPI Composite Index</i>	South Korea
LK:ASI	<i>Colombo All-Share Index</i>	Sri Lanka
XX:Y9999	<i>Taiwan Weighted Index</i>	Taiwan
TH:SETIDX	<i>Thailand SET Index</i>	Thailand
Europe		
XX:ATX	<i>S&P CSI Atlanta Home Price Index</i>	Austria
BE:BXE	<i>BEL-20 Index</i>	Belgium
XX:DKDOW	<i>Dow Jones Denmark Index DKK</i>	Denmark
XX:FIDOW	<i>Dow Jones Finland Index EUR</i>	Finland
FR:PX1	<i>CAC-40 Index</i>	France
DX:DAX	<i>DAX Performance Index</i>	Germany

XX:GRDOW	<i>Dow Jones Greece Index EUR</i>	Greece
NL:FTI	<i>Amsterdam AEX Index</i>	Netherlands
XX:OSEBX	<i>Oslo Exchange Benchmark Index_GI</i>	Norway
XX:PTDOW	<i>Dow Jones Portugal Index EUR</i>	Portugal
XX:MTI	<i>Moscow Times Index USD</i>	Russia
XX:SAX	<i>Slovakia SAX Index</i>	Slovakia
XX:ESI500000000	<i>IGBM Madrid Stock Exchange General Index</i>	Spain
XX:CHDOW	<i>Dow Jones Switzerland Index CHF</i>	Switzerland
TR:XU100	<i>Istanbul National 100 Index</i>	Turkey
UK:UKX	<i>FTSE 100 Index GBP</i>	United Kingdom
Africa/Middle East		
XX:EGX30	<i>Egypt EGX 30 Index</i>	Egypt
XX:TA100	<i>Tel Aviv 100 Index</i>	Israel
XX:ZADOW	<i>Dow Jones South Africa Stock Index ZAR</i>	South Africa

Fonte: *Market Watch in The Wall Street Journal*

Anexo 9 – Capitalizações Bolsistas

a) Capitalização Bolsista Altri 2006



The screenshot shows the Altri website's investor section for the year 2006. The top navigation bar includes links for 'Início', 'Serviço de alerta', 'Mapa do site', 'Contacte-nos', and 'Procurar'. The main menu highlights 'investidores', with other options like 'acerca da altri', 'pasta de papel', 'energias renováveis', 'comunicados de imprensa', and 'ambiente e sustentabilidade'. A left sidebar lists various investor resources such as 'Perfil da empresa', 'Estrutura accionista', and 'Relatórios'. The main content area is titled 'Relatórios de 2006' and features a table of reports for the years 2011 through 2005, with 2006 selected. The table lists report dates, titles, PDF icons, and file sizes. Below the table, there is a note about the Adobe Acrobat Reader and a line graph titled 'Evolução bolsista' comparing the company's stock price to the PSI 20 index from January to December 2006. The graph shows a significant upward trend for Altri, while the PSI 20 remains relatively flat. Below the graph, there is a text block providing details about the company's stock performance and capitalization in 2006.

» English version

Início | Serviço de alerta | Mapa do site | Contacte-nos | Procurar

acerca da altri | pasta de papel | energias renováveis | **investidores** | comunicados de imprensa | ambiente e sustentabilidade

Início / investidores / Relatórios / Relatórios de 2006

Relatórios de 2006

	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Data							
Título							
PDF							
Tamanho							
31 Dezembro de 2006						Exercício 2006 (Contas Consolidadas)	1.9 MB
31 Dezembro de 2006						Exercício 2006 (Contas Individuais)	1.2 MB
30 Setembro de 2006						3.º Trimestre	53 KB
30 Junho de 2006						1.º Semestre (Contas Consolidadas)	3.3 MB
30 Junho de 2006						1.º Semestre (Contas Individuais)	3 MB
31 Março de 2006						1.º Trimestre	91 KB

Get ADOBE® READER®

Note: To view PDF files, you will need the Adobe Acrobat Reader. Visit the [Adobe website](#) to download a free copy.

Evolução bolsista



Mês	Altri (€)	PSI 20 (€)
Jan-06	1.5	1.5
Fev-06	1.6	1.5
Mar-06	1.7	1.5
Abr-06	1.8	1.5
Mai-06	2.0	1.5
Jun-06	2.2	1.5
Jul-06	2.5	1.5
Ago-06	2.8	1.5
Set-06	3.2	1.5
Out-06	3.5	1.5
Nov-06	3.8	1.5
Dez-06	4.06	1.8

A cotação das ações da Altri sofreu um incremento de cerca de 165% durante o exercício de 2006, encerrando com um valor unitário de 4,06 euros e uma capitalização bolsista de cerca de 416,4 milhões de euros.

Foram transaccionadas durante o exercício cerca de 284,3 milhões de títulos da Empresa, volume extremamente relevante se tivermos em consideração que o seu capital é composto por cerca de 103 milhões de ações.

Relatório e contas '06

7

Fonte: <http://www.altri.pt/investidores/>

b) Capitalização Bolsista Altri 2007

» English version Início | Serviço de alerta | Mapa do site | Contacte-nos | Procurar

acerca da altri pasta de papel energias renováveis **investidores** comunicados de imprensa ambiente e sustentabilidade

investidores

- Perfil da empresa
- Estrutura accionista
- Cotação da acção
- Principais indicadores financeiros
- Relatórios**
- Apresentações
- Calendário financeiro
- Apoio ao accionista
- Analistas
- Contactos - IR

Print page
Marcar página

Início / investidores / Relatórios / Relatórios de 2006

Relatórios de 2007

2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
------	------	------	------	------	------	------

Data	Título	PDF	Tamanho
30 de Abril de 2008	Exercício 2007 (Contas Consolidadas)		1,9 MB
30 de Abril de 2008	Exercício 2007 (Contas Individuais)		0,8 MB
07 de Novembro de 2007	3.º Trimestre		0,2 MB
30 de Junho de 2007	1.º Semestre (Contas Consolidadas)		0,8 MB
30 de Junho de 2007	1.º Semestre (Contas Individuais)		0,7 MB
09 de Maio de 2007	1.º Trimestre		91 KB

Get ADOBE® READER®

Note: To view PDF files, you will need the Adobe Acrobat Reader. Visit the [Adobe website](#) to download a free copy.

Evolução bolsista

Month	Altri (€)	PSI20 (€)
Jan-07	4.5	4.5
Feb-07	5.5	4.5
Mar-07	6.0	4.5
Apr-07	6.2	4.5
May-07	6.5	4.5
Jun-07	6.5	4.5
Jul-07	7.5	4.5
Aug-07	6.5	4.5
Sep-07	6.0	4.5
Oct-07	5.5	4.5
Nov-07	5.0	4.5
Dec-07	5.33	4.5

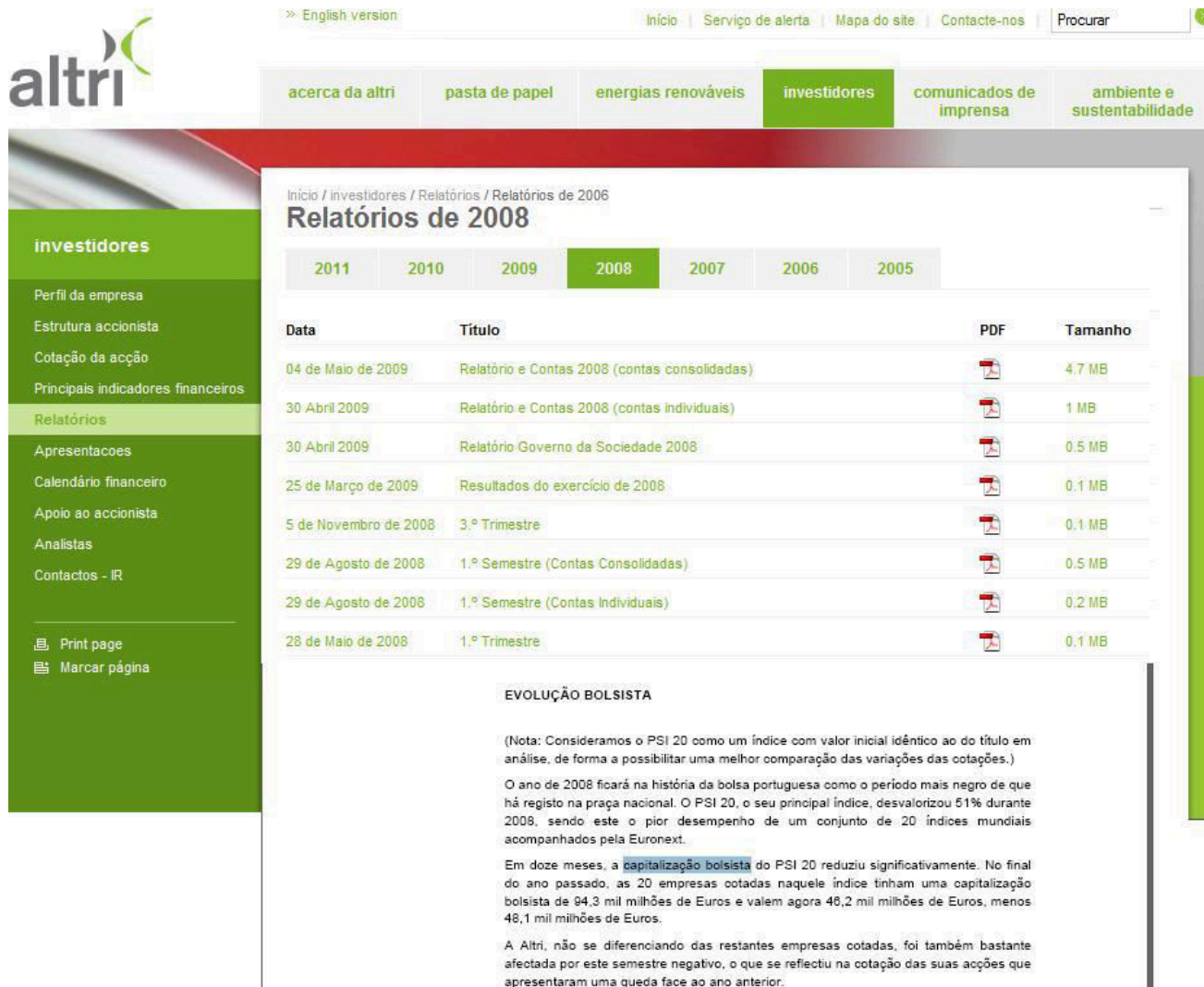
A cotação das ações da Altri registou um incremento superior a 30% durante o ano de 2007, encerrando com um valor unitário de 5,33 Euros e uma **capitalização bolsista** de cerca de 547 milhões de Euros.

Foram transaccionadas durante o ano de 2007 cerca de 207,5 milhões de títulos da Empresa, volume extremamente relevante se tivermos em consideração que o seu capital é composto por cerca de 103 milhões de ações.

Relatório e Contas '07 7

Fonte: <http://www.altri.pt/investidores/>

c) Capitalização Bolsista Altri 2008



The screenshot shows the Altri website's investor relations section. At the top, there is a navigation bar with links for 'English version', 'Início', 'Serviço de alerta', 'Mapa do site', 'Contacte-nos', and a search box labeled 'Procurar'. Below this is a secondary navigation bar with tabs for 'acerca da altri', 'pasta de papel', 'energias renováveis', 'investidores' (highlighted), 'comunicados de imprensa', and 'ambiente e sustentabilidade'. The main content area is titled 'Relatórios de 2008' and features a year selector with options for 2011, 2010, 2009, 2008 (selected), 2007, 2006, and 2005. A table lists various reports with columns for 'Data', 'Título', 'PDF', and 'Tamanho'. Below the table, there is a section titled 'EVOLUÇÃO BOLSISTA' containing text about the company's performance in 2008, specifically mentioning the decline in market capitalization of the PSI 20 index.

>> English version

Início | Serviço de alerta | Mapa do site | Contacte-nos | Procurar

acerca da altri | pasta de papel | energias renováveis | **investidores** | comunicados de imprensa | ambiente e sustentabilidade

investidores

- Perfil da empresa
- Estrutura accionista
- Cotação da acção
- Principais indicadores financeiros
- Relatórios**
- Apresentações
- Calendário financeiro
- Apoio ao accionista
- Analiistas
- Contactos - IR

Print page
Marcar página

Início / investidores / Relatórios / Relatórios de 2006
Relatórios de 2008

2011 | 2010 | 2009 | **2008** | 2007 | 2006 | 2005

Data	Título	PDF	Tamanho
04 de Maio de 2009	Relatório e Contas 2008 (contas consolidadas)		4,7 MB
30 Abril 2009	Relatório e Contas 2008 (contas individuais)		1 MB
30 Abril 2009	Relatório Governo da Sociedade 2008		0,5 MB
25 de Março de 2009	Resultados do exercício de 2008		0,1 MB
5 de Novembro de 2008	3.º Trimestre		0,1 MB
29 de Agosto de 2008	1.º Semestre (Contas Consolidadas)		0,5 MB
29 de Agosto de 2008	1.º Semestre (Contas Individuais)		0,2 MB
28 de Maio de 2008	1.º Trimestre		0,1 MB

EVOLUÇÃO BOLSISTA

(Nota: Consideramos o PSI 20 como um índice com valor inicial idêntico ao do título em análise, de forma a possibilitar uma melhor comparação das variações das cotações.)

O ano de 2008 ficará na história da bolsa portuguesa como o período mais negro de que há registo na praça nacional. O PSI 20, o seu principal índice, desvalorizou 51% durante 2008, sendo este o pior desempenho de um conjunto de 20 índices mundiais acompanhados pela Euronext.

Em doze meses, a **capitalização bolsista** do PSI 20 reduziu significativamente. No final do ano passado, as 20 empresas cotadas naquele índice tinham uma capitalização bolsista de 04,3 mil milhões de Euros e valem agora 46,2 mil milhões de Euros, menos 48,1 mil milhões de Euros.

A Altri, não se diferenciando das restantes empresas cotadas, foi também bastante afectada por este semestre negativo, o que se reflectiu na cotação das suas acções que apresentaram uma queda face ao ano anterior.

Fonte: <http://www.altri.pt/investidores/>

d) Capitalização Bolsista Altri 2009

>> English version

Início | Serviço de alerta | Mapa do site | Contacte-nos | Procurar

acerca da altri | pasta de papel | energias renováveis | **investidores** | comunicados de imprensa | ambiente e sustentabilidade

altri

investidores

- Perfil da empresa
- Estrutura accionista
- Cotação da acção
- Principais indicadores financeiros
- Relatórios**
- Apresentações
- Calendário financeiro
- Apoio ao accionista
- Analistas
- Contactos - IR

Início / investidores / Relatórios / Relatórios de 2006

Relatórios de 2009

2011 | 2010 | **2009** | 2008 | 2007 | 2006 | 2005

Data	Título	PDF	Tamanho
31 Maio 2010	Exercício 2009 (Contas Consolidadas)		1.6 MB
31 Maio 2010	Exercício 2009 (Contas Individuais)		0.7 MB
10 Março 2010	Resultados do exercício de 2009		0.2 MB
25 Novembro 2009	3.º Trimestre		0.6 MB
28 Agosto 2009	1.º Semestre		0.3 MB
27 Maio 2009	1.º Trimestre		0.6 MB

Get ADOBE® READER® Note: To view PDF files, you will need the Adobe Acrobat Reader. Visit the [Adobe website](#) to download a free copy.

Evolução bolsista

Mês	Altri (€)	PSI 20 (€)
Jan-09	2.0	2.0
Fev-09	1.8	1.8
Mar-09	1.6	1.6
Abr-09	1.8	1.8
Mai-09	2.0	2.0
Jun-09	2.2	2.2
Jul-09	2.4	2.4
Ago-09	2.6	2.6
Sep-09	3.5	2.8
Out-09	4.0	2.8
Nov-09	4.0	2.8
Dez-09	4.0	2.8

A cotação das acções da Altri aumentou cerca de 90% durante 2009 encerrando com um valor unitário de 4 Euros e uma **capitalização bolsista** de cerca 409,7 milhões de Euros.

Foram transaccionadas durante o exercício cerca de 104,4 milhões de títulos da Altri, volume relevante se tivermos em consideração que o seu capital é composto por cerca de 103 milhões de acções.

Print page
Marcar página

Fonte: <http://www.altri.pt/investidores/>

e) Capitalização Bolsista Millenium BCP: 2006, 2007, 2008

Millennium bcp | Particulares | Empresas | Institucional

Investidores | Imprensa | Quem Somos | Governação | Fundação | Sustentabilidade | Provedor do Cliente

English | BancoMail | Segurança | Ajuda | Preçário | Soluções | Programas Especiais | Simuladores | Serviço

Informação Financeira | Título BCP | Sobre o BCP

Relatório e Contas - Ano 2008 - Relatório Anual

- Relatório e Contas 2008 - Vol. I
- Relatório e Contas 2008 - Vol. II
- Relatório de Sustentabilidade

Pretendo

- Assembleia Geral 28 fevereiro 2012
- Conferência Analistas Anual 2011
- Demonstrações Financeiras
- Dívida
- Apresentação de Resultados
- Publicações financeiras obrigatórias
- Analistas Título BCP
- Relações com Investidores
- Resultados stress test 2011
- Estrutura Accionista

2008 Relatório e Contas Volume I

Síntese de Indicadores

	2008	2007	2006	2005	Var. % 08/07
Milhões de euros					
Ação BCP					
Capitalização bolsista (ações ordinárias)	3.826	10.545	10.112	8.361	
Resultado líquido por ação ajustado (euros)					
Básico	0,03	0,13	0,18	0,20	-73,4%
Diluído	0,03	0,13	0,18	0,18	-73,4%
Valores de mercado por ação (euros)					
Máximo	2,446	4,30	2,88	2,39	
Mínimo	0,685	2,57	2,14	1,88	
Fecho	0,815	2,92	2,80	2,33	

Fonte: <http://www.millenniumbcp.pt/>

f) Capitalização Bolsista BES



Relatórios Anuais

2011



Relatório e Contas Consolidado (inclui relatório de gestão, demonstrações financeiras consolidadas e Relatório de Governo da Sociedade)

[Download PDF](#)

Relatório do Governo da Sociedade

[Download PDF](#)

Demonstrações Financeiras Individuais

[Download PDF](#)

[Expandir ▾](#)

2010



2009



2008



2007



2006



2005



Outros Relatórios

Relatórios Trimestrais
[Consulte aqui](#)

Resultados

Resultados Trimestrais
[Consulte aqui](#)

Últimas Notícias

1 de Agosto de 2011
BES divulga resultados do 1º Semestre de 2011

9 de Junho de 2011
Assembleia Geral Extraordinária

2 de Maio de 2011
BES divulga resultados do 1º Trimestre de 2011

Principais Indicadores de Bolsa

		31-Dez-10 ¹²	31-Dez-11	Variação
Dados de Bolsa				
01. N.º de Acções Ordinárias emitidas	(mil)	1 166 667	1 461 240	294 573
02. N.º médio ponderado de Acções Ordinárias emitidas ¹³	(mil)	1 166 667	1 187 255	20 588
03. Última Cotação do ano	(€)	2,88	1,35	(53,1%)
04. Capitalização Bolsista no final do ano	(M€) (01x03)	3 360	1 973	(41,3%)

Dados Financeiros Consolidados (valores de final do ano)

05. Capital Próprio atribuível aos Accionistas ¹²	(M€)	6 310	5 604	(11,2%)
06. Capital Próprio atribuível às Acções Ordinárias ¹²	(M€)	5 440	5 363	(1,4%)
07. Resultado do Exercício	(M€)	556,9	(108,8)	---
08. Resultado atribuível às Acções Ordinárias (M€)		523,4	(3,1)	---
09. Dividendo Bruto das Acções Ordinárias	(M€)	147,0	--	--
10. Pay Out Ratio das Acções Ordinárias	(%) (09/07)	26,4	--	--

Principais Indicadores de bolsa

		Dez. 05		Dez. 06		Var. (%) ¹⁴
		05	06	Milhões Ajustados	Milhões Ajustados	
Dados de Bolsa						
01. N.º de Acções Ordinárias emitidas	(mil)	300 000	500 000	387 500 ¹⁵	29,2%	
02. N.º médio ponderado de Acções Ordinárias emitidas	(mil)	300 000	417 222 ¹⁵	387 500 ¹⁵	29,2%	
03. Última Cotação do ano	(€)	10,67 ¹⁶	13,62	13,62	27,0%	
04. Capitalização Bolsista no final do ano	(milhões de euros)	4 080	6 810	6 810	66,9%	

2.4 Acções do BES

Principais Indicadores de Bolsa

		31.12.08		31.12.09	Variação anual considerando Dados Ajustados
		Dados reportados ¹⁷	Dados ajustados ¹⁸		
Dados de Bolsa					
01. N.º de Acções Ordinárias emitidas	(mil)	500 000	792 729	1 166 667	47,2%
02. N.º médio ponderado de Acções Ordinárias emitidas ¹³	(mil)	500 000	792 729	1 000 000	26,1%
03. Última Cotação do ano	(€)	6,69	4,22	4,57	8,3%
04. Capitalização Bolsista no final do ano	(M€) (01x03)	3 345	3 345	5 332	59,4%

Principais Indicadores de bolsa

		Dez. 06		Dez. 07		Variação
		06	07	06	07	
Dados de Bolsa						
01. N.º de Acções Ordinárias emitidas	(mil)	500 000	500 000			--
02. N.º médio ponderado de Acções Ordinárias emitidas	(mil)	417 222 ¹⁵	500 000			19,8%
03. Última Cotação do ano	(€)	13,62	15,00			10,1%
04. Capitalização Bolsista no final do ano	(M€) (01x03)	6 810	7 500			10,1%

Fonte: <http://www.bes.pt>

g) Capitalização Bolsista BPI

BPI Relações com Investidores

Página Inicial English Version Sites BPI Segurança

FAQ's Mapa do Site Glossário Contactos Subscrições de e-mail Pesquise ir.bpi.pt

Últimos 10 anos - Capitalização Bolsista

Cotações das ações Banco BPI | Performance Relativa das Ações Banco BPI | Índices de Referência | Valores por Ação Ajustadas | Número de Ações | Indicadores de Valorização | Dividendos | Liquidez | Capitalização Bolsista

Excel Download  Last Update: 13-04-2012

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ações existentes no final do período (nº em milhões)	760,0	760,0	760,0	760,0	760,0	760,0	900,0	900,0	900,0	990,0
Capitalização bolsista	1.656,8	2.219,2	2.264,8	2.933,6	4.491,6	4.073,6	1.575,0	1.908,0	1.246,5	476,2


Valores em milhões de euros, excepto quando indicado de outra forma

- Grupo BPI
- Governo Grupo BPI
- Dados Financeiros
- Accionistas
- Ações Banco BPI**
- Dívida
- Notícias e Eventos
- Links Úteis
- Informação obrigatória aos Investidores
- Termos de Utilização

Fonte: <http://bpi.bancobpi.pt/>

h) Capitalização Bolsista Cimpor

Última cotação em € 5.506
Mapa do site
Englis



A NOSSA SOLIDEZ FAZ PARTE DA SUA VI

- ENTRADA
- ORGANIZAÇÃO CORPORATIVA
- ESTRATÉGIA
- PACK INVESTIDOR
- COMUNICADOS
- APRESENTAÇÕES
- RELATÓRIOS & PUBLICAÇÕES
- OBTER DADOS
- AÇÃO & ACIONISTAS
- GOVERNO DA SOCIEDADE
- CALENDÁRIO
- EQUIPA RI

→ Relatórios & Publicações 2011

Entrada > Relatórios & Publicações

Seleccione

- seleccione
- 2011
- 2010
- 2009
- 2008
- 2007
- 2006
- 2005
- 2004
- 2003
- 2002

- Relatório Financeiro Intercalar Consolidado - 3º Trimestre 2011
- Relatório Financeiro Intercalar Consolidado - 1º Semestre de 2011

Dados Consolidados	Unidade	2011	2010	Var.	2009
Resultado Líquido por Ação (EPS)	euros	0,295	0,360	-18,1%	0,353
Dividendos por Ação (DPA)	euros	0,166	0,205	-19,0%	0,200
Capitalização Bolsista (31 dez.)	10 ⁶ euros	3.573	3.407	4,9%	4.320
Cotação (31 dez.) / Resultados por Ação (PER)	-	18,0	14,1	28,0%	16,6
Dividendos por Ação (DPA) / Cotação (31 dez.) (Yield)	%	3,1%	4,0%	-0,9 p.p.	3,1%

Dados Consolidados	Unidade	2008	2007	Var.	2006
Capitalização Bolsista (31 Dez.)	10 ⁶ euros	2.339	4.032	-42,0 %	4.227
Resultado Líquido por Acção (EPS)	euros	0,33	0,45	-27,4 %	0,44
Cotação (31 Dez) / Resultados por Acção (PER)		10,6	13,2		14,4

Fonte: <http://www.cimpor.pt/investidores/>

i) Capitalização Bolsista Cofina 2006



A cotação das acções da Cofina cresceu 20% durante o ano 2006, encerrando o exercício com um valor por acção de 1,82 euros, correspondente a uma **capitalização bolsista** de cerca de 186,7 milhões de euros. Durante o exercício de 2006 foram transaccionadas cerca de 94,3 milhões de acções, representativas de 92% do capital da Empresa, o que demonstra a sua dinâmica no mercado de capitais. As acções da Cofina atingiram um valor máximo em 11 de Maio de 2006 contando nessa data 2,02 euros por acção. O valor mínimo anual das acções cifrou-se em 1,51 euros por acção.

Fonte: <http://www.cofina.pt/>

j) Capitalização Bolsista EDP Renováveis: 2008, 2009, 2010, 2011



Investidores

- ACÇÃO EDPR
- GOVERNO CORPORATIVO
- PRESS RELEASES
- IPO
- PUBLICAÇÕES

Relatórios e Contas

/PUBLICAÇÕES
/RELATÓRIOS E CONTAS

- 2011
- 2010
- 2009
- + Antigos

Valor de mercado da EDP Renováveis (milhões de €)	2009	2008
Capitalização bolsista no final do período	EUR 5.783	EUR 4.364

Indicadores do Mercado de Capitais	2010	2009	2008
Acções da EDP Renováveis na NYSE Euronext Lisbon			
Valor de Mercado da EDPR			
Capitalização bolsista no final do período (milhões €)	3.783	5.783	4.364



renováveis
MANAGEMENT REPORT

JUNE 2011


During the 1H2011, 150,624,499 EDP Renováveis shares were traded, corresponding to a turnover of approximately €712 million. On average, at Euronext Lisbon, EDP Renováveis daily trade volume was around 1.2 million shares per day. EDP Renováveis market capitalization at 30 of June was €3.9 billion

Fonte: <http://www.edprenovaveis.com/Investors/>

k) Capitalização Bolsista Galp Energia

Você está aqui: [Início](#) > [Investidor](#) > ... > [Relatórios anuais](#) > [Arquivo de relatórios anuais](#) Mapa do site | Acessibilidade | PT | EN

Sobre nós | Produtos e serviços | Sustentabilidade | Investidor | Media | Carreiras

 galp energia Newsletter | Alertas | RSS

partilhar | imprimir | enviar | guardar | ouvir

INVESTIDOR

[voltar a Relatórios e resultados](#)

Resultados trimestrais




Relatórios anuais

Arquivo de relatórios anuais

Arquivo de relatórios anuais

2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006

Aceda aqui a todos os relatórios relativos a 2011

 Relatório & Contas 2011	Download pdf, 14MB
 Excel tables 2011 - consolidadas	Download xls, 4MB
 Relatório de Governo 2011	Download pdf, 5MB
 Contas individuais 2011	Download pdf, 794KB
 Excel tables 2011 - individuais	Download xls, 1MB

Indicadores financeiros

(M€ excepto indicação em contrário)	2006	2007	2008	2009
Dividendo por ação (€/ação)	0,30	0,32	0,32	0,20
Capitalização bolsista a 31 de Dezembro	5.755	15.250	5.954	10.017

Milhões de euros (exceto indicação em contrário)	2008	2009	2010	2011
Dividendo por ação (€/ação)	0,32	0,20	0,20	0,20
Capitalização bolsista a 31 de dezembro	5.954	10.017	11.891	9.437

Kit Investidor

Contactos

Ação Galp Energia

20 abr 2012, 15:42 GMT

€ 11,03

(0,96%) ↑

[+ informação »](#)

Atualizações RSS

[subscriver »](#)

Alertas Email

[subscriver »](#)

Estrutura acionista
Calendário Relatórios anuais Resultados

Fonte: <http://www.galpenergia.com/PT/investidor/>

I) Capitalização Bolsista Impresa

Página Inicial | Atualizar | Favoritos | A sua Homepage | Enviar por mail | Mapa do site | Ajuda | Registo Gratuito

negocios ONLINE

Pesquisar:

Negócios Mobile | Portfolio | Cotações | Fóruns | Alertas | Newsletters | Fundos | Ticker | Imobiliário | Emprego

FAQ | Pesquisar | Membros | Grupos | Registrar | Perfil | Ligar e ver Mensagens Privadas | Entrar

O que é o Caldeirão? | Como participar? | Ajuda

Impresa - Tópico Geral

Ir à página 1, 2, 3 ... 34, 35, 36 Seguinte

novotópico responder Índice do Fórum CALDEIRÃO DE BOLSA -> Forum Geral

Colocada: 30/10/2006 11:18 Assunto:

Citação:

Empresa Impresa
Sector Media
Data Trading Idea 25-10-2006
Preço à data 4,36 EUR
Stop Loss 4,14 EUR
Preço actual 4,35 EUR
(9:30:53)
Analista Nuno Miguel Matias

Impresa - Números trimestrais em linha, favorecem potencial de recuperação

Sector Media

Descrição

A Impresa é um dos principais grupos media nacionais, detendo como principal activo a rede televisiva SIC e os diversos canais presentes na rede cabo, estando igualmente presente no segmento de imprensa, com alguns dos títulos mais relevantes do mercado nacional, nomeadamente o semanário Expresso. O grupo apresenta uma **capitalização** bolsista de aproximadamente EUR 365 mn.

Triggers

- Resultados do 3Q2006 em linha com o previsto e com a guidance anual reiterada, é aliviada alguma da pressão sobre o título.
- Na verdade, e depois de vários trimestres em perda acentuada, as tendências operacionais parecem pelo menos ter estabilizado, isto com sinais animadores nas áreas de televisão (SIC) e jornais, onde as receitas publicitárias já apresentaram uma evolução positiva face ao terceiro trimestre de 2005.
- O nível de audiências da SIC, em recuperação desde o 2Q2006, beneficiou quer das transmissões do Campeonato do Mundo de Futebol quer do Rock in Rio, mas também da actual grelha de programação, que respondeu bem à posição instalada da TVI.
- Na área de jornais, o Expresso beneficiou já do forte aumento de circulação, justificado pelo seu novo formato e pela promoção de oferta de DVD's, praticamente dobrando os seus níveis de tiragem, conseguindo desta forma elevar receitas publicitárias e manter o domínio do mercado, isto apesar da entrada do concorrente Sol.

Fonte: http://caldeiraodebolsa.jornaldenegocios.pt/viewtopic.php?t=51829&highlight=&js_link=1

m) Capitalização Bolsista Mota-Engil: 2006

RELATÓRIO DE SUSTENTABILIDADE 2006



4. APRESENTAÇÃO E PERFIL DO GRUPO

Líder de mercado em Portugal no sector da construção civil e obras públicas, o Grupo Mota-Engil atingiu em 2006 um volume de negócios de 1 308 233 milhares de euros.

A capitalização bolsista do Grupo Mota-Engil aumentou de 665 milhões de euros em 31 de Dezembro de 2005 para 1,05 mil milhões de euros em Dezembro de 2006.

Fonte: http://www.mota-engil.pt/images/content/211_1_G.pdf

n) Capitalização Bolsista Portugal Telecom

PT EN Área de Cliente PT Lojas PT Sites do Grupo Pesquisar

Home Sobre a PT Sustentabilidade Investidores Media

Investidores

Home > Investidores > Ações PT > Indicadores de bolsa

Informação bolsista

Indicadores bolsistas relativos à performance da ação nos últimos 5 anos.

Valores reportados	2011	2010	2009	2008	2007
Em 31 de dezembro					
Capital social (milhões €)	27	27	27	27	31
Nº de ações (milhões)	897	897	897	897	1.026
Cotação (€)	4,45	8,38	8,52	6,07	8,93
Cotação Média Anual (€)	6,77	8,74	6,93	7,25	9,98
Capitalização bolsista (milhões €)	3.989	7.513	7.638	5.442	9.160
Dividendo bruto por ação (€)	0,65	2,300	0,575	0,575	0,575
Dividend yield (cot. média ano)	9,6%	26,3%	8,3%	7,9%	5,8%
Resultado líquido (milhões €)	339	5.672	684	582	742
Pay-out ratio	164,8%	35,5%	73,6%	88,6%	79,5%
Cotações / transações					
Cotação máxima (€)	8,48	11,00	8,69	9,45	9,60
Cotação mínima (€)	4,40	6,480	5,479	4,35	8,02
Transações (milhões de ações)	702	1.203	777	1.057	1.343
Transações (milhões €)	4.897	10.418	5.370	7.783	13.343
Retorno Acionista Total*					
Portugal Telecom	(46,9%)	17,8%	54,9%	(29,9%)	13,8%
PSI-20	(27,6%)	(6,6%)	39,0%	(49,6%)	19,8%
DJ Stoxx Telecom Europe	(6,2%)	10,3%	18,9%	(32,6%)	19,8%

* Fonte: Bloomberg

Este texto está escrito ao abrigo do novo Acordo Ortográfico.

Downloads

- Slides - resultados 4T.2011 4.4MB/50 páginas
- Release resultados 4T.2011 287KB/34 páginas
- Indicadores Chave 4ºTrim.2011 233KB

IR Tools

- Cotação das Ações
- Calculador
- Histórico de Cotações

Cotações

20.Abr.12 12:26

Actual 3,86 €

Variação ↑ 1,58%

Volume 1 546 243

Ações Emitidas 896.512.500

Cap. Bolsista 3 460,5 M€

Fonte Comstock - Atraso de 15-20m

Fonte: <http://www.telecom.pt/>

o) Capitalização Bolsista Ren: 2007, 2008, 2009

Firefox
 Marcadores Ferramentas Ajuda
 pt/vPT/Investidor/InformacaoAccionista/RelatoriosAnuais/AnuaisContasConsolidadas/Pages/ContasConsolidadas.aspx
 mega hits
 canela « Fundo Jornalí... Novo separador Alugar Casa - Apartam... Apartamento T0 Arren... Apartamento T1 Arren... Alugar Casa - Apartam...
 Contas Consolidadas

Início Mapa do site English

REN

Grupo REN Governo da Sociedade **Informação ao Accionista** Acções e Dívida Calendário Dir. Relações Investidores

Início > Investidor > Informação ao Accionista > Relatórios Anuais > Contas Consolidadas

CONTAS CONSOLIDADAS

Data	Documento	Dem. Fin.	Rel.
Relatório e Contas Consolidadas			
2010	Relatório e Contas Consolidadas do Grupo REN (IAS/IFRS)		HTML
2009	Relatório e Contas Consolidadas do Grupo REN (IAS/IFRS)		PDF(8,8Mb)
2008	Relatório e Contas Consolidadas do Grupo REN (IAS/IFRS)		PDF(2,33Mb)
2007	Relatório e Contas Consolidadas do Grupo REN (IAS/IFRS)		PDF(11,06Mb)
2006	Relatório e Contas Consolidadas do Grupo REN (POC)		PDF(3,70Mb)
Demonstrações Financeiras Consolidadas IAS/IFRS			
2006	Demonstrações Financeiras Consolidadas	PDF(509Kb)	PDF(77Kb)
2005	Demonstrações Financeiras Consolidadas	PDF(411Kb)	PDF(77Kb)
Demonstrações Financeiras pró-forma IAS/IFRS			
2006	Demonstrações Financeiras Consolidadas	PDF(114Kb)	PDF(98Kb)

PESQUISAR →

RECEBER ALERTAS
 Para receber alertas relacionados com o desempenho da REN

Notícias
 Comunicados à CMVM
 Apresentações
 Indicadores Chave
Relatórios Anuais
 Contas Consolidadas
 Contas Individuais
 Relatórios Semestrais
 Relatórios Trimestrais
 Estrutura Accionista
 Informação da Sociedade
 Dia do Investidor
 Prospectos

Acção REN

	2007	2008	2009
Cotação no final do ano euros	3,620	2,835	3,000
Valorização no ano %	31,6%*	21,7%	5,8%
Capitalização bolsista milhões de euros	1.933	1.514	1.602
Resultado líquido por acção euros	0,27	0,24	0,25

Fonte: <http://www.ren.pt/>

p) Capitalização Bolsista Soares da Costa

The screenshot shows the top part of the Economico website. At the top left is the logo 'Económico' in a large, bold, serif font. To its right is a search bar with the placeholder text 'Pesquisar' and a magnifying glass icon. Below the logo and search bar is a horizontal navigation menu with several tabs: 'Home', 'Mercados', 'Economia', 'Política', 'Empresas', 'Finanças', and 'Desporto'. The 'Empresas' tab is currently selected and highlighted. Below the navigation menu is a section titled 'Mais Lidas' (Most Read). Under this section, there are three featured articles, each with a small image and a headline. The first article is under the 'Taxas' category and has the headline 'Euribor caem há quatro meses consecutivos'. The second is under 'Seguro' and has the headline 'Europa corre o risco de ser responsabilizada por uma crise mundial'. The third is under 'PR' and has the headline 'Cavaco com "esperança e confiança" no futuro da economia portuguesa'.

Plano estratégico

Soares da Costa diversifica e entra no mercado da energia

Ana Baptista
23/10/07 01:05

1 leitores



A empresa de Manuel Fino reforça as concessões e vai partir para novos mercados como a energia.

A Soares da Costa, que ontem apresentou a sua estratégia para os próximos cinco anos, está "a desenvolver competências internas que permitam, na segunda fase deste programa, que a energia venha a constituir um motor de desenvolvimento" da empresa. Em entrevista ao Diário Económico, Pedro Gonçalves, CEO da empresa de Manuel Fino, explicou que a construtora está já a preparar "a entrada no capital de uma 'start up' nacional da área da energia", sem descartar o desenvolvimento de parcerias com empresas dessa área, por forma a ganhar competências numa área onde actualmente não as tem. "Sempre que queremos entrar numa área que não nos é tradicional escolhemos parceiros", repara. 2010 é a data apontada pelo CEO da empresa para se começarem a posicionar nesta área, inclusive nas renováveis.

Plataformas logísticas podem gerar parceria com a Abertis

Quando foi anunciado que a Abertis iria construir e explorar a plataforma logística de Castanheira do Ribatejo, a empresa espanhola disse estar interessada em estabelecer parcerias com empresas portuguesas e o nome Soares da Costa foi um dos apontados. Segundo Pedro Gonçalves ainda não houve nenhuma proposta da Abertis, mas se houvesse, seria analisada. "É uma possibilidade que não excluiria. Identifico-me bastante com a empresa", disse em entrevista ao Diário Económico. Esta é outra das áreas em que a Soares da Costa se quer posicionar, e que acaba por estar associada à actividade portuária. A construtora, cujo objectivo é passar a grupo económico, como a Mota-Engil, com um posicionamento em várias áreas de negócio, forte presença internacional e uma facturação de mil milhões de euros, está a estudar todos os projectos do Portugal Logístico, dos quais apenas dois de um total de onze foram atribuídos. "De todos eles o que nos parece mais interessante é a plataforma Maia/Trofa. "Estamos a olhar para as condições do projecto", remata.

Esperado volume de negócios de 575 milhões no final do ano

A Soares da Costa celebra os 90 anos em 2008, muitos dos quais foram passados com resultados pouco expressivos. Actualmente, a construtora comprada pela Investifino está em terceiro lugar no ranking dos maiores grupos de construção portugueses e, no primeiro semestre de 2007 aumentou o resultado líquido 3,8 vezes relativamente a 2006 para 8,7 milhões de euros. O ano deverá terminar com um volume de negócios de 575 milhões de euros e a capitalização bolsista já atinge os 313 milhões de euros. A sua presença há muito que ultrapassou as fronteiras portuguesas, contando com actividade em Angola, o segundo mercado da construtora com uma facturação de 200 milhões de euros, nos EUA (Miami), Costa Rica ou Telavive. Irlanda e Atenas são os próximos destinos, onde estão a concorrer a concessões de metropolitanos. Em cima da mesa está já a entrada nos países de Leste, no Golfo Asiático e Magrebe. O objectivo é que os mercados internacionais continuem a representar os actuais 70%, mas que a facturação continue a ser maior em Portugal.

Fonte:

http://economico.sapo.pt/edicion/diarioeconomico/edicion_empresa/empresas/pt/desarrollo/1049190.html

The screenshot shows the 'Comunidade' (Community) section of the website. It features a header with the title 'Comunidade' and a sub-header with three buttons: '+ Vistos' (with a small icon), '+ Vistos', and '+ Comentados'. Below this are four article snippets, each with a headline and a yellow bar indicating the number of visitors. The first snippet is 'Doze multimilionários aceitam doar pelo menos metade das fortunas' with 86 visitantes. The second is '"Continuam a mentir aos portugueses"' with 47 visitantes. The third is 'Euribor caem há quatro meses consecutivos' with 43 visitantes. The fourth is 'Santana Lopes corta para metade patrocínios dos Jogos Santa Casa' with 40 visitantes.

q) Capitalização Bolsista SONAE SGPS: 2006

English 中文 Português



RSS E-mail

Pesquisar

Quem somos nós

Países

Macau

Delta do Rio das

Pérolas

Dados estatísticos

Media

Links

Contacte-nos



Grupo Sonae lança Oferta Pública de Aquisição sobre grupo Portugal Telecom

2006/02/07 NOTÍCIAS

Lisboa, Portugal, 07 Fev – O grupo português Sonae lançou segunda-feira uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) sobre o grupo Portugal Telecom (PT) condicionada à aquisição de pelo menos 50,01 por cento do capital.

A OPA é igualmente condicionada à restrição dos poderes do Estado português consubstanciados numa "golden share" ou à sua aceitação de um plano de reestruturação da empresa.

Em comunicado enviado à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, o grupo Sonae informa que a OPA incide sobre a totalidade das acções da operadora telefónica pelas quais oferece 9,5 euros a unidade e sobre as obrigações convertíveis que pagará a 5.000 euros a unidade.

A oferta de 9,5 euros a acção avalia o grupo PT em 10,7 mil milhões de euros.

A operadora tem uma capitalização bolsista de 9,23 mil milhões de euros, um valor quatro vezes superior ao da Sonae que tem uma capitalização bolsista de 2,360 mil milhões de euros. Já a capitalização bolsista da Sonaecom, a sub-holding do grupo Sonae para a área das Telecomunicações, Media e Software e Sistemas de Informação, está em 1,047 mil milhões de euros.

O anúncio da OPA fez subir as acções do grupo Portugal Telecom 17,62 por cento na bolsa de Nova Iorque, fechando com o preço de 11,75 dólares.

Na bolsa de Lisboa, as acções encerraram na segunda-feira a 8,18 euros, desvalorizando 0,24 por cento.

A Sonaecom controla a Optimus, Novis e Clix entre outras empresas de telecomunicações e o grupo Portugal Telecom a TMN, Telepac e TV Cabo além da rede de telefonia fixa.

A "sub-holding" Sonaecom tem como accionista de referência a France Telecom e o grupo PT tem como principais accionistas a espanhola Telefonica, com quem tem uma parceria na telefonia móvel no Brasil, fundos de investimento e o grupo Espírito Santo.

O grupo Sonae actua nas áreas da indústria, retalho, gestão de centros comerciais, telecomunicações e serviços. (macauhub)

Compartilhe esta notícia:



Agricultura comercial ganha ímpeto em Mocambique

Fonte: <http://www.macauhub.com.mo/pt/2006/02/07/466/>

r) Capitalização Bolsista SONAE SGPS: 2007, 2008

Página Inicial | Atualizar | Favoritos | A sua Homepage | Enviar por mail | Mapa do site | Ajuda | Registo Gratuito

negocios
ONLINE

Pesquisar:

Negócios Mobile | Portfolio | Cotações | Fóruns | Alertas | Newsletters | Fundos | Ticker | Imobiliário | Emprego

FAQ | Pesquisar | Membros | Grupos | Registrar | Perfil | Ligar e ver Mensagens Privadas | Entrar

O que é o Caldeirão? | Como participar? | Ajuda

Capitalização Bolsista Grupo Sonae (Belmiro Azevedo owned)

Caldeirão de Bolsa

novotópico responder Índice do Fórum CALDEIRÃO DE BOLSA -> Forum Geral

Ver mensagem anterior :: Ver mensagem seguinte

Autor	Mensagem
James Wheat Registo: 24 Mai 2006 Mensagens: 1800 Local/Origem: Porto	<p>Colocada: 8/7/2008 17:49 Assunto: Capitalização Bolsista Grupo Sonae (Belmiro Azevedo owned) citar</p> <p>Capitalizações Bolsistas Grupo Sonae (Belmiro Azevedo owned):</p> <p>SONAE SGPS 31 Dez 2007: € 3.960.000.000 08 Jul 2008: € 1.522.500 (€1.280.000 Sggs + 242.500 Cap) Desvalorização: 61,5%</p> <p>SONAE COM 31 Dez 2007: € 1.208.500.000 08 Jul 2008: € 782.000.000 Desvalorização: 35,3%</p> <p>SONAE INDUSTRIA 31 Dez 2007: 931.000.000 08 Jul 2008: €337.400.000 Desvalorização: 63,8%</p> <p>TOTAL GRUPO 31 Dez 2007: €6.099.500.000 08 Jul 2008: € 2.641.900 Desvalorização: 56,7% Perda de Capitalização bolsista: € 3.457.600.000</p> <p>Fónix... Em menos de 7 meses... Ando nisto há alguns anos, mas não tenho memória !! Sobretudo se tivermos em conta que a holding Sggs registou lucros crescentes no 1Q2008, acho esta hecatombe perfeitamente impensável !! É que parece mentira, mas... é verdade, aconteceu mesmo ! (PS: esclarecimento - estou longo em Sggs a €1,06. Até 15 Nov 2010.)</p> <p>James Wheat Position Trader</p>

Voltar acima [perfil](#) [mp](#)

Fonte:

http://caldeiraodebolsa.jornaldenegocios.pt/viewtopic.php?t=63561&sid=121798fc3a4d4743ef791da132c270e2&js_link=1

s) Capitalização Bolsista SONAE COM 2007, 2008, 2009, 2010, 2011



Fonte: <http://www.sonae.com/investidores/>

t) Capitalização Bolsista Zon Multimédia: 2008



tiagodandre:

Paulo Azevedo

Sonaecom disponível para prescindir de controlo numa fusão com Zon

Paulo Azevedo, CEO da Sonae SGPS, falou hoje nos contactos que manteve com a Zon, para uma possível fusão com a Sonaecom. Afirmou que estava disponível para negociar sem pré-condições, não fazia questão em manter o controlo da companhia, mas foi informado pela Zon que os accionistas da empresa não tinham interesse na operação.

No reunião com investidores e jornalistas, o CEO da Sonae SGPS falou pela primeira vez sobre os contactos que teve com a Zon para uma possível operação de consolidação entre a Sonaecom e esta empresa.

No evento Sonae Circle que está hoje a decorrer, Azevedo revelou que "falamos com todos os accionistas individualmente", tendo a Sonaecom exposto "a nossa visão do mercado, a possibilidade de sinergias e a nossa disponibilidade de negociar sem pré-condições".

"Falamos com o CEO e 'chairman' e falamos com políticos", disse Paulo Azevedo, revelando que "individualmente todos parecem "bastante satisfeitos".

Contudo, segundo Paulo Azevedo, no final recebeu a resposta, por parte do "chairman" da Zon, de que nenhum accionista desta empresa tinha interesse na operação e não via nela nenhuma sinergia.

Já a Sonaecom avaliava as potenciais sinergias numa fusão Sonaecom/Zon em mais de 600 milhões de euros.

Paulo Azevedo adiantou também que a Sonaecom não fazia questão em manter o controlo da companhia que resultasse da fusão entre as duas empresas, ao contrário do que se passou na oferta que lançou à Portugal Telecom e PT Multimédia, em 2006.


A Sonaecom está avaliada em bolsa em 791 milhões de euros, quase três vezes menos do que a capitalização bolsista da Zon (2.179 milhões de euros).

Publicado 18 Março 2008 13:27

Fonte: <http://www.clubeinvest.com/forumbolsa/euronext-lisboa/sonae-com-acompanhamento/25/?wap2>

Anexo 10 – Preços Alvo

a) Prices Target 2006

Particulares | Empresas | Institucional

Fiscalidade | Imobiliário | Automóveis | Viagens | Saúde | Shopping

Home | Contas | Poupanças | Fundos | Bolsa | Cartões | Crédito | Seguros

English | BancoMail | Segurança | Ajuda | Preçário | Soluções | Programas Especiais | Simuladores | Serviços

Património
Universo Financeiro Pessoal
Contas à Ordem
Transferências
Pagamentos/Carregamentos
Carteira Títulos
Cartões
Poupanças
Crédito
Documentos
Histórico operações
Personalização

Todo o investidor tem um pouco de PSI...

O *Portuguese Stock Index 20* (PSI 20), índice de referência da Euronext Lisbon, foi lançado com um *basevalue* de 3,000 pontos a 31 de Dezembro de 1992. O PSI 20 reflecte a evolução das 20 maiores e mais líquidas acções do universo das empresas portuguesas cotadas.

O desenvolvimento do PSI 20 teve como objectivos criar um:

1. Indicador da evolução do mercado accionista português;
2. Suporte à negociação de contratos futuros e opções.

Em resultado das suas características, o PSI 20 tem também vindo a ser seleccionado pelo mercado enquanto subjacente de derivados (ex.: Warrants, Certificados, etc), cujo comportamento depende da performance do mercado accionista português.

O ajustamento das acções que o compõem é realizado através do *free float*, sendo que cada uma não pode ter uma ponderação superior a 20%, aquando da revisão periódica do índice.

A última revisão ao *Portuguese Stock Index 20*, teve lugar em Janeiro p.p., com a entrada da Portucel e saída da ParaRede, que abandonou a carteira após seis anos de negociação consecutivos.

Actualmente, as 5 principais empresas do PSI 20 são a EDP, a Portugal Telecom, o BCP, o BES e o Banco BPI, que representam, em conjunto, cerca de 70% do índice.

Vejamos agora, a sua composição actual, ordenada de forma descendente pela sua capitalização bolsista:

Ticker	Nome	Peso no Índice (%)	N.º de acções no Índice	Cotação
EDP	Energias de Portugal SA	19,896	3.096.223	3,98
PTC	Portugal Telecom SGPS SA	16,676	1.012.584	10,20
BCP	Banco Comercial Português SA	16,326	3.611.330	2,80
BESNN	Banco Espírito Santo SA	9,332	400.000	14,45
BPIN	Banco BPI SA	7,632	760.000	6,22
BRISA	Brisa - Auto Estradas de Portugal SA	6,619	430.607	9,52
SON	Sonae SGPS SA	4,392	1.600.000	1,70
CIMP	Cimpor Cimentos de Portugal SGPS SA	4,056	403.200	6,23
PTLC	Portucel Empresa Produtora de Pasta e Papel	3,209	767.500	2,59
GALP	Galp Energia SGPS SA	2,342	224.549	6,46
PTM	PT Multimedia Serviços de Telecomunicações	2,055	123.598	10,30
JMAR	Jerónimo Martins SGPS SA	1,626	50.343	20,00
EGL	Mota Engil SGPS SA	1,541	163.709	5,83
SONI	Sonae indústria SGPS SA	1,465	112.000	8,10
SNC	Sonaecom - SGPS SA	0,884	91.562	5,98
ALTR	Altri SGPS SA	0,777	102.566	4,69
SEMA	Semapa - Sociedade de Investimento e Gestão	0,442	29.583	9,25
IPR	Impresa SGPS	0,387	50.400	4,76
NBA	Novabase SGPS SA	0,226	25.121	5,57
COFI	Cofina	0,119	41.026	1,79

Contudo, a partir de Julho de 2007, o PSI 20 terá novas regras.

A primeira novidade diz respeito à periodicidade da revisão que vai passar a ser anual, em vez de semestral como acontecia até agora.

Fonte: <http://www.millenniumbcp.pt/site/conteudos/02/article.jhtml?articleID=414693>

b) Price Target Novabase 2006



Ah! Já percebi. Millenium a brincar com Novabase

(1/3) >>>

SMALL:

Primeiro ficou nas listas das maiores valorizações, e foi sempre a subir até aos 7 euros, que aliás alcançou de forma estranha no feriado. Depois foi sempre a descer, de tal forma que me vi obrigado a vender já abaixo de 6,70, porque agora nunca "perco" mais de 5% desde o máximo. Esta semana afinal o target já é menor. Isto é lindo. Não vos digo? Primeiro dão e depois tiram, mas de facto é só seguir os targets semanais, mas nunca mais do que 1 semana. Temos é de vender antes deles, eheh. Ver tb Cofina, Impresa, etc etc.

Bom, de qq forma acho que no médio prazo a Novabase volta a subir, por causa da possível compra por parte da PT. Cheira-me que faz sentido, mas vou esperar por um sinal.

"O Millennium bcp reviu em baixa o preço-alvo de 2006 para as ações da Novabase, de 7,25 para 6,95 euros, porque acredita que os negócios de consultoria em Portugal e de «set-top boxes» devem reflectir ao longo dos próximos trimestres um ambiente de crescimento «limitado» e com margens «pressionadas».

Em research, a casa de investimento explica que para a revisão em baixa também pesa o facto de acreditarem que os números do «consensus» «ainda não reflectem na totalidade este ambiente menos positivo», e que estão acima das suas expectativas.

Neste contexto, «descemos o nosso preço alvo para o final de 2006 de 7,25 para 6,95 euros», afirma o Millennium bcp.

«Com 6% de upside para a nossa avaliação mantemos a nossa recomendação de 'neutral' (Risco Elevado) a qual foi revista recentemente em baixa em virtude da performance positiva do preço da acção», acrescenta a mesma fonte.

As ações da Novabase seguiram a descer 0,3% para os 6,54 euros."

Fonte: <http://www.clubeinvest.com/forumbolsa/forum-de-bolsa/ah!-ja-percebi-millenium-a-brincar-com-novabase/?wap2>

c) Prices Target 2006 e 2007

Página Inicial | Atualizar | Favoritos | A sua Homepage | Enviar por mail | Mapa do site | Ajuda | Registo Gratuito

negocios ONLINE

Pesquisar:

Negócios Mobile | Portfolio | Cotações | Fóruns | Alertas | Newsletters | Fundos | Ticker | Imobiliário | Emprego

FAQ | Pesquisar | Membros | Grupos | Registrar | Perfil | Ligar e ver Mensagens Privadas | Entrar

O que é o Caldeirão? | Como participar? | Ajuda

novotópico responder Índice do Fórum CALDEIRÃO DE BOLSA -> Forum Geral



Ver mensagem anterior :: Ver mensagem seguinte

Autor	Mensagem
iurp Registo: 23 Jan 2006 Mensagens: 2557 Local/Origem: Cascais	<p>Colocada: 12/9/2006 8:34 Assunto: Milleniumbcp - Preços alvo 2006 e 2007</p> <p>Lista do Millennium bcp investimento Novabase e Ibersol com potencial de valorização de 23% As ações da Ibersol e da Novabase continuam a liderar a lista dos títulos com maior potencial de valorização, surgindo ambas com um potencial de subida de 23%.</p> <p>-----</p> <p>Jornal de Negócios Online negocios@mediafin.pt</p> <p>As ações da Ibersol e da Novabase continuam a liderar a lista dos títulos com maior potencial de valorização, surgindo ambas com um potencial de subida de 23%.</p> <p>Na "newsletter" desta semana do Activobank7, as duas companhias surgem ambas com um potencial de subida de 23%, sendo que as restantes três companhias na lista são as mesmas da semana passada.</p> <p>A Semapa apresenta um potencial de valorização de 20%, a Portugal Telecom de 17% e a Portucel de 14%.</p> <p>Empresa Tipo de Risco Preço * (Eur) Preço Alvo (Eur) Potencial de Valorização</p> <p>Novabase Alto 5,81 7,15 23% Ibersol Alto 9,48 11,65 23% Semapa Alto 8,18 9,80 20% Portugal Telecom Médio 9,86 11,50 17% Portucel Médio 2,33 2,65 14%</p> <p>(*) Preço de fecho de 08/09/2006</p> <p>Preços-alvo do Millennium Título Último Preço (Eur) Preço Alvo Final 06 (Eur) Potencial Valorização Recomendação Risco</p> <p>BCP 2,41 - - - - BES 12,05 11,00 -9% Reduzir Médio BPI (3) 5,85 - - - - Portugal Telecom 9,86 11,50 17% Compra Médio SonaeCom (4) 4,92 5,00 2% Manter Alto PT Multimedia 9,52 10,15 7% Manter Médio Impresa (4) 4,72 5,05 7% Manter Alto Media Capital 8,25 5,50 -33% Venda Alto Cofina 3,79 3,70 -2% Reduzir Alto Novabase (4) 5,81 7,15 23% Compra Alto EDP 3,09 2,98 -4% Reduzir Médio Brisa (2) 8,39 - - - - Sonae (4) 1,31 1,43 9% Manter Médio Altri (4) 3,36 3,40 1% Manter Médio Semapa 8,18 9,80 20% Compra Alto Jerónimo Martins (4) 13,72 14,25 4% Manter Médio Modelo Continente (1) (4) 2,04 1,84 -10% Sem Rec. - Sonae indústria 6,81 7,50 10% Compra Médio Portucel 2,33 2,65 14% Compra Médio Mota-Engil 4,39 4,52 3% Manter Médio Cimpor 5,34 5,20 -3% Reduzir Médio Ibersol (4) 9,48 11,65 23% Compra Alto</p> <p>(1) S/ recomendação devido à fraca dispersão; (2) Em revisão; (3) S/ recomendação e preço alvo, no seguimento da OPA lançada pelo BCP (BPI @ Eur5.70 + DIV Eur12ct). [u](4) Preço Alvo Final 2007[/u]</p>

Voltar acima perfil mp

Fonte:

http://caldeiraodebolsa.jornaldenegocios.pt/viewtopic.php?t=51141&view=next&sid=9fe7d5fcd6faf81f2ce2596d4bf9c935&js_link=1

d) Prices Target 2007

Recomendações e Price Targets

Portugal

Título	Último Preço (Eur)	Preço Alvo Final '07 (Eur)	Potencial Valorização	Recomendação	Risco
BCP	2,84	-	-	-	-
BES	14,43	12,75	-12%	Venda	Médio
BPI (2)	6,36	-	-	-	-
Portugal Telecom	10,22	11,50	13%	Compra	Médio
SonaeCom	5,85	5,10	-13%	Venda	Alto
PT Multimedia	10,30	9,90	-4%	Reduzir	Médio
Impresa	4,74	5,20	10%	Manter	Alto
Media Capital	8,35	5,90	-29%	Venda	Alto
Cofina	1,80	1,80	0%	Manter	Alto
Novabase	5,53	6,40	16%	Compra	Alto
EDP (1)	3,85	-	-	-	-
Brisa (1)	9,46	-	-	-	-
Sonae	1,69	1,43	-15%	Venda	Médio
Altri	5,45	4,35	-20%	Venda	Médio
Semapa	9,24	10,00	8%	Manter	Alto
Jerónimo Martins (1)	18,61	-	-	-	-
Sonae Indústria	8,01	9,85	23%	Compra	Médio
Portucel	2,59	2,75	6%	Manter	Médio
Mota-Engil	5,82	4,80	-18%	Venda	Médio
Cimpor	6,16	6,80	10%	Compra	Médio
Ibersol	10,10	12,05	19%	Compra	Alto
Galp Energia	6,45	6,25	-3%	Reduzir	Alto

(1) Em revisão;

(2) S/ recomendação-restricto.

Vejamos agora, a sua composição actual, ordenada de forma descendente pela sua capitalização bolsista:

Ticker	Nome	Peso no Índice (%)	N.º de acções no Índice	Cotação
EDP	Energias de Portugal SA	19,896	3.096.223	3,98
PTC	Portugal Telecom SGPS SA	16,676	1.012.584	10,20
BCP	Banco Comercial Português SA	16,326	3.611.330	2,80
BESNN	Banco Espírito Santo SA	9,332	400.000	14,45
BPIN	Banco BPI SA	7,632	760.000	6,22
BRISA	Brisa - Auto Estradas de Portugal SA	6,619	430.607	9,52
SON	Sonae SGPS SA	4,392	1.600.000	1,70
CIMP	Cimpor Cimentos de Portugal SGPS SA	4,056	403.200	6,23
PTLC	Portucel Empresa Produtora de Pasta e Papel	3,209	767.500	2,59
GALP	Galp Energia SGPS SA	2,342	224.549	6,46
PTM	PT Multimedia Serviços de Telecomunicações	2,055	123.598	10,30
JMAR	Jerónimo Martins SGPS SA	1,626	50.343	20,00
EGL	Mota Engil SGPS SA	1,541	163.709	5,83
SONI	Sonae indústria SGPS SA	1,465	112.000	8,10
SNC	SonaeCom - SGPS SA	0,884	91.562	5,98
ALTR	Altri SGPS SA	0,777	102.566	4,69
SEMA	Semapa - Sociedade de Investimento e Gestão	0,442	29.583	9,25
IPR	Impresa SGPS	0,387	50.400	4,76
NBA	Novabase SGPS SA	0,226	25.121	5,57
COFI	Cofina	0,119	41.026	1,79

e) Prices Target 2007



Recomendações e Price Targets

Dado o Millennium investment banking estar inserido no Grupo BCP, não emite recomendações, estimativas ou preço alvo, sobre o título BCP, Assim sendo, apresentamos abaixo, algumas recomendações provenientes de Entidades Externas, sobre a acção BCP:

Analyst / Broker	Data	Recomendação	Price Target
Citigroup	28-11-2007	Hold	3,15 Eur
Dresdner	26-11-2007	Hold	3,16 Eur
KBW	26-11-2007	Underperform	3,00 Eur
HSBC	12-11-2007	Underweight	3,00 Eur
Lisbon Brokers	31-10-2007	Hold	3,20 Eur
UBS	31-10-2007	Neutral	3,25 Eur
JP Morgan	30-10-2007	Underweight	2,85 Eur
Deutsche Bank	30-10-2007	Hold	2,90 Eur
Banesto	17-10-2007	Neutral	3,50 Eur
Santander	10-10-2007	Hold	3,60 Eur

Portugal

Título	Último Preço (Eur)	Preço Alvo Final '07 (Eur)	Potencial Valorização	Recomendação	Risco
BCP	2,72	-	-	-	-
BES	14,45	19,40	34%	Compra	Médio
BPI(1)	4,97	-	-	-	-
Portugal Telecom(4)	8,70	-	-	-	-
PT Multimedia(4)	9,25	-	-	-	-
SonaeCom(4)	3,13	-	-	-	-
Impresa	1,80	2,65	47%	Compra	Alto
Media Capital	6,28	5,60	-11%	Venda	Alto
Cofina	1,50	2,00	33%	Compra	Alto
Novabase	3,15	4,90	56%	Compra	Alto
EDP	4,54	4,50	-1%	Reduzir	Baixo
REN(2)	3,46	2,50	-28%	Venda	Baixo
Brisa	10,00	10,45	4%	Manter	Baixo
Sonae(4)	1,65	-	-	-	-
Altri	5,37	7,25	35%	Compra	Médio
Semapa	8,57	15,10	76%	Compra	Alto
Jerónimo Martins	5,59	5,40	-3%	Reduzir	Médio
Sonae Indústria	6,11	12,40	103%	Compra	Médio
Portucel	2,20	3,65	66%	Compra	Médio
Mota-Engil	5,00	5,40	8%	Manter	Alto
Martifer(3)	7,70	8,75	14%	Compra	Alto
Cimpor	6,03	8,05	33%	Compra	Médio
Ibersol	10,80	12,60	17%	Compra	Alto
Galp Energia	16,94	14,50	-14%	Venda	Alto

(1) Restrito

(2) Performance desde a data do IPO (6 Julho 2007)

(3) Performance desde a data do IPO (26 Junho 2007)(4) Sob revisão

f) Price Target Portucel 2007

Económico

Home Mercados Economia Política Empresas Finanças Desporto

Nota de análise

BCPI sobe preços-alvo da Portucel e Semapa

Rita Paz
29/06/07 14:40

O Millennium bcpi reviu em alta o preço-alvo para a Portucel para 3,70 euros de 3,40 euros, mantendo a recomendação de 'Compra'.

A casa de investimento acrescenta que esta alteração levou a uma actualização do target para a Semapa – que controla 71,8% da Portucel – para 12,80 euros de 11,60 euros, e uma alteração da recomendação para 'Reduzir' de 'Vender'.

"Actualizámos a nossa avaliação da Portucel de 3,40 euros para 3,70 euros por acção, para o final de 2007, com recomendação de Compra", refere o Diário de Acções do BCPI.

A instituição financeira acrescenta que incluiu nesta avaliação o 'Ok' da Comissão Europeia aos subsídios de 63,6 milhões de euros (M€) e o plano de investimento da empresa em duas novas centrais de Biomassa.

"Estes investimentos deverão ficar concluídos em 2008 e incluímo-los na nossa avaliação actual", diz o BCPI.

"A Portucel deverá investir em mais uma central a localizar junto da nova máquina de papel mas não incluímos este investimento na nossa avaliação dada a incerteza quanto à estrutura de propriedade e tecnologia a adoptar", acrescenta.

Negociaram-se 2.388.066 acções a subir 1,03% para os 2,95 euros e 56.407 acções da Semapa a ganhar 0,84% para 13,27 euros.

Comunidade

+ Vistos + Vistos + Comentados

Doze multimilionários aceitam doar pelo menos metade das fortunas
119 visitantes

Fisco mostra dados de quase meio milhão de contribuintes
76 visitantes

"Continuam a mentir aos portugueses"
46 visitantes

Governo admite que corte nos subsídios se prolongue além de 2015
45 visitantes

facebook

Like 125,463 people like this.

Fonte:

<http://economico.sapo.pt/edicion/diarioeconomico/nacional/empresas/pt/desarrollo/1011387.htm>
!

g) Price Target BPI 2007

Record | Correio da Manhã | Sábado | Maxima | Rotas & Destinos | Destak | Automotor
Semana Informática | Assinaturas | Emprego | Classificados | Publicidade

Mobile | Newsletter | RSS | Widget | iPad | iPhone | Siga o Negócios | Obter Cotações | OK

negocios

ONLINE

Negócios nomeado para melhor jornal internacional do ano
"Newspaper Awards" em Inglaterra

Simulador: O campeão de...
Simule os cenários possíveis e ganha

Homepage | Assinantes | Cotações | Mercados | Especiais | PME | I. Privado | Serviços | Fórum

Destaques » Portugal tem um dos menores desequilíbrios de longo prazo | O novo presidente do Banco Mundial também é rapper.

UBS revê em alta preço-alvo para o BPI para 5,15 euros

22 Fevereiro 2006 | 10:05

Jornal de Negócios Online - negocios@negocios.pt

Partilhar Tweet

+1 0

Like

Be the first of your friends to like this.

Imprimir | Enviar | Reportar Erros | Partilhar | Votar ★★★★★ | Total: 0 Votos

T- T+ Tamanho


O UBS reviu em alta o preço-alvo para as acções do BPI em mais de 9%, mantendo a recomendação de «comprar». O novo «target» estabelecido pela casa de investimento suíça é de 5,15 euros para Dezembro de 2007.

O UBS reviu em alta o preço-alvo para as acções do BPI em mais de 9%, mantendo a recomendação de «comprar». O novo «target» estabelecido pela casa de investimento suíça é de 5,15 euros para Dezembro de 2007. O UBS aumentou o preço-alvo de 4,70 euros para os 5,15 euros, o que representa uma subida de 9,57% do valor. Esta revisão em alta reflecte os resultados apresentados pelo BPI, de acordo com a Reuters.

«Passámos o nosso 'price target' para Dezembro de 2007 e incluímos o "upgrade" que fizemos dos resultados», segundo uma nota de «research» emitida pela casa de investimento.

O UBS defende que o BPI ainda tem potencial de redução de custos e salienta que em termos de cotação, as acções do banco têm um potencial de subida de 17%.

Os títulos do BPI [bpin] subiam 0,46% para os 4,40 euros.

Partilhar  

Fonte: http://www.jornaldenegocios.pt/home.php?template=SHOWNEWS_V2&id=272041

h) Price Target Altri 2008

Económico

[Home](#) [Mercados](#) [Economia](#) [Política](#) [Empresas](#) [Finanças](#) [Desporto](#)

Nota de análise

BPI sobe preço-alvo da Altri para 7,20 euros por acção

Rita Paz
21/09/07 11:16

1 leitores

✉ T- T+ 🖨

O BPI elevou o preço-alvo para as acções da Altri para 7,20 euros para 2008 dos anteriores 7,10 euros, alterando a recomendação para 'Acumular' de 'Manter'.

A instituição financeira adianta, em nota de research citada pela Reuters, que continua a ver valor na acção, devendo o título beneficiar da evolução dos preços da pasta e do papel, da execução do processo de Biomassa e da potencial alienação da F.Ramada.

"Actualizámos o nosso preço-alvo para 2008 para 7,20 euros para acomodar os preços mais altos da pasta e os custos mais elevados da madeira", refere o documento.

As acções da Altri sobem 0,55% para os 5,50 euros, com 344 208 acções negociadas e um volume de negócios de 1 887 738 euros.

Comunidade

+ Vistos + Vistos + Comentados

Doze multimilionários aceitam doar pelo menos metade das fortunas
139 visitantes

Fisco mostra dados de quase meio milhão de contribuintes
74 visitantes

Governo admite que corte nos subsídios se prolongue além de 2015
46 visitantes

"Continuam a mentir aos portugueses"
43 visitantes

facebook

Fonte:

<http://economico.sapo.pt/edicion/diarioeconomico/nacional/empresas/pt/desarrollo/1038255.html>

i) Prices Target 2008



Newsletter de Investimentos

18 de Fevereiro 2008 - nº 83

Millennium
bcp

Recomendações e Price Targets

Dado o Millennium investment banking estar inserido no Grupo BCP, não emite recomendações, estimativas ou preço alvo, sobre o título BCP. Assim sendo, apresentamos abaixo, algumas recomendações provenientes de Entidades Externas, sobre a acção BCP:

Analyst / Broker	Data	Recomendação	Price Target
JP Morgan	13-02-2008	Underweight	1,80 Eur
Lisbon Brokers	22-01-2008	Buy	2,50 Eur
ESER	18-01-2008	Neutral	3,20 Eur
UBS	16-01-2008	Sell	1,85 Eur
Deutsche Bank	16-01-2008	Sell	2,20 Eur
KBW	16-01-2008	Underperform	2,40 Eur
Lehman Brothers	09-01-2008	Underweight	2,58 Eur
Dresdner	07-01-2008	Reduce	2,69 Eur
Citigroup	28-11-2007	Hold	3,15 Eur
HSBC	12-11-2007	Underweight	3,00 Eur
Banesto	17-10-2007	Neutral	3,50 Eur
Santander	10-10-2007	Hold	3,60 Eur
ING	26-07-2007	Hold	3,45 Eur

Título	Último Preço (Eur)	Preço Alvo Final '08 (Eur)	Potencial Valorização	Recomendação	Risco
BCP	1,90	-	-	-	-
BES	12,60	17,30	37%	Compra	Médio
ESFG	18,65	35,30	89%	Compra	Alto
BPI ⁽¹⁾	3,20	-	-	-	-
Portugal Telecom ⁽²⁾	8,59	-	-	-	-
PT Multimedia ⁽²⁾	8,81	-	-	-	-
SonaeCom ⁽²⁾	2,42	-	-	-	-
Impresa	1,48	2,65	79%	Compra	Alto
Media Capital ⁽²⁾	5,61	-	-	-	-
Cofina	1,50	2,00	33%	Compra	Alto
Novabase	2,60	4,90	88%	Compra	Alto
EDP	4,19	4,50	8%	Manter	Baixo
REN	3,33	2,50	-25%	Venda	Baixo
Brisa	10,15	10,45	3%	Manter	Baixo
Sonae ⁽²⁾	1,21	-	-	-	-
Altri	4,51	7,25	61%	Compra	Médio
Semapa	8,22	15,10	84%	Compra	Alto
Jerónimo Martins	5,49	6,50	19%	Compra	Médio
Sonae Indústria	4,79	12,40	159%	Compra	Médio
Portucel	2,20	3,65	66%	Compra	Médio
Mota-Engil	4,59	5,40	18%	Compra	Alto
Martifer	7,28	8,75	20%	Compra	Alto
Cimpor	5,46	8,05	48%	Compra	Médio
Ibersol	7,40	12,60	70%	Compra	Alto
Galp Energia	16,75	14,50	-13%	Venda	Alto

(1) Restrito

(2) Sob revisão

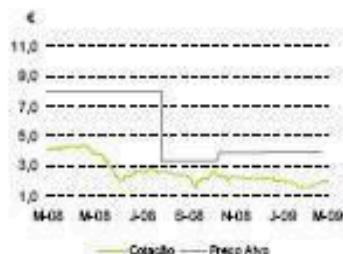
Fonte: http://www.millenniumbcp.pt/multimedia/archive/00403/news_invest_Fever_403210a.pdf

j) *Prices Target 2008 e 2009*

HISTÓRICO DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO



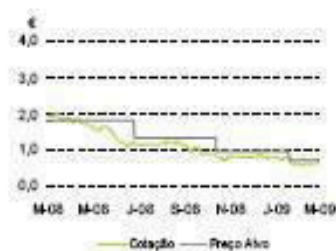
ALTRI



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
07-11-2007	COMPRAR-A	6,00	6,29	Rui Mota Guedes	12-2008
26-06-2008	COMPRAR-A	3,30	2,64	Rui Mota Guedes	06-2009
10-11-2008	COMPRAR-A	3,90	2,38	Rui Mota Guedes	06-2009
24-03-2009	SEM REVISÃO	--	1,98	Alexandra Cabido / Luis Nogueira	--

Nota: Horizonte temporal refere-se à recomendação e preço-alvo.

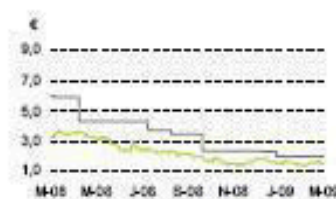
BCP



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
05-03-2008	VENDER-A	1,80	1,90	Cristina Vieira da Fonseca / Carlos Cobo	12-2008
17-07-2008	NEUTRAL-A	1,80	1,14	Tiago Sousa Dionísio / Carlos Cobo	12-2008
24-07-2008	NEUTRAL-A	1,35	1,17	Tiago Sousa Dionísio / Carlos Cobo	12-2008
12-11-2008	NEUTRAL-A	0,95	0,82	Tiago Sousa Dionísio	12-2008
19-03-2009	NEUTRAL-A	0,70	0,69	Tiago Sousa Dionísio / Jaime Escrivano	12-2009

Nota: Horizonte temporal refere-se à recomendação e preço-alvo.

BPI



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
19-02-2008	COMPRAR-A	5,90	5,24	Tiago Sousa Dionísio / Carlos Cobo	12-2008
14-05-2008	COMPRAR-A	4,30	3,80	Tiago Sousa Dionísio / Carlos Cobo	12-2008
14-06-2008	NEUTRAL-A	3,65	2,34	Tiago Sousa Dionísio / Carlos Cobo	12-2009
15-09-2008	COMPRAR-A	3,40	2,27	Tiago Sousa Dionísio / Carlos Cobo	12-2009
28-10-2008	COMPRAR-A	2,35	1,82	Tiago Sousa Dionísio / Carlos Cobo	12-2009
28-01-2009	NEUTRAL-A	1,85	1,49	Tiago Sousa Dionísio / Jaime Escrivano	12-2009

Nota: Horizonte temporal refere-se à recomendação e preço-alvo.

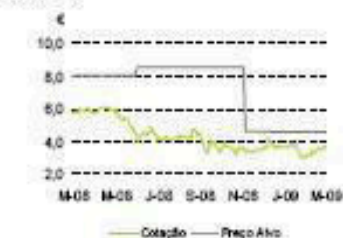
BRISA



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
27-11-2007	COMPRAR-WB	10,50	9,98	Rui Mota Guedes	06-2008
30-06-2008	COMPRAR-WB	10,10	7,34	Rui Mota Guedes	06-2009
28-10-2008	NEUTRAL-WB	6,25	5,93	Rui Mota Guedes / Sónia Balbino	12-2009

Nota: Horizonte temporal refere-se à recomendação e preço-alvo.

CIMPOR



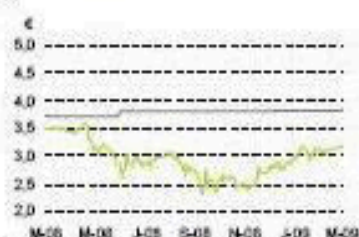
Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
25-02-2008	COMPRAR-A	6,00	5,71	Sónia Balbino	12-2008
30-06-2008	COMPRAR-A	6,80	4,28	Sónia Balbino	12-2008
04-12-2008	COMPRAR-A	4,80	3,52	Sónia Balbino	12-2009

COFINA



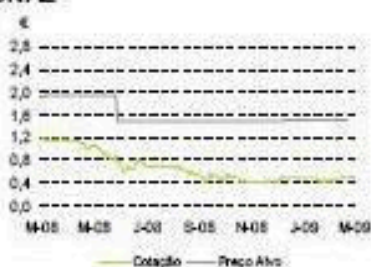
Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
03-07-2007	NEUTRAL-A	1,70	1,84	Fabian Laires	06-2008
04-09-2008	NEUTRAL-A	1,40	1,10	Nuno Matias / Sandra Sousa	12-2009
14-01-2009	COMPRAR-A	0,85	0,52	Nuno Matias / Sandra Sousa	12-2009

REN



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
15-01-2008	NEUTRAL-MB	3,70	3,23	Pedro Morais	12-2008
30-06-2008	NEUTRAL-MB	3,80	2,82	Pedro Morais	06-2009

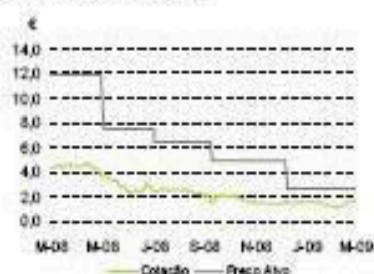
SONAE



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
04-01-2008	COMPRAR-A	1,95	1,65	Pedro Morais	12-2008
27-06-2008	COMPRAR-A	1,50	0,79	Pedro Morais	06-2009
25-03-2009	EM REVISÃO	--	0,51	Pedro Morais	--

Nota: Horizonte temporal refere-se à recomendação e preço-alvo.

SONAE INDÚSTRIA



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
27-11-2007	COMPRAR-A	11,30	7,50	Pedro Morais	06-2008
02-05-2008	COMPRAR-A	7,50	3,85	Pedro Morais	12-2008
01-05-2008	COMPRAR-A	8,50	2,71	Pedro Morais	06-2009
23-10-2008	COMPRAR-A	5,00	2,18	Pedro Morais	12-2009
26-01-2009	COMPRAR-A	2,80	1,55	Pedro Morais	12-2009

Nota: Horizonte temporal refere-se à recomendação e preço-alvo.

SONAE COM



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
30-06-2008	NEUTRAL-A	2,50	1,95	Nuno Mendes / Sandra Sousa	06-2009
05-08-2008	NEUTRAL-A	2,20	1,97	Nuno Mendes / Sandra Sousa	06-2009
10-11-2008	NEUTRAL-A	2,10	1,22	Nuno Mendes / Sandra Sousa	12-2009

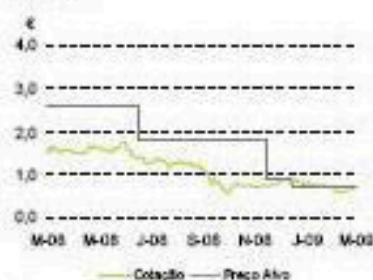
ZON MULTIMEDIA



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
08-03-2007	EM REVISÃO	--	10,85	Rui Casado / Pereira / Fabian Lemos	--
08-04-2008	COMPRAR-A	9,50	7,53	Nuno Mendes / Sandra Sousa	12-2008
31-10-2008	COMPRAR-A	7,60	3,98	Nuno Mendes / Sandra Sousa	12-2008
17-03-2009	COMPRAR-A	7,00	3,71	Nuno Mendes / Sandra Sousa	12-2009

Nota: Horizonte temporal refere-se à recomendação e preço-alvo.

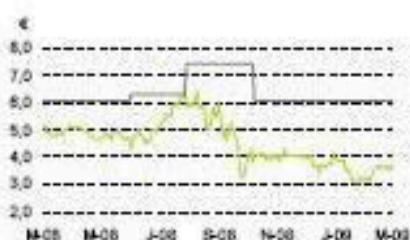
IMPRESA



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
03-07-2007	NEUTRAL-A	2,00	2,00	Cláudia Vieira de Fozzosa / Fabian Laires	05-2008
21-07-2008	NEUTRAL-A	1,00	1,40	Nuno Matias / Sandra Sousa	05-2009
17-12-2008	NEUTRAL-A	0,90	0,74	Nuno Matias / Sandra Sousa	12-2009
14-01-2009	VENDIDA	0,70	0,90	Nuno Matias / Sandra Sousa	12-2009

Nota: Horizonte temporal refere-se à recomendação e preço-alvo.

JERÓNIMO MARTINS



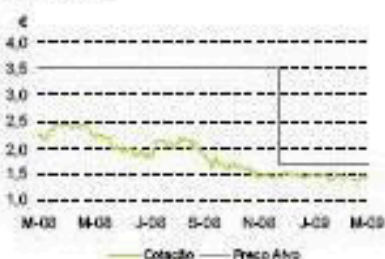
Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
11-03-2008	COMPRAR-MB	6,10	4,42	Pedro Moraes	12-2008
30-06-2008	COMPRAR-MB	6,30	4,62	Pedro Moraes	12-2008
27-08-2008	COMPRAR-MB	7,40	6,18	Pedro Moraes	05-2009
07-11-2008	COMPRAR-MB	8,10	4,00	Pedro Moraes	12-2009

MOTA-ENGIL



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
30-01-2007	RESTRICTA	--	5,94	Margarida Mira	--
17-07-2008	EM REVISÃO	--	6,95	Sónia Barbosa	--
23-09-2008	COMPRAR-A	5,10	3,30	Sónia Barbosa	12-2009
25-03-2009	EM REVISÃO	--	2,34	Sónia Barbosa	--

PORTUGEL



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
26-11-2007	COMPRAR-A	3,50	2,32	Rui Mota Guedes	12-2008
23-12-2008	NEUTRAL-A	1,70	1,43	Alexandre Caldeiro	12-2009

Nota: Horizonte temporal refere-se à recomendação e preço-alvo.

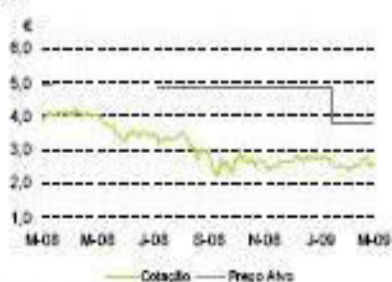
PORTUGAL TELECOM



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
05-03-2007	EM REVISÃO	--	8,08	Rui Casário Pereira / Fabian Laires	--
15-05-2008	COMPRAR-MB	9,20	8,08	Nuno Matias / Sandra Sousa	12-2008
05-11-2008	COMPRAR-MB	7,30	5,85	Nuno Matias / Sandra Sousa	12-2009
27-02-2009	COMPRAR-MB	7,40	6,45	Nuno Matias / Sandra Sousa	12-2009

Nota: Horizonte temporal refere-se à recomendação e preço-alvo.

EDP



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
12-02-2008	COMPRAR-MB	4,90	4,10	Pedro Morais / Fernando Garcia	12-2008
10-04-2008	RESTRICTA	-	4,14	Pedro Morais / Fernando Garcia	--
05-08-2008	COMPRAR-MB	4,80	3,32	Pedro Morais / Fernando Garcia	08-2009
13-02-2009	COMPRAR-MB	3,80	2,81	Pedro Morais / Fernando Garcia	08-2009

Nota: Horizonte temporal refere-se à recomendação preço-alvo.

EDP RENOVÁVEIS



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
29-07-2008	COMPRAR-MB	8,50	8,40	Pedro Morais / Fernando Garcia	08-2009
18-12-2008	COMPRAR-MB	7,00	5,23	Pedro Morais / Fernando Garcia	12-2009
10-02-2009	COMPRAR-MB	8,80	5,70	Pedro Morais / Fernando Garcia	12-2009

GALP ENERGIA



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
12-11-2007	NEUTRAL-A	15,00	15,40	Pedro Morais	12-2008
30-06-2008	NEUTRAL-A	15,30	14,18	Pedro Morais	06-2009
09-09-2008	COMPRAR-A	18,20	12,45	Pedro Morais	12-2009
11-09-2008	COMPRAR-A	17,40	11,40	Pedro Morais	12-2009
04-11-2008	COMPRAR-A	12,80	8,50	Pedro Morais	12-2009

Nota: Horizonte temporal refere-se à recomendação preço-alvo.

Fonte:

http://www.espiritosantoresearch.com/Documents/Disclaimer/Port/InformacaoTrimestral%20CMVM_Mar09_Port.pdf

k) Prices Target 2009

Recomendações e Price Targets

Dado o Millennium investment banking estar inserido no Grupo Banco Comercial Português, não emite recomendações, estimativas ou Preço Alvo, sobre o título BCP. Assim sendo, apresentamos abaixo, algumas recomendações provenientes de Entidades Externas, sobre a acção BCP:

Analyst / Broker	Data	Recomendação	Price Target (Eur)
ESER	13-11-2008	Neutral	0,95
Deutsche Bank	06-11-2008	Hold	0,90
UBS	30-10-2008	Sell	0,80
Lisbon Brokers	29-10-2008	Under Revision	Under Revision
Banif	27-10-2008	Under Revision	Under Revision
KBW	21-10-2008	Underperform	1,05
ING	29-09-2008	Sell	0,86
JP Morgan	23-07-2008	Underweight	1,25
Banesto	21-07-2008	Under Revision	
FPK	16-07-2008	In line	1,25

Portugal

Título	Último Preço* (Eur)	Preço Alvo final '09 (Eur)	Potencial Valorização	Recomendação	Risco
BCP	0,80	-	-	-	-
BES(2)	7,22	-	-	-	-
ESFG(2)	10,35	-	-	-	-
BPI(1)	1,57	-	-	-	-
Portugal Telecom	6,06	8,25	36%	Compra	Médio
ZON Multimedia	3,86	8,00	107%	Compra	Médio
SonaeCom	1,09	2,90	167%	Compra	Alto
Impresa	0,74	1,30	76%	Compra	Alto
Media Capital(4)	3,50	4,30	23%	-	-
Cofina	0,46	1,25	172%	Compra	Alto
Novabase(2)	4,48	-	-	-	-
EDP(2)	2,66	-	-	-	-
EDP Renováveis (2)	4,99	-	-	-	-
REN(3)	2,62	3,05	16%	Compra	Baixo
Brisa	6,36	6,80	7%	Manter	Baixo
Sonae(2)	0,48	-	-	-	-
Semapa	6,57	14,50	121%	Compra	Alto
Sonae Capital(3)	0,66	1,55	134%	Compra	Alto
Jerónimo Martins (2)	4,16	-	-	-	-
Sonae Indústria	1,84	5,75	213%	Compra	Alto
Altri(3)	2,36	6,65	182%	Compra	Médio
Portucel	1,60	3,30	107%	Compra	Médio
F Ramada(2)	0,76	-	-	-	-
Cimpor	3,56	7,55	112%	Compra	Médio
Mota-Engil(3)	2,65	4,95	87%	Compra	Alto
Martifer	3,66	6,95	90%	Compra	Alto
Ibersol(2)	5,37	-	-	-	-
Galp Energia(2)	8,50	-	-	-	-

(1) Restrito

(2) Sob revisão

(3) Preço Alvo final 2008

(4) Sem recomendação devido a reduzida dispersão bolsista

*Valores à data de 14/11/2008

Fonte: http://www.millenniumbcp.pt/multimedia/archive/00411/news_122_411053a.pdf

I) Prices Target 2009

↓↑ Mercados

Recomendações e Price Targets

Dado o Millennium investment banking estar inserido no Grupo Banco Comercial Português, não emite recomendações, estimativas ou Preço Alvo, sobre o título BCP. Assim sendo, apresentamos abaixo, algumas recomendações provenientes de Entidades Externas, sobre a acção BCP:

Analyst / Broker	Data	Recomendação	Price Target (Eur)
Lisbon Brokers	19-11-2008	Buy	1,20
ESER	13-11-2008	Neutral	0,95
Deutsche Bank	06-11-2008	Hold	0,90
UBS	30-10-2008	Sell	0,80
Banif	27-10-2008	Under Revision	Under Revision
KBW	21-10-2008	Underperform	1,05
ING	29-09-2008	Sell	0,86

Portugal

Título	Último Preço* (Eur)	Preço Alvo final '09 (Eur)	Potencial Valorização	Recomendação	Risco
BCP	0,80	-	-	-	-
Portugal Telecom	5,80	8,25	42%	Compra	Médio
ZON Multimedia	3,82	8,00	109%	Compra	Médio
SonaeCom	1,04	2,90	178%	Compra	Alto
Impresa	0,70	1,30	86%	Compra	Alto
Media Capital(2)	3,50	4,30	23%	-	-
Cofina	0,43	1,25	191%	Compra	Alto
REN(1)	2,50	3,05	22%	Compra	Baixo
Brisa	5,90	6,80	15%	Compra	Baixo
Semapa	6,57	14,50	121%	Compra	Alto
Sonae Capital(1)	0,56	1,55	176%	Compra	Alto
Sonae Indústria	1,62	5,75	255%	Compra	Alto
Altri	2,37	6,05	155%	Compra	Médio
Portucel	1,45	3,30	128%	Compra	Médio
Cimpor	3,64	7,55	107%	Compra	Médio
Mota-Engil(1)	2,35	4,95	111%	Compra	Alto
Martifer	3,63	6,05	67%	Compra	Alto

(1) Preço Alvo final 2008

(2) Sem recomendação devido a reduzida dispersão bolsista

*Valores à data de 28/11/2008

(2)	4,10	-	-	-	-
Sonae Indústria	1,84	5,75	213%	Compra	Alto
Altri(3)	2,36	6,65	182%	Compra	Médio
Portucel	1,60	3,30	107%	Compra	Médio
F Ramada(2)	0,76	-	-	-	-
Cimpor	3,56	7,55	112%	Compra	Médio
Mota-Engil(3)	2,65	4,95	87%	Compra	Alto
Martifer	3,66	6,95	90%	Compra	Alto
Ibersol(2)	5,37	-	-	-	-
Galp Energia(2)	8,50	-	-	-	-

(1) Restrito

(2) Sob revisão

(3) Preço Alvo final 2008

(4) Sem recomendação devido a reduzida dispersão bolsista

*Valores à data de 14/11/2008



Mercados

Recomendações e Price Targets

Dado o Millennium investment banking estar inserido no Grupo Banco Comercial Português, não emite recomendações, estimativas ou Preço Alvo, sobre o título BCP. Assim sendo, apresentamos abaixo, algumas recomendações provenientes de Entidades Externas, sobre a acção BCP:

Analyst / Broker	Data	Recomendação	Price Target (Eur)
KBW	07-01-2009	Underperform	0,85
Caixa BI	19-12-2008	Buy	1,40
Banesto	19-12-2008	Underweight	0,75
Lisbon Brokers	19-11-2008	Buy	1,20
ESER	13-11-2008	Neutral	0,95
Deutsche Bank	06-11-2008	Hold	0,90

Portugal

Título	Último Preço* (Eur)	Preço Alvo final '09 (Eur)	Potencial Valorização	Recomendação	Risco
BCP(1)	0,75	-	-	-	-
BES	5,10	7,40	45,1%	Compra	Alto
Portugal Telecom	6,41	7,75	20,9%	Compra	Médio
Zon Multimedia	4,15	8,00	92,8%	Compra	Médio
Sonaecom	1,14	2,85	150,9%	Compra	Alto
Impresa	0,78	1,30	66,7%	Compra	Alto
Media Capital(2)	3,10	4,30	38,7%	-	-
Cofina	0,52	1,25	140,4%	Compra	Alto
REN	3,08	2,90	-5,7%	Reduzir	Baixo
Brisa	5,35	6,80	27,1%	Compra	Baixo
Semapa	6,10	14,50	137,7%	Compra	Alto
Sonae Capital(3)	0,46	0,81	-	Compra	Alto
Sonae Industria	1,58	5,75	263,9%	Compra	Alto
Altri	1,92	6,05	214,8%	Compra	Médio
Portucel	1,47	3,30	125,3%	Compra	Médio
Cimpor	3,75	7,55	101,3%	Compra	Médio
Mota-Engil	2,35	4,00	70,3%	Compra	Alto
Martifer	3,32	6,05	82,1%	Compra	Alto

(1) Restrito

(2) Sem recomendação devido a reduzida dispersão bolsista

(3) Sob revisão

*Valores à data de 06/02/2009

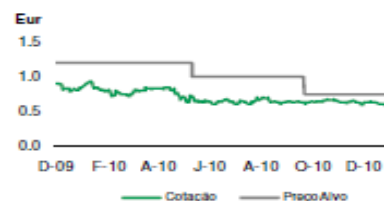
Fonte: Millennium investment banking

n) Prices Target 2009 e 2010

HISTÓRICO DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO

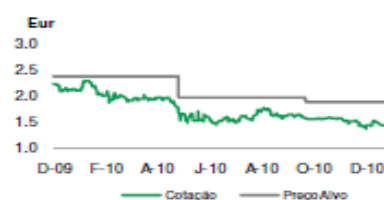


BCP



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
06-10-2009	COMPRAR-A	1.20	1.00	Tiago Bossa Dionísio / Ignacio Uargui	12-2010
12-05-2010	COMPRAR-A	1.00	0.71	Tiago Bossa Dionísio / Ignacio Uargui	12-2010
22-09-2010	NEUTRAL-A	0.75	0.61	Tiago Bossa Dionísio / Juan Pablo López	12-2011

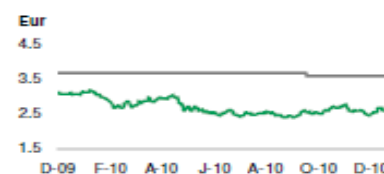
BPI



Nota: A cotação corresponde à cotação de facto ajustada da sessão anterior. O horizonte refere-se à recomendação e preço alvo.

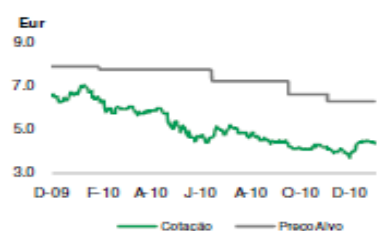
Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
06-10-2009	NEUTRAL-A	2.40	2.37	Tiago Bossa Dionísio / Ignacio Uargui	12-2010
27-04-2010	NEUTRAL-A	2.00	1.75	Tiago Bossa Dionísio / Ignacio Uargui	12-2010
22-09-2010	NEUTRAL-A	1.90	1.58	Tiago Bossa Dionísio / Juan Pablo López	12-2011

EDP



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
26-10-2009	COMPRAR-MB	3.70	3.06	Fernando Garcia	12-2010
17-09-2010	COMPRAR-MB	3.60	2.57	Fernando Garcia	12-2010

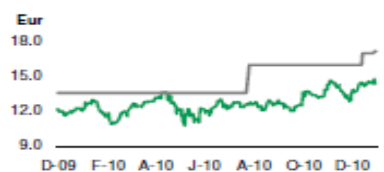
EDP RENOVÁVEIS



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
03-08-2009	COMPRAR-MB	7.90	7.20	Padro Morais / Fernando Garcia	12-2010
29-01-2010	NEUTRAL-MB	7.70	6.40	Fernando Garcia	12-2010
15-06-2010	COMPRAR-MB	7.20	4.60	Fernando Garcia	12-2010
17-09-2010	COMPRAR-MB	6.60	4.33	Fernando Garcia	12-2011
05-11-2010	COMPRAR-MB	6.30	4.07	Fernando Garcia	12-2011

Nota: A cotação corresponde à cotação de facto ajustada da sessão anterior. O horizonte refere-se à recomendação e preço alvo.

GALP ENERGIA



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
06-11-2009	COMPRAR-A	13.60	11.75	Padro Morais	12-2010
27-07-2010	COMPRAR-A	16.00	12.55	Filipe Rosa	12-2010
14-12-2010	COMPRAR-A	17.00	14.48	Filipe Rosa	12-2011
29-12-2010	COMPRAR-A	17.20	14.50	Filipe Rosa	12-2011

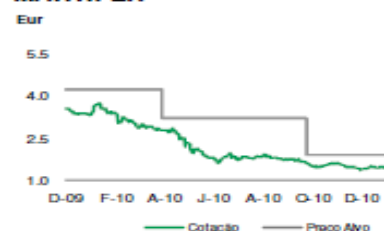
JERÓNIMO MARTINS



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
21-10-2009	NEUTRAL-MB	6.50	5.99	Padro Morais	12-2010
31-03-2010	NEUTRAL-MB	8.65	7.72	Filipe Rosa	12-2010
06-10-2010	NEUTRAL-MB	10.90	9.80	Filipe Rosa	12-2010
29-10-2010	NEUTRAL-MB	11.60	10.80	Filipe Rosa	12-2010

Nota: A cotação corresponde à cotação de facto ajustada da sessão anterior. O horizonte refere-se à recomendação e preço alvo.

MARTIFER



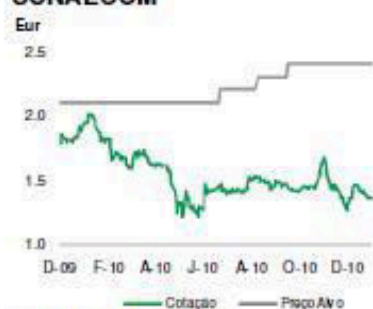
Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
26-10-2009	NEUTRAL-A	4.25	4.17	Nuno Estácio / João Mendes	12-2010
31-03-2010	NEUTRAL-A	3.20	2.80	João Mendes	12-2010
24-09-2010	NEUTRAL-A	1.90	1.62	João Mendes	12-2011

Nota: A cotação corresponde à cotação de facto ajustada da sessão anterior. O horizonte refere-se à recomendação e preço alvo.

HISTÓRICO DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO

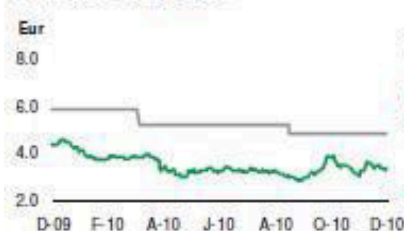


SONAECOM



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
23-09-2009	NEUTRA L-A	2.10	2.01	Nuno Matias	12-2010
22-06-2010	COMPRAR-A	2.20	1.43	Nuno Matias	12-2010
09-08-2010	COMPRAR-A	2.30	1.50	Nuno Matias	12-2010
16-09-2010	COMPRAR-A	2.40	1.44	Nuno Matias	12-2011

ZON MULTIMEDIA



Nota: A cotação corresponde à cotação de fecho ajustada da sessão anterior. O horizonte refere-se à recomendação e preço alvo.

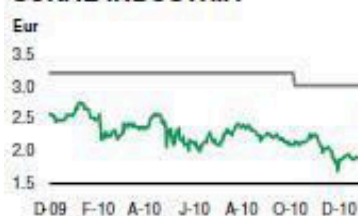
Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
23-12-2009	COMPRAR-A	5.90	4.45	Nuno Matias	12-2010
05-04-2010	COMPRAR-A	5.20	3.80	Nuno Matias	12-2010
16-09-2010	COMPRAR-A	4.80	2.93	Nuno Matias	12-2011

SONAE



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
09-11-2009	COMPRAR-A	1.10	0.91	Padro Moraes	12-2010
03-12-2010	COMPRAR-A	1.20	0.77	Filipe rosa	12-2010

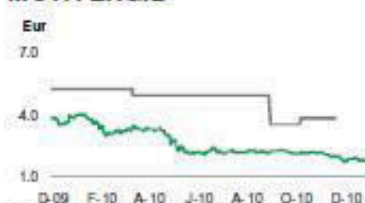
SONAE INDÚSTRIA



Nota: A cotação corresponde à cotação de fecho ajustada da sessão anterior. O horizonte refere-se à recomendação e preço alvo.

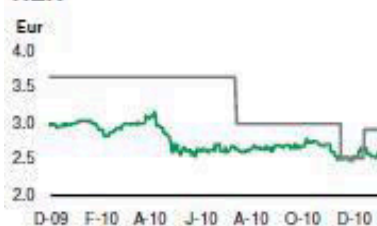
Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
28-10-2009	COMPRAR-A	3.20	2.40	Padro Moraes	12-2010
05-10-2010	COMPRAR-A	3.00	2.09	João Pedro Mendes	12-2011

MOTA-ENGIL



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
12-10-2009	COMPRAR-A	5.20	4.32	Nuno Estácio	12-2010
11-03-2010	COMPRAR-A	4.94	3.30	Nuno Estácio	12-2010
31-08-2010	COMPRAR-A	3.50	2.14	Nuno Estácio	12-2011
05-10-2010	COMPRAR-A	3.80	2.11	Nuno Estácio	12-2011

REN



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
24-09-2009	COMPRAR-MB	3.84	2.99	Fernando Garcia / Padro Moraes	12-2010
13-07-2010	COMPRAR-MB	3.00	2.85	Fernando Garcia	12-2010
16-11-2010	COMPRAR-MB	2.50	2.65	Fernando Garcia	12-2011
14-12-2010	COMPRAR-MB	2.90	2.63	Fernando Garcia	12-2011

Fonte:

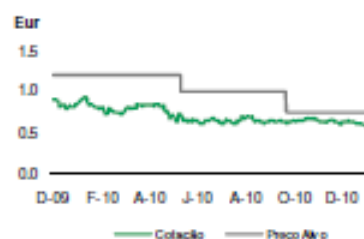
http://www.espiritosantoresearch.com/Documents/Disclaimer/Geral%20BESI%20Port%20Ing%20e%20Esp/Informa%C3%A7%C3%A3o%20Trimestral%20CMVM-Dec10_Port.pdf

o) Prices Target 2010 e 2011

HISTÓRICO DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO



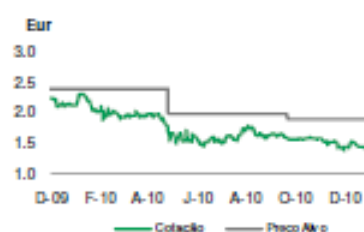
BCP



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
05-10-2009	COMPRAR-A	1.20	1.00	Tiago Bossa Dionísio / Ignacio Ullargui	12-2010
12-05-2010	COMPRAR-A	1.00	0.71	Tiago Bossa Dionísio / Ignacio Ullargui	12-2010
22-09-2010	NEUTRAL-A	0.75	0.61	Tiago Bossa Dionísio / Juan Pablo López	12-2011

Nota: A cotação corresponde à cotação de fecho ajustada de sessão anterior. O horizonte refere-se à recomendação e preço alvo.

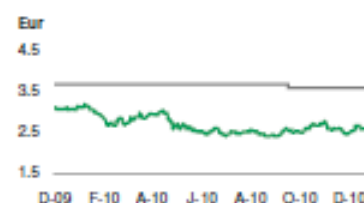
BPI



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
05-10-2009	NEUTRAL-A	2.40	2.37	Tiago Bossa Dionísio / Ignacio Ullargui	12-2010
27-04-2010	NEUTRAL-A	2.00	1.75	Tiago Bossa Dionísio / Ignacio Ullargui	12-2010
22-09-2010	NEUTRAL-A	1.90	1.58	Tiago Bossa Dionísio / Juan Pablo López	12-2011

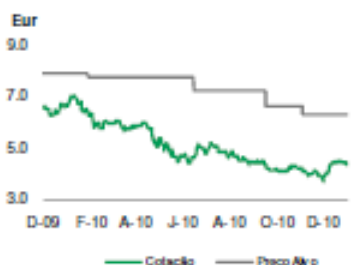
Nota: A cotação corresponde à cotação de fecho ajustada de sessão anterior. O horizonte refere-se à recomendação e preço alvo.

EDP



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
25-10-2009	COMPRAR-MB	3.70	3.06	Fernando Garcia	12-2010
17-09-2010	COMPRAR-MB	3.60	2.57	Fernando Garcia	12-2010

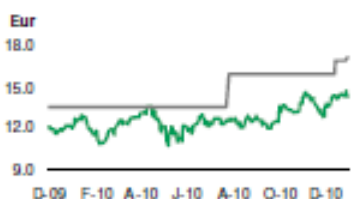
EDP RENOVÁVEIS



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
03-08-2009	COMPRAR-MB	7.90	7.20	Pedro Morais / Fernando Garcia	12-2010
28-01-2010	NEUTRAL-MB	7.70	6.40	Fernando Garcia	12-2010
15-06-2010	COMPRAR-MB	7.20	4.60	Fernando Garcia	12-2010
17-09-2010	COMPRAR-MB	6.60	4.33	Fernando Garcia	12-2011
05-11-2010	COMPRAR-MB	6.30	4.07	Fernando Garcia	12-2011

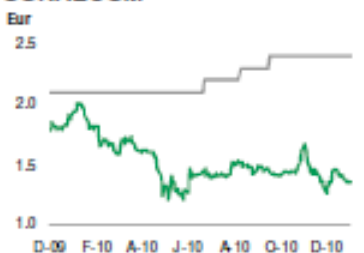
Nota: A cotação corresponde à cotação de fecho ajustada de sessão anterior. O horizonte refere-se à recomendação e preço alvo.

GALP ENERGIA



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
06-11-2009	COMPRAR-A	13.60	11.75	Pedro Morais	12-2010
27-07-2010	COMPRAR-A	16.00	12.55	Filipe Rosa	12-2010
14-12-2010	COMPRAR-A	17.00	14.48	Filipe Rosa	12-2011
29-12-2010	COMPRAR-A	17.20	14.50	Filipe Rosa	12-2011

SONAE COM



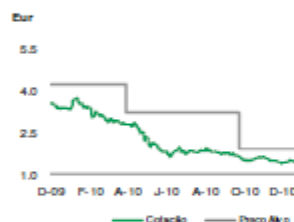
Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
23-09-2009	NEUTRAL-A	2.10	2.01	Nuno Matias	12-2010
22-06-2010	COMPRAR-A	2.20	1.43	Nuno Matias	12-2010
09-08-2010	COMPRAR-A	2.30	1.50	Nuno Matias	12-2010
16-09-2010	COMPRAR-A	2.40	1.44	Nuno Matias	12-2011

JERÓNIMO MARTINS



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
21-10-2009	NEUTRAL-MB	6.50	5.99	Pedro Morais	12-2010
31-03-2010	NEUTRAL-MB	8.65	7.72	Filipe Rosa	12-2010
06-10-2010	NEUTRAL-MB	10.90	9.80	Filipe Rosa	12-2010
29-10-2010	NEUTRAL-MB	11.60	10.80	Filipe Rosa	12-2010

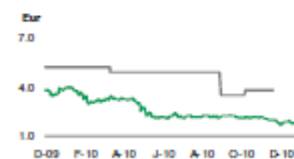
MARTIFER



Nota: A cotação corresponde à cotação de fecho ajustada de sessão anterior. O horizonte refere-se à recomendação e preço alvo.

Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
26-10-2009	NEUTRAL-A	4.25	4.17	Nuno Estácio / João Mendes	12-2010
31-03-2010	NEUTRAL-A	3.20	2.80	João Mendes	12-2010
24-09-2010	NEUTRAL-A	1.90	1.62	João Mendes	12-2011

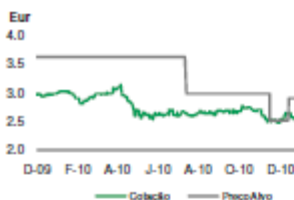
MOTA-ENGLIS



Nota: A cotação corresponde à cotação de fecho ajustada de sessão anterior. O horizonte refere-se à recomendação e preço alvo.

Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
12-10-2009	COMPRAR-A	5.20	4.32	Nuno Estácio	12-2010
11-03-2010	COMPRAR-A	4.94	3.30	Nuno Estácio	12-2010
31-08-2010	COMPRAR-A	3.50	2.14	Nuno Estácio	12-2011
06-10-2010	COMPRAR-A	3.80	2.11	Nuno Estácio	12-2011

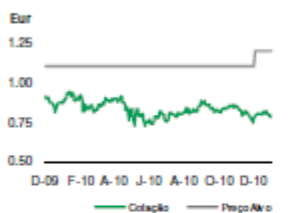
REN



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
24-09-2009	COMPRAR-MB	3.64	2.99	Fernando Garcia / Pedro Morais	12-2010
13-07-2010	COMPRAR-MB	3.00	2.65	Fernando Garcia	12-2010
16-11-2010	COMPRAR-MB	2.50	2.65	Fernando Garcia	12-2011
14-12-2010	COMPRAR-MB	2.90	2.63	Fernando Garcia	12-2011

Nota: A cotação corresponde à cotação de fecho ajustada de sessão anterior. O horizonte refere-se à recomendação e preço alvo.

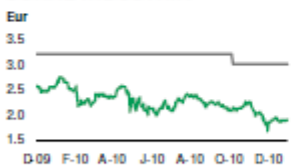
SONAE



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
09-11-2009	COMPRAR-A	1.10	0.91	Pedro Morais	12-2010
03-12-2010	COMPRAR-A	1.20	0.77	Filipe Rosa	12-2010

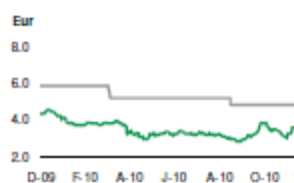
Nota: A cotação corresponde à cotação de fecho ajustada de sessão anterior. O horizonte refere-se à recomendação e preço alvo.

SONAE INDÚSTRIA



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
28-10-2009	COMPRAR-A	3.20	2.40	Pedro Morais	12-2010
06-10-2010	COMPRAR-A	3.00	2.09	João Pedro Mendes	12-2011

ZON MULTIMEDIA



Data	Recomendação	Preço Alvo	Cotação	Analistas	Horizonte
23-12-2009	COMPRAR-A	5.90	4.45	Nuno Matias	12-2010
05-04-2010	COMPRAR-A	5.20	3.80	Nuno Matias	12-2010
16-09-2010	COMPRAR-A	4.80	2.93	Nuno Matias	12-2011

p) **Prices Target 2011**

↓↑ Mercados

Recomendações e Price Targets

Em resultado da sua política de identificação e gestão de conflitos de interesses, o Millennium bcp não elabora recomendações de investimento sobre o título BCP e que se destinem a canais de distribuição ou ao público. Assim sendo, apresentamos abaixo, algumas recomendações provenientes de Entidades Externas, sobre a acção BCP:

Analyst / Broker	Data	Recomendação	Price Target (Eur)
JP Morgan	29-10-2010	Underweight	0,68
Macquarie	18-10-2010	Underperform	0,55
ESER	22-09-2010	Neutral	0,75
BPI	15-09-2010	Buy	0,80
BBVA	08-09-2010	Underperform	0,55
Deutsche Bank	24-08-2010	Hold	0,80
KBW	10-08-2010	Underperform	0,57
Credit Suisse	29-07-2010	Underperform	0,62
Santander	16-07-2010	Hold	1,00
UBS	08-06-2010	Neutral	0,64

Portugal

Título	Último Preço* (Eur)	Preço Alvo final '11 (Eur)	Potencial Valorização	Recomendação	Risco
BCP ¹	0,63	-	-	-	-
BES	3,37	4,50	34%	Compra	Alto
BPI	1,52	2,00	31%	Compra	Alto
Portugal Telecom	10,03	10,85	8%	Manter	Médio
Zon Multimedia	3,56	4,70	32%	Compra	Médio
Sonaecom	1,52	2,05	35%	Compra	Alto
Impresa	1,41	0,00	-11%	Venda	Alto
Media Capital ²	3,34	3,60	8%	-	-
Cofina	0,80	1,10	38%	Compra	Alto
Novabase	3,15	5,80	84%	Compra	Alto
EDP ³	2,57	3,05	19%	Compra	Baixo
EDP Renováveis ³	4,09	6,65	63%	Compra	Baixo
REN	2,58	3,20	24%	Compra	Baixo
Brisa ³	5,16	5,85	13%	Compra	Baixo
Sonae	0,83	1,30	57%	Compra	Médio
Semapa	8,31	13,70	65%	Compra	Alto
Sonae Capital	0,45	0,46	2%	Manter	Alto
Jerónimo Martins	11,26	11,25	0%	Reduzir	Médio
Sonae Industria ³	2,16	3,80	76%	Compra	Alto
Altri	3,81	4,55	19%	Compra	Alto
Portucel	2,32	3,25	40%	Compra	Médio
Cimpor ³	5,21	6,45	24%	Compra	Médio
Mota-Engil ³	2,05	3,10	51%	Compra	Alto
Martifer ³	1,58	2,20	39%	Compra	Alto
Galp Energia	14,63	15,20	4%	Manter	Alto

(1) Restrito

(2) Sem recomendação devido a reduzida dispersão bolsista

(3) Preço Alvo fim 2010

*Valores à data de 5/10/2010

Fonte: <http://www.millenniumbcp.pt/>

q) Prices Target 2011

Em resultado da sua política de identificação e gestão de conflitos de interesses, o Millennium bcp não elabora recomendações de investimento sobre o título BCP e que se destinem a canais de distribuição ou ao público. Assim sendo, apresentamos abaixo, algumas recomendações provenientes de Entidades Externas, sobre a acção BCP:

Analyst / Broker	Data	Recomendação	Price Target (Eur)
Goldman Sachs	04-08-2011	Neutral	0,40
Macquarie	28-07-2011	Underperform	0,30
Nomura	26-07-2011	Neutral	0,45
KBW	25-07-2011	Underperform	0,38
ESER	25-07-2011	Neutral	0,52
HSBC	14-07-2011	Underweight	0,31
BBVA	25-05-2011	Underperform	0,49
BPI	17-05-2011	Hold	0,57

Portugal					
Título	Último Preço* (Eur)	Preço Alvo final '11 (Eur)	Potencial Valorização	Recomendação	Risco
BCP1	0,25	-	-	-	-
BES3	2,18	3,60	65%	Compra	Alto
BPI3	0,81	1,40	73%	Compra	Alto
Portugal Telecom	5,72	7,10	24%	Compra	Médio
Zon Multimedia	2,42	4,90	103%	Compra	Médio
Sonae com	1,32	2,05	55%	Compra	Alto
Impresa	0,51	0,70	37%	Compra	Alto
Media Capital2	1,98	3,05	54%	-	-
Cofina	0,28	0,65	132%	Compra	Alto
Novabase4	2,51	-	-	-	-
EDP	2,15	3,35	56%	Compra	Baixo
EDP Renováveis	4,07	6,25	54%	Compra	Baixo
REN	2,13	3,80	78%	Compra	Baixo
Brisa	2,53	5,10	102%	Compra	Baixo
Sonae	0,52	0,87	67%	Compra	Médio
Semapa	5,83	8,20	41%	Compra	Alto
Sonae Capital	0,27	0,49	80%	Compra	Alto
Jerónimo Martins	12,65	15,35	21%	Compra	Médio
Sonae Industria	0,87	3,00	245%	Compra	Alto
Altri	1,27	1,60	26%	Compra	Alto
Portucel	1,81	2,40	33%	Compra	Médio
Cimpor	5,20	6,35	22%	Compra	Médio
Mota-Engil	1,36	1,60	18%	Compra	Alto
Martifer4	1,15	-	-	-	-
Galp Energia	13,07	17,30	32%	Compra	Alto

(1) Restrito

(2) Sem recomendação devido a reduzida dispersão bolsista

(3) Preço Alvo Firm 2012;

(4) Sob Revisão

*Valores à data de 26/08/2011

Fonte: <http://www.millenniumbcp.pt/>

Anexo 11 - Valores de PIB entre 2006 e 2011

GDP growth (annual %)						Explore in World DataBank		
Country Name	2007	2008	2009	2010	2011			
portugal								
Portugal	2.4	0.0	-2.9	1.4	-1.7			

Source: World Development Indicators Rows per page: 10 Show: Last 10 years Reset

Fonte: <http://search.worldbank.org/data?qterm=gdp&language=EN>

ÍNDICE DE PREÇOS NO CONSUMIDOR Nacional, Índices e Taxas de Variação anuais Série de base 2008

Anos	Total exc. habitação	Variação %	Total Geral	Variação %
2008	100,0	-	100,0	-
2009	99,017	-0,98	99,165	-0,83
2010	100,388	1,38	100,556	1,40
2011	104,132	3,73	104,229	3,65
2012	107,043	2,80	107,119	2,77

Fonte: www.pordata.pt 06/06/2013

Anexo 12 - Modelo APT

data	variação do PIB em %
30/12/2011	-1,70
31/12/2010	1,40
31/12/2009	-2,90
31/12/2008	-0,01
31/12/2007	2,40
29/12/2006	1,50

previsão PIB em %	desvio F	variância PIB	4,7222
-1,40	-0,300		
-0,6	2,000		
-3,5	0,600		
2,1	-2,110		
1,8	0,600		
1,2	0,300		

data	Variação Inflação em %	previsão Inflação em %	desvio F	variância Inflação	2,8831
2011	3,65	2,40	1,250		
2010	1,40	0,7	0,700		
2009	-0,83	-0,9	0,070		
2008	2,59	2,6	-0,010		
2007	2,45	2,4	0,050		

Anexo 13 - Aplicação modelo APT a cada empresa

a) BPI

data	cotação	valorização anual		
30/12/2011	0,48	-0,65	Covariância cotação/PIB	-0,091
31/12/2010	1,39	-0,35	Beta PIB	-0,02
31/12/2009	2,12	0,21	Covariância cotação/Inflação	-0,427
31/12/2008	1,75	-0,67	Beta Inflação	-0,1
31/12/2007	5,36	-0,09		
29/12/2006	5,91	0,53		

BPI	APT	real
2007	32%	-9%
2008	94%	-67%
2009	0,3%	21%
2010	-45%	-35%
2011	146%	-65%

b) EDP

data	cotação	valorização anual		
30/12/2011	2,39	-0,04	Covariância cotação/PIB	-0,064
31/12/2010	2,50	-0,20	Beta PIB	-0,01
31/12/2009	3,14	0,16	Covariância cotação/Inflação	-0,123
31/12/2008	2,70	-0,39	Beta Inflação	-0,04
31/12/2007	4,45	0,17		
29/12/2006	3,80	0,44		

EDP	APT	real
2007	-3%	17%
2008	17%	-39%
2009	41%	16%
2010	74%	-20%
2011	48%	-4%

c) Portucel

data	cotação	valorização anual		
			Covariância cotação/PIB	-0,092
30/12/2011	1,84	-0,19	Beta PIB	-0,02
31/12/2010	2,28	0,15		
31/12/2009	1,98	0,28	Covariância cotação/Inflação	-0,285
31/12/2008	1,55	-0,31	Beta Inflação	-0,1
31/12/2007	2,23	-0,07		
29/12/2006	2,40	0,43		

Portucel	APT	real
2007	37%	-7%
2008	132%	-31%
2009	54%	28%
2010	21%	15,0%
2011	79%	-19%

d) SonaeSGPS

data	cotação	valorização anual		
			Covariância cotação/PIB	-0,313
30/12/2011	0,46	-0,41	Beta PIB	-0,1
31/12/2010	0,78	-0,10		
31/12/2009	0,87	0,99	Covariância cotação/Inflação	-0,74792
31/12/2008	0,44	-0,78	Beta Inflação	-0,26
31/12/2007	1,98	0,31		
29/12/2006	1,51	0,28		

Sonae	APT	real
2007	-10%	31%
2008	130%	-78%
2009	36%	99%
2010	80%	-10%
2011	170%	-41%

e) Jerónimo Martins

data	cotação	valorização anual		
			Covariância cotação/PIB	-0,61
30/12/2011	12,79	0,12	Beta PIB	-0,1
31/12/2010	11,40	0,63		
31/12/2009	6,99	0,76	Covariância cotação/Inflação	-0,54
31/12/2008	3,97	-0,26	Beta Inflação	-0,2
31/12/2007	5,40	-0,68		
29/12/2006	17,0	0,34		

Jerónimo Martins	APT	real
2007	-16%	-68%
2008	72%	-26%
2009	8%	76%
2010	-2%	63%
2011	18%	12%

f) Mota-Engil

data	cotação	valorização anual		
			Covariância cotação/PIB	-0,438
30/12/2011	1,04	-0,41	Beta PIB	-0,1
31/12/2010	1,74	-0,56		
31/12/2009	3,94	0,68	Covariância cotação/Inflação	-0,54
31/12/2008	2,35	-0,54	Beta Inflação	-0,19
31/12/2007	5,12	0,00		
29/12/2006	5,14	0,58		

Mota-Engil	APT	real
2007	9,5%	-0,4%
2008	154%	-54%
2009	34%	68%
2010	129%	-56%
2011	87%	-41%

g) Zon Multimédia

data	cotação	valorização anual		
			Covariância cotação/PIB	-0,094
30/12/2011	2,32	-0,32	Beta PIB	-0,02
31/12/2010	3,39	-0,22		
31/12/2009	4,34	0,17	Covariância cotação/Inflação	-0,277
31/12/2008	3,71	-0,61	Beta Inflação	-0,10
31/12/2007	9,55	-0,02		
29/12/2006	9,76	0,01		

ZON	APT	real
2007	-	-2%
2008	-	-61%
2009	63%	17%
2010	117%	-22%
2011	123%	-32%

h) BES

data	cotação	valorização anual		
			Covariância cotação/PIB	0,256
30/12/2011	1,35	-0,53	Beta PIB	0,1
31/12/2010	2,88	-0,37		
31/12/2009	4,57	-0,32	Covariância cotação/Inflação	-0,0573
31/12/2008	6,69	-0,55	Beta Inflação	-0,02
31/12/2007	15,00	0,10		
29/12/2006	13,62	0,00		

BES	APT	real
2007	72%	10%
2008	32%	-55%
2009	33%	-32%
2010	77%	-37%
2011	266%	-53%

i) Brisa

data	cotação	valorização anual		
30/12/2011	2,55	-0,51	Covariância cotação/PIB	-0,097
31/12/2010	5,22	-0,27	Beta PIB	-0,02
31/12/2009	7,18	0,34	Covariância cotação/Inflação	-0,404
31/12/2008	5,35	-0,47	Beta Inflação	-0,1
31/12/2007	10,05	0,06		
29/12/2006	9,45	0,32		

Brisa	APT	real
2007	7%	6%
2008	18%	-47%
2009	26%	34%
2010	63%	-27%
2011	43%	-51%

j) Cimpor

data	cotação	valorização anual		
30/12/2011	5,32	0,05	Covariância cotação/PIB	-0,58
31/12/2010	5,07	-0,21	Beta PIB	-0,1
31/12/2009	6,43	0,85	Covariância cotação/Inflação	-0,764
31/12/2008	3,48	-0,42	Beta Inflação	-0,3
31/12/2007	6,00	-0,05		
29/12/2006	6,29	0,35		

Cimpor	APT	real
2007	58%	-5%
2008	90%	-42%
2009	5%	85%
2010	7%	-21%
2011	19%	5%

k) Semapa

data	cotação	valorização anual		
			Covariância cotação/PIB	0,00051
30/12/2011	5,37	-0,35	Beta PIB	0,0001
31/12/2010	8,28	0,07		
31/12/2009	7,76	0,21	Covariância cotação/Inflação	-0,287
31/12/2008	6,40	-0,27	Beta Inflação	-0,10
31/12/2007	8,77	-0,01		
29/12/2006	8,84	0,30		

Semapa	APT	real
2007	152%	-1%
2008	275%	-27%
2009	172%	21%
2010	118%	7%
2011	92%	-35%

l) Galp Energia

data	cotação	valorização anual		
			Covariância cotação/PIB	0,58
30/12/2011	11,38	-0,21	Beta PIB	0,1
31/12/2010	14,34	0,19		
31/12/2009	12,08	0,68	Covariância cotação/Inflação	-0,350
31/12/2008	7,18	-0,61	Beta Inflação	-0,1
31/12/2007	18,39	1,65		
29/12/2006	6,94			

Galp	APT	real
2007	-22%	165%
2008	-89%	-61%
2009	38%	68%
2010	51%	19%
2011	76%	-21%

m) Altri

data	cotação	valorização anual		
			Covariância cotação/PIB	-0,203
30/12/2011	1,20	-0,65	Beta PIB	-0,04
31/12/2010	3,40	-0,15		
31/12/2009	4,00	0,91	Covariância cotação/Inflação	-0,76
31/12/2008	2,10	-0,61	Beta Inflação	-0,3
31/12/2007	5,33	0,31		
29/12/2006	4,06	0,34		

Altri	APT	real
2007	66%	31%
2008	71%	-61%
2009	21%	91%
2010	49%	-15%
2011	-21%	-65%