

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO  
DE LISBOA



ISCAL

## Organização dos Grupos Económicos Portugueses

---

João Filipe Paulo Pólvora

Lisboa, Novembro de 2012



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

## Organização dos Grupos Económicos Portugueses

---

João Filipe Paulo Pólvora - 2010234

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Análise Financeira, realizada sob a orientação científica de Joaquim Ferrão, Professor Adjunto, pertencente à Área Científica de Economia e Finanças.

Constituição do Júri:

Presidente \_\_\_\_\_ [nome]

Vogal \_\_\_\_\_ [nome]

Vogal \_\_\_\_\_ [nome]

Lisboa, Novembro de 2012

## Resumo

Nesta dissertação de Mestrado procura-se desenvolver a temática dos grupos económicos empresariais, aquilatando da sua efetiva existência em Portugal, face aos conceitos geralmente aceites. A existência de um conjunto de especificidades económicas e legais leva a que o efeito país possa ter importância neste tipo de estudos. Neste sentido, é de máxima relevância conhecer, em sede de análise empírica a tipologia estrutural, propriedade, aspetos fiscais e legais que podem influenciar a organização, as possíveis vantagens da integração de uma entidade num grupo económico e o nível de atuação em termos geográficos dos grupos económicos de origem Portuguesa.

No geral, os resultados obtidos demonstram a consonância entre as abordagens teóricas apresentadas e os resultados empiricamente alcançados, verificando-se a concentração da estrutura acionista, a preferência dos grupos pela estrutura piramidal em detrimento das alternativas, a utilização de capitais internos do grupo para financiamento de determinadas empresas e a forte dependência dos nossos grupos da dinâmica que em cada período caracteriza o mercado nacional.

**Palavras-chave:** Grupos Económicos, Propriedade, Pirâmides e Mercados de Financiamento Interno.

## **Abstract**

This Master's thesis seeks to develop the theme of economic business groups, evaluating its effective existence in Portugal, compared to generally accepted concepts. The existence of a set of different economic and legal factors can take to different results than on previous international studies. In this sense, it is of utmost importance to know, based on empirical analysis of the structural typology, property, tax and legal aspects that can influence the organization, the potential benefits of the integration of an entity in an economic group and the degree of actuation on geographic terms of economic groups of Portuguese origin.

Overall, the results empirically achieved are in accordance with the theories presented. It shows the concentration of the shareholder structure, the groups organized by pyramid structure are prevalent over the others alternative, there is some evidence regarding internal financing used by some affiliates and strong dependence of the Portuguese groups dynamics in this market.

**Keywords:** Business Groups, Property, Pyramid, Internal Funds.

## Conteúdo

1 - Introdução.....	1
2 – Organização e Desenvolvimento dos Grupos.....	4
2.1 -Desenvolvimento Histórico e Conceito de Grupo Económico .....	4
2.1.1 - Conceito de Grupo Económico .....	5
2.2 - Propriedade dos Grupos Económicos .....	6
2.3 - Modelos de Organização dos Grupos Económicos e seus Fundamentos.....	12
2.4 - Estrutura em Pirâmide – Contextos favoráveis ao seu Desenvolvimento.....	14
2.5 - Pirâmides – Teoria, Estrutura e evolução dos Grupos Económicos .....	18
2.6 - Mercado de Financiamento Interno.....	21
2.7 - Aspetos Legais e Fiscais que podem influenciar a organização dos Grupos em Portugal.....	22
2.7.1 - Regras da CMVM e Ofertas Publicas de Aquisição .....	22
2.7.2 - Nomeação e Competências dos Administradores .....	23
2.7.3 - Tributação sobre Lucros Distribuídos .....	24
2.7.4 – Regulação e Fiscalidade do Mercado de Financiamento Interno .....	25
2.7.5 - Suprimentos e Empréstimos de Sócios .....	26
2.7.6 - Preços de Transferência .....	27
2.7.7 - Regime Especial de Tributação dos Grupos de Sociedades (RETGS) .....	28
2.7.8 - Sociedades Gestoras de Participações Sociais (SGPS).....	30
3. Estudo dos Principais Grupos Económicos Portugueses.....	32
3.1 – Metodologia de Investigação .....	32
3.2 – Análise e Interpretação dos Resultados .....	36
3.2.1 – Detêm os Grupos Económicos Portugueses uma estrutura Acionista Concentrada ou Dispersa? .....	36
3.2.2 – Quem são os Acionistas Maioritários dos Grupos Económicos? .....	38
3.2.3 – Qual é a Nacionalidade dos Acionistas dos Grupos Económicos? .....	40
3.2.4 – Como exercem os Acionistas o Controlo? .....	41
3.2.5 – Qual é a natureza jurídica das empresas mãe dos Grupos Económicos em Portugal? ..	43
3.2.6 – Como se estrutura a Pirâmide tipo dos Grupos Económicos Portugueses? .....	44

3.2.7 – Serve a Estrutura em Pirâmide para diferenciar os <i>Cash flows</i> do Controlo?.....	46
3.2.8 – As Participações Cruzadas são praticadas pelos Grupos Económicos Portugueses? ...	47
3.2.9 – Os Grupos Económicos Portugueses estão Local ou Globalmente implementados? ...	47
3.2.10 – Serão os Mercados de Financiamento Interno utilizados nos Grupos Económicos Portugueses?.....	50
4 – Conclusão .....	52
4.1 – Principais Conclusões do Estudo.....	52
4.2 – Limitações do Estudo .....	54
4.3 – Indicações para Investigação Futura.....	54
5 - Referências Bibliográficas .....	55
6 - Anexos.....	60
Anexo A – Estrutura Acionista de cada Grupo .....	60
Anexo B – Participadas por País em cada Grupo.....	78
Anexo C - Galp Energia SGPS, S.A. ....	84
Anexo D – Portugal Telecom SGPS, S.A. ....	85
Anexo E - EDP – Energias de Portugal, S.A.....	86
Anexo F – Grupo SONAE .....	87
Anexo G – Jerónimo Martins SGPS, S.A. ....	88
Anexo H – Teixeira Duarte, S.A. ....	89
Anexo I – Mota Gestão e Participações - SGPS, S.A. ....	90
Anexo J - Corticeira Amorim SGPS, S.A. ....	91
Anexo K - Cimpor - Cimentos de Portugal SGPS, S.A. ....	92
Anexo L - Semapa – Sociedade de Investimento e Gestão, SGPS S.A .....	93
Anexo M – Grupo Soares da Costa SGPS, S.A .....	94
Anexo N - Sag.Gest - Soluções Automóvel Globais S.G.P.S, S.A. ....	95
Anexo O - José de Mello - Sociedade Gestora de Participações Sociais, S.A. ....	96
Anexo P - Zon Multimédia Serviços de Telecomunicações e Multimédia SGPS,S.A. ....	97
Anexo Q – Siel, SGPS, S.A. ....	98
Anexo R - Efacec – Sistemas de Gestão, S.A. ....	99
Anexo S – Grupo Visabeira SGPS, S.A. ....	100
Anexo T - Entreposto – Gestão e participações SGPS, S.A.....	101
Anexo U - Brisa – Auto Estradas de Portugal, S.A.....	102
Anexo V - Lena SGPS, S.A. ....	103

## **Índice de Figuras**

Figura 2.1 - Exemplo de Controlo exercido por Ações Preferenciais .....	12
Figura 2.2 - Exemplo de Controlo exercido através de Pirâmide.....	13
Figura 2.3 - Exemplo de Controlo exercido por <i>Cross-Sharing</i> .....	13

## **Índice de Tabelas**

Quadro 2.1 – Grupos Económicos – Ano de 1976.....	5
Quadro 2.2 – Nível de Proteção de Investidores .....	8
Quadro 2.3 - Concentração de Propriedade nas maiores Empresas do Mundo, 2009.....	9
Quadro 2.4 - Prémio de Controlo por Bloco de Aquisição atribuído em cada País .....	11
Quadro 2.5 - Poupança Nacional Bruta (GNS), em 2010 .....	15
Quadro 2.6 - Índice de Instabilidade Política 2009/10 .....	16
Quadro 2.7 - Índice de Aquisições .....	18
Quadro 3.1 – Amostra dos Grupos Económicos Examinados.....	33
Quadro 3.2 – Estrutura Acionista dos grupos Económicos Portugueses.....	36
Quadro 3.3 – Concentração de Participações Qualificadas .....	38
Quadro 3.4 – Acionistas Maioritários dos Grupos Económicos em Portugal, para o ano de 2010. ....	39
Quadro 3.5 – Nacionalidade de cada acionista que possui uma participação qualificada... 40	
Quadro 3.6 – Como são os Grupos Controlados .....	42
Quadro 3.7 – Grupos em função da sua Natureza Jurídica .....	43
Quadro 3.8 – Participadas que cada Grupo possui em cada Patamar.....	44
Quadro 3.9 – Número de Participadas referentes à Totalidade dos Grupos por Patamar ... 45	
Quadro 3.10 – Percentagens e valores absolutos de Controlo por Participação em cada Patamar .....	46
Quadro 3.11 – Presença dos Grupos no Mercado Mundial.....	48
Quadro 3.12 – Empresas participadas de cada grupo em Portugal e no Estrangeiro .....	49
Quadro 3.13 – Recurso aos Mercados de Financiamento Interno em cada Grupo Económico.....	50

## **Lista de Abreviaturas**

CIRC - Código do Imposto sobre as Pessoas Coletivas

CSC - Código das Sociedades Comerciais

CVM - Código dos Valores Mobiliários

DC - Direito Comum

DCF - Direito Civil Francês

DGI - Direção Geral dos Impostos

EBF - Estatuto dos Benefícios Fiscais

EURIBOR - *European Interbank Offered Rate*

IASB - International Accounting Standard Board

IFRS - International Financial Reporting Standard

IRC - Imposto sobre as Pessoas Coletivas

NCRF - Norma Contabilística de Relato Financeiro

NYSE -Euronext - New York Stock Exchange

OCDE - Organização para a cooperação e desenvolvimento

ONU - Organização das Nações Unidas

OPA - Oferta de Aquisição Pública

*GNS - Gross National Savings*

PSI - Geral – Portuguese Stock Index General

PSI 20 - Portuguese Stock Index 20

RETGS - Regime Especial de Tributação dos Grupos de Sociedades

RGICSF - Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeira

SGPS - Sociedades Gestoras de Participações Sociais

## 1 - Introdução

Numa era de negócios globais e onde os capitais circulam sem fronteiras, os grupos económicos apresentam-se como um dos principais agentes da dinâmica económica mundial. Tal realidade deve-se a um longo processo evolutivo, que se inicia com a Companhia das Índias Orientais Britânicas, em 1600, e culmina nos dias que correm, tendo como momentos marcantes de todo este processo as épocas de industrialização e a da globalização das economias. Devido à instabilidade política, apenas após o 25 de Abril é que se verificaram passos substanciais no sentido do desenvolvimento económico em Portugal, pelo que nessa altura começaram a surgir os primeiros grupos de origem portuguesa. Alguns desses grupos são, hoje, *players* relevantíssimos nos mercados onde atuam. O que não invalida que na terceira década do século passado surgissem um conjunto de empresas de maior dimensão, comparativamente com as existentes à data em Portugal, impulsionadas pela política de desenvolvimento industrial implementada pelo regime ditatorial, das quais a CUF se destaca.

Como conceito, os grupos económicos consistem num conjunto de empresas que se encontram ligadas através de laços formais ou informais comuns, Almeida e Wolfenzon (2005). A propriedade dos grupos económicos tem sido discutida e estudada ao longo das últimas décadas. Numa primeira fase, uma orientação dominante, influenciada pelo estudo de Berle e Means (1932), incidindo sobre 200 empresas cotadas nos Estados Unidos da América, constata-se que as empresas possuíam os seus capitais amplamente dispersos, o que levava a que os gestores fossem determinantes em todas as decisões da empresa. Seguidamente, no final dos anos 90, vários autores efetuaram estudos nesta área do conhecimento e verificaram que a teoria até então incontestada não explicava a realidade de um conjunto alargado de países. Assim surgiram os primeiros estudos a contradizer esta ideia, afirmando que a eventual existência de um acionista de referência dependia da matriz de origem do país em causa. Nos países de influência Britânica, existe a prevalência de empresas de capital amplamente disperso, mas nos países onde a influência Francesa era mais forte, a existência de acionistas de referência é uma realidade indisfarçável.

Embora a presença dos grupos económicos fosse um facto objetivo na realidade económica mundial, teorias a explicar esta realidade ainda não tinham sido apresentadas. Informalmente corria a ideia de que os grupos eram utilizados por acionistas de relevo com

o intuito de poderem influenciar os destinos da empresa numa proporção muito superior ao seu efetivo direito de voto. Para tal, têm sido usados vários mecanismos, nomeadamente a estrutura piramidal, as ações preferenciais e as participações cruzadas.

No entanto, a evidência empírica apresenta a organização em pirâmide com uma preponderância clara face às alternativas, o que levou Masulis, Kien e JZein (2009) a estudar a temática, tendo encontrado como condições favoráveis ao desenvolvimento das pirâmides, o grau de acesso ao capital, a transparência fiscal e a regulação.

Também Almeida e Wolfenzon (2005) contribuíram de forma importantíssima para a compreensão deste tema, afirmando que a integração ou não de uma empresa numa estrutura piramidal depende da relação existente entre os benefícios de controlo e as necessidades de financiamento.

Entretanto novos estudos surgiram a contribuir para adensar ainda mais o debate sobre a prevalência das pirâmides, afirmando a existência de uma vantagem financeira associada à integração das empresas no grupo, o que explicaria a ausência da separação entre os direitos de voto dos *cash flows* dos grupos em determinados países.

A acrescentar a todos os argumentos já apresentados, a regulação e a fiscalidade específica de cada país, limita a validação ou extrapolação dos estudos internacionais sobre estas matérias. Neste sentido, com este trabalho pretende-se dar resposta à questão: como se organizam os grupos económicos de origem Portuguesa? Para responder a esta interrogação, considera-se importante esclarecer temáticas como a propriedade dos grupos, modelo organizacional, principais características, eventuais motivações para esse modelo e também a dispersão geográfica dos mesmos.

Assim, os objetivos desta dissertação são:

1. Determinar e verificar a concentração ou dispersão das estruturas acionistas dos grupos de origem Portuguesa;
2. Caracterizar a propriedade dos grupos;
3. Analisar o modelo organizacional de cada grupo;
4. Aferir da estrutura e características dos grupos;
5. Verificar a existência de mercados de financiamento internos.

Em suma, pretende-se com o estudo conhecer os grupos económicos Portugueses em várias dimensões, recorrendo para tal ao uso da base de dados SABI, usando dados de 2009 e 2010, complementando com a consulta de dados a partir de Relatórios e Contas das empresas.

A motivação para o desenvolvimento desta temática surgiu da vontade de explorar um tema que ainda não tivesse sido em grande medida estudado em Portugal, contribuindo assim para o desenvolvimento do conhecimento nesta área da organização empresarial. Em resposta aos objetivos delineados, conclui-se que em Portugal é notória a prevalência de grupos, com uma estrutura acionista concentrada, maioritariamente dominados por famílias de origem Portuguesa, indo de encontro aos resultados obtidos em estudos internacionais mais recentes. Verifica-se também que a principal forma de exercício de controlo é a estrutura piramidal, não tendo esta como principal especificação a separação entre o valor da participação e os direitos de voto. Quanto à estrutura em si própria, constata-se que é de simples compreensão e constituída por subsidiárias maioritariamente presentes em Portugal, salvo determinadas exceções. O mercado de financiamento de capital interno surge também como seria de prever, como um recurso à disposição das participadas dos grupos. Desta forma evita-se em alguns casos constrangimentos importantes ao financiamento.

Este trabalho está organizado em três capítulos, considerando a introdução como sendo o primeiro.

No segundo capítulo, devido à abrangência do tema associado à dissertação, e porque desenvolve as temáticas associadas aos grupos económicos, faz-se uma resenha histórica do seu desenvolvimento, conceito, propriedade, modelos de organização, pirâmides, mercado de financiamento interno e por fim, apresentam-se os aspetos legais e fiscais que podem influenciar a organização desses mesmos grupos em Portugal.

Segue-se no último capítulo o estudo empírico com o tratamento dos dados, definição, metodologia e apresentação das principais conclusões do estudo.

## **2 – Organização e Desenvolvimento dos Grupos**

### **2.1 -Desenvolvimento Histórico e Conceito de Grupo Económico**

O primeiro grupo de dimensão internacional e a operar em vários setores surgiu no século XVII, através da criação de uma Sociedade Anónima, denominada Companhia das Índias Orientais, por diversos comerciantes Britânicos, em 1600, com a finalidade de efetuar todo o tipo de negócios com a Índia Oriental. Durante este período, segundo Esperança, Sousa, Soares e Pereira (2011) as empresas eram caracterizadas pela sua reduzida dimensão, desígnios muito singulares, reduzido número de proprietários e pela possibilidade de requerer qualquer montante para financiamento. Neste sentido, a Companhia das Índias Orientais foi a primeira grande empresa de carácter internacional e a reunir um número elevado de investidores, invertendo a situação vivida até essa altura.

Em termos históricos, e como marco importante, no século XX, a industrialização nos países Europeus acelerou todo um processo de conversão do tecido económico, assistindo-se a uma significativa onda de privatizações que levou à criação da Bolsa de Valores em Londres e em Nova Iorque, como refere Pistor e Xu (2002) e segundo João Rodrigues (2010) à multiplicação de participações de capital de umas empresas nas outras.

Num período histórico mais próximo, na segunda metade do século passado, o desenvolvimento do número de fusões a nível mundial, com especial preponderância nos Estados Unidos da América, na década de 1960 levou à criação de grupos que se estendiam por uma variedade de atividades não relacionadas entre si, Brealey, Myers, Allen (2007). Citando Rodrigues (2010), a crescente globalização da economia tem levado a um considerável reforço das participações de empresas noutras empresas, originando importantes movimentos de concentração empresarial, como forma de entrar noutros mercados e diversificando atividades. Todo este movimento veio a originar nos grupos económicos que hoje conhecemos.

Em Portugal, o regime ditatorial vigente entre 1933 e 1974 criou uma estratégia de industrialização no País que pretendeu romper com a tradição predominantemente agrícola vigente até à data. Neste sentido, surgiram em Portugal as primeiras empresas com alguma dimensão, tais como a Lusinete, ENAE e Tudor, em 1933, e a CUF, em 1939, entre outras. Numa segunda fase e passados um conjunto de anos conturbados, em que o país passou de uma primeira experiência democrática para a ditadura e desta para uma nova democracia,

onde diversos partidos e personalidades se digladiavam para definir uma ideologia para o país, a adesão de Portugal à Comunidade Europeia, em 1986, obrigava à criação de uma economia forte e capaz de competir com o sector empresarial de outros países europeus, assente num contexto ideológico europeu e com base no sistema económico de mercado, (Joaquim Caeiro,2004). Nesta linha de evolução, emergem vários grupos de origem portuguesa, aproveitando as privatizações e o impulso que o Estado começou a proporcionar à iniciativa privada.

Quadro 2.1 – Grupos Económicos – Ano de 1976

<b>Grupo</b>	<b>Ativo</b>	<b>Capital Social</b>	<b>Volume de Negócios</b>	<b>Trabalhadores</b>
Salvador Caetano	8 809 053	797 629	2 725 920	2 144
Vaz Guedes	8 058 991	704 945	2 258 667	3 976
Amorim	4 974 779	2 437 818	2 541 904	3 949
Sonae	1 424 810	1 791 853	3 298 874	2 252
BES	2 228 698	1 003 887	1 280 608	3 796
RAR	1 271 227	865 032	2 336 711	1 275
COLEP	2 460 107	485 036	1 321 455	1 236
S.N.S	1 424 810	343 485	2 076 303	708

Fonte: Joaquim Caeiro, Elites e Poder – Os grupos económicos em Portugal, (2004).

O quadro 2.1 apresenta os grupos económicos que surgiram no período pós-revolucionário em Portugal e os seus indicadores fundamentais. Como podemos verificar, vários grupos mantiveram o dinamismo de então até aos dias de hoje, continuando atualmente a ser dos principais grupos económicos de origem portuguesa, possuindo uma grande diversificação de áreas de negócio e marcando presença em diversos mercados internacionais.

### **2.1.1 - Conceito de Grupo Económico**

Para o desenvolvimento deste estudo considera-se importante definir grupo económico numa vertente holística. Para tal, expõem-se vários conceitos para melhor entendimento do que consiste um grupo económico.

Numa dimensão económica, Khana e Yafeh (2007) definem grupo económico como um conjunto de empresas independentes, que operam em várias indústrias que se encontram

ligadas formalmente, como por exemplo através de capital, ou informalmente, através de laços familiares.

Em termos de matéria legal, o código das Sociedades Comerciais (CSC), no seu capítulo III, define várias formas para um conjunto de empresas instituir uma relação de grupo. Nomeadamente, através dos grupos constituídos por domínio total, contractos de grupo paritário e contractos de subordinação. Em comum, estas três possibilidades têm a perspectiva de que uma entidade poder dominar outra, quer seja através dos seus proprietários, de uma administração comum ou da subjugação das atividades de uma à administração de outra.

Contabilmente a Norma Contabilística de Relato Financeiro (NCRF) 14 - Concentração de Atividades Empresariais, a qual tem por base a *International Financial Reporting Standard* (IFRS) 3 – *Business Combinations*, emitida pelo *International Accounting Standard Board* (IASB), define concentração de atividades empresariais, de certa forma um grupo económico, como a junção de entidades ou atividades empresariais separadas numa única entidade que relata.

Como exemplos de grupos económicos, Almeida e Wolfenzon (2005) apresentam os Keiretsus, no Japão, e os grupos em que as empresas são controladas por acionistas familiares, presentes maioritariamente na Europa, América Latina e Ásia. Os Keiretsus tratam-se de organizações onde os conselhos de administração de cada empresa pertencente aos grupos têm bastante independência, mas coordenam as suas atividades através do presidente do conselho do grupo.

## **2.2 - Propriedade dos Grupos Económicos**

A propriedade dos grupos económicos tem sido alvo de diversos estudos de dimensão mundial, ao longo de várias décadas. De entre estes estudos, destaca-se La Porta, Lopez-De-Silanes e Shleifer (1999) que afirmam que os grupos económicos por todo o mundo são usualmente controlados por famílias ou Estados. Apesar de menos comum, também existem grupos económicos controlados por instituições financeiras.

Na primeira metade do século XX, Berle e Means (1932) passaram a ideia que nos Estados Unidos da América prevaleciam os grupos económicos de capital amplamente disperso, em que a posse destas entidades estava distribuída por muitos pequenos acionistas, enquanto o poder e decisão estava entregue à gestão. Segundo La Porta et. al. (1999), durante décadas

vários outros autores desenvolveram estudos com a mesma orientação, como são exemplo Demsetz (1983) e Holderness e Sheenan (1988) , e a ideia de que os grupos económicos eram controlados por pequenos e variados acionistas foi uma verdade inquestionável no mundo da alta Finança.

Passado este conjunto de décadas, vários outros estudos, dos quais destacaria Shleifer e Vishny (1997) e La Porta et al (1999), contrariaram esta ideia ao defenderem uma maior concentração de propriedade privada nos países de fraca proteção ao investidor, nomeadamente os países de direito civil francês, adiante designados por países de DCF, e uma maior dispersão, em países de direito comum, adiante designado por países de DC. O sistema legal de tradição comum, o qual teve origem em Inglaterra, e sistemas baseados na lei civil, que se desenvolveram em França, Alemanha e Escandinávia espalharam-se pelo mundo através de conquistas, imperialismo e imitação, Brealey et. al. (2007). Os países de DC, comparando com os países de DCF, revelam possuir mais e melhores requisitos em termos de divulgação da informação e uma maior facilidade para os acionistas minoritários lançarem ações judiciais, de modo a responsabilizarem acionistas majoritários e gestores por danos causados à empresa. Para além disso, enquanto nos países de lei comum uma grande maioria de assuntos importantes têm que ser aprovados pelos acionistas ou pelos seus representantes, nos países de lei civil estes assuntos podem ser delegados no Presidente do Conselho de Administração ou no próprio Conselho de Administração Esperança et. al. (2011). Assim, poder-se-á constatar que os países de DCF possuem um enquadramento mais favorável à expropriação dos interesses minoritários e consequentemente oferecem uma menor proteção aos investidores, Djankov, Simeon, La Porta, Lopez-de-Selanes, Shleifer (2008). Um sistema legal e regulamentar que protege fortemente os investidores, como o dos países de DC, estimula a confiança fazendo com que a propriedade se disperse por inúmeros pequenos acionistas. Tal situação não se verifica nos países da Europa continental, que não protegem tanto os seus investidores, Esperança et. al. (2011).

O quadro infra apresenta valores em cada componente que se considera indispensável para aferir o nível de proteção ao investidor, culminando num índice, valorado de 0 a 10, que representa o nível de proteção destes. A metodologia utilizada para construção do Índice foi desenvolvida por Djankov et. al. (2008) e é presentemente utilizada pelo projeto *Doing Business* para aferir e divulgar o grau de proteção em cada país.

Quadro 2.2 – Nível de Proteção de Investidores

País	Origem Legal	Divulgação	Responsabilidade dos diretores	Facilidade dos Acionistas em lançar Ações Judiciais	Média Total NPI
Portugal	DCF	5	4	9	6,0
Espanha	DCF	6	5	7	6,0
França	DCF	10	1	5	6,3
Reino Unido	DC	10	7	7	8,0
EUA	DC	7	9	9	8,3
Índia	DC	7	4	7	6,0
Média dos Países DC (15 países)		7,6	6,2	7,5	7,1
Média dos países DCF (22 países)		5,7	4,6	5,9	5,4

Fonte: Corporate Governance no Espaço Lusófono, Esperança et. al. (2011). Adaptado. pag. 62-63.

No quadro 2.2 verifica-se, pela interpretação das médias apresentadas, que a proteção legal nos países de matriz de DC é significativamente superior às que se verificam nos países de DCF.

Nos Países de DC, os acionistas maioritários não tem receio de perder o controlo ou estão menos apegados a este, visto que facilmente podem perder o controlo de uma entidade via uma operação de oferta pública de aquisição ou a continuada acumulação de ações, através de compras no mercado por outra empresa, o que leva a que estejam facilmente dispostos a reduzir as suas posições de controlo, com a finalidade de obter fundos ou diversificar os seus investimentos. Por contrataste, nos países de fraca proteção legal ao investidor, perder o controlo de uma entidade representaria abdicar de um conjunto de benefícios privados de controlo<sup>1</sup>, tais como representação na administração ou definição de políticas que não maximizam o lucro da empresa, o que leva os acionistas a não abdicarem facilmente da sua posição de controlo La Porta et. al. (1999).

<sup>1</sup> Benefícios privados de controlo consistem nos benefícios que os acionistas maioritários usufruem às custas dos acionistas minoritários, Esperança et. al. (2011). A título de exemplo, Claessens et. al. (1999) apresentam o não pagamento de dividendos e a definição de objetivos que não maximizam os lucros da empresa.

Quadro 2.3 - Concentração de Propriedade nas maiores Empresas do Mundo, 2009

País de Origem	Número de empresas	Percentagem do maior acionista	Percentagem de Empresas com Acionistas com Controlo
Austrália	1	23	100
Canadá	2	42	50
Hong Kong	3	58	100
Índia	9	25	44
Irlanda	9	19	33
África do Sul	7	24	14
Reino Unido	194	13	16
Estados Unidos	890	11	7
<b>Países de Direito Comum Britânico</b>	<b>1115</b>	<b>12</b>	<b>10</b>
Bélgica	16	26	50
Brasil	59	34	75
França	103	31	60
Grécia	1	9	0
Itália	42	34	64
Luxemburgo	2	35	50
Holanda	31	17	23
Portugal	8	28	63
Espanha	19	27	47
<b>Países de direito Civil Francês</b>	<b>281</b>	<b>30</b>	<b>59</b>
Áustria	6	29	67
China	3	20	33
Alemanha	63	29	51
Japão	1	10	0
Suíça	38	20	39
<b>Países de Direito Civil Germânico</b>	<b>111</b>	<b>26</b>	<b>47</b>
Dinamarca	8	36	63
Finlândia	19	17	37
Noruega	18	34	72
Suécia	34	17	26
<b>Países de Direito Civil Escandinavo</b>	<b>1586</b>	<b>17</b>	<b>23</b>

Fonte: Corporate Governance no Espaço Lusófono, Esperança et. al. (2011). Adaptado de pág. 127-128.

Os valores supra referem-se a uma amostra de 1589 empresas, cada uma com uma capitalização bolsista superior a mil milhões de euros, oriundas de 26 países diferentes, à data de 31 de Dezembro de 2009. Os valores expostos constituem médias por empresa, excetuando o número de empresas. Considera-se que a empresa tem um acionista com controlo, se o maior acionista possuir direta ou indiretamente mais de 20% dos direitos de voto.

O quadro 2.3 apresenta a percentagem média detida pelo maior acionista da empresa e a percentagem de empresas que possuem um acionista com controlo, Esperança et al (2011). Os resultados confirmam que no mundo Anglo-saxónico a dispersão da estrutura da propriedade empresarial impera, em contraponto com as entidades de Lei Civil Francesa, onde a estrutura é vincadamente concentrada. A percentagem média detida pelo maior acionista das empresas de direito comum é de 12 %, significativamente abaixo dos 30% dos países de direito civil francês. Simultaneamente, e em sintonia com a teoria, 59% das empresas de direito civil Francês possuem um acionista de controlo, contra os 10% apresentados pelas empresas dos países de direito comum. Entre estes dois grupos tão díspares, nas duas percentagens apresentadas, encontramos os países de direito civil germânico e escandinavo.

Masulis et. al. (2009) mediram o valor dos benefícios privados de controlo utilizando uma medida criada por Dyck e Zingales (2004), denominada como média do prémio de controlo pago em operações com esse fim, em cada país. Tal como o esperado, pelos motivos anteriormente expostos, nos países de direito civil Francês os benefícios privados de controlo são substancialmente mais elevados do que os apresentados pelos países de lei comum Britânica.

Quadro 2.4 - Prémio de Controlo por Bloco de Aquisição atribuído em cada País

País de Origem	Prémio Médio por Operação em determinado País (%)	Número de Operações Sucedidas	Número de Operações
Austrália	0,02	9	13
Canadá	0,01	2	4
Hong Kong	0,01	7	9
Reino Unido	0,02	23	43
Estados Unidos	0,02	28	47
<b>Países de Direito Comum Britânico</b>	<b>0,02</b>	<b>69</b>	<b>116</b>
Brasil	0,65	11	11
França	0,02	3	5
Itália	0,37	7	8
Portugal	0,20	2	2
Espanha	0,04	4	5
<b>Países de Direito Civil Francês</b>	<b>0,256</b>	<b>26</b>	<b>31</b>

Fonte: Adaptado de Private benefits of control: An international comparison, Dyck e Zingales (2004).

Os valores supra referem-se a uma amostra de 162 operações retiradas no conjunto de países indicados. O prémio é calculado através da subtração ao valor pago pelo bloco de ações de controlo do valor das ações, dois dias após anúncio da oferta de compra, dividindo o resultado pelo valor das ações dois dias após o anúncio da oferta. Seguidamente multiplica-se o rácio obtido pela proporção de direitos aos *cash flows* representados no bloco de ações compradas.

O quadro 2.4 apresenta a percentagem média paga por uma operação de compra de ações em bloco, de forma a alcançar o controlo da entidade em determinado país. Os resultados confirmam que nos países de matriz anglo saxónica o valor a pagar por este tipo de operações é manifestamente baixo, comparado com os países de leis civil francesa. A percentagem média paga mais elevada nos países de matriz continental é de 65%, manifestamente acima do que é a percentagem média mais elevada paga nos países de matriz anglo saxónica, que é de 2%, o que mostra que os resultados obtidos estão de acordo com a teoria. Destaca-se também o número de operações realizadas nos países anglo saxónicos (116), em contraponto com as dos países de direito civil francês (31).

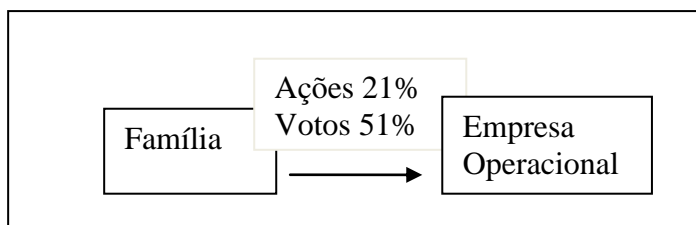
### 2.3 - Modelos de Organização dos Grupos Económicos e seus Fundamentos

Como vimos anteriormente, grupos de empresas controladas pelo mesmo proprietário são comuns por todo o mundo e responsáveis por uma grande parte da atividade económica de muitos países. No entanto, até há bem pouco tempo, não existia uma teoria formal que procurasse explicar estes conglomerados. Informalmente, a explicação era de que a família, Estado ou Instituição Financeira, daqui em diante designados genericamente por família, apenas pretendia controlar tantas empresas, quantas pudesse de forma a retirar benefícios privados de controlo. Neste sentido, a estruturação dos grupos económicos era feita de forma a potenciar a separação entre *cash flows* e direitos de votos<sup>2</sup>, fazendo com que a família dominasse as empresas em causa, Almeida et. al. (2009).

Para cumprir este objetivo, Bebchuk (1998) identificou três mecanismos:

- Duas classes de capital – consistem na existência de dois ou mais tipos de ações com diferentes direitos de voto. Por exemplo, as ações da classe X de uma empresa podem possuir 20 votos e as de classe Y apenas 2 votos. Este tipo de controlo é comum na Suécia e na África do Sul. No entanto, apesar de menos frequente, esta realidade também acontece em países como os Estados Unidos da América ou no Reino Unido. A Ford Motor Company é controlada pela família Ford, através de ações especiais que detêm 40% dos direitos de voto. A existência de duas classes de capital é proibida na Bélgica, China, Japão, Singapura e em Espanha, segundo La Porta et al (1999). Em Portugal, não existe qualquer limitação à existência de ações com direitos, conhecidas como “golden share”. Existe igualmente a possibilidade das empresas emitirem ações preferenciais sem voto, ver CSC artigo 341º.

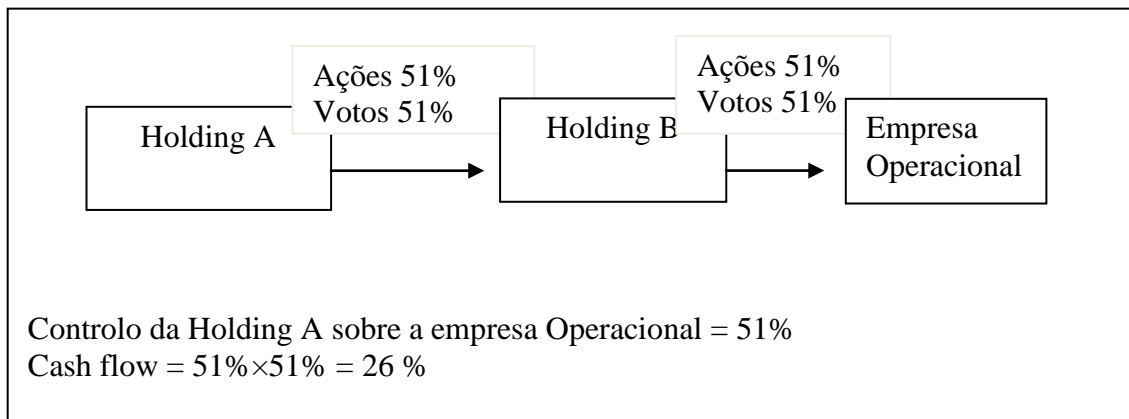
Figura 2.1 – Exemplo de Controlo exercido por Ações Preferenciais



<sup>2</sup> Consiste no grau de dependência da empresa participada face à participante, representado pela % de direitos de voto, que é consequência das participações da participante.

- Pirâmide - O poder de controlo é estabelecido através de uma sequência de posições dominantes em vários níveis. Na figura 2.2, apresentamos uma pirâmide de três níveis, com apenas uma empresa operacional. Surge uma primeira *holding*, sociedade que reúne participações de capitais noutras empresas, e que controla uma segunda *holding* que posteriormente domina a empresa operacional. As estruturas em pirâmide são comuns nos países asiáticos e em vários países Europeus.

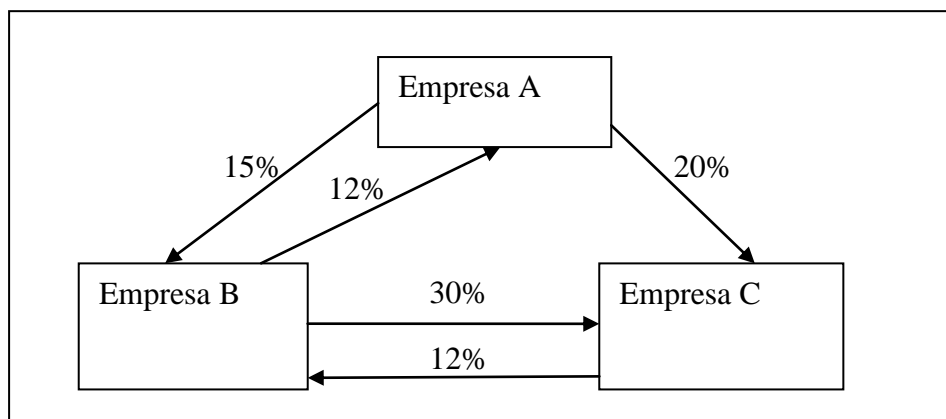
Figura 2.2 – Exemplo de Controlo exercido através de Pirâmide



Fonte: Adaptado de Princípios de Finanças Empresarial (2008:945), Brealey et. al. (2007)

- Participações cruzadas – As empresas de um determinado grupo estão ligadas através da posse de cada uma de participações de capital entre si, o que centra e fortalece o poder dos principais acionistas do grupo. Segundo Weidenbaum (1996), as participações cruzadas tem como vantagem fazer com que a identificação de quem controla o grupo seja menos clara, o que justifica a sua popularidade no continente asiático.

Figura 2.3 – Exemplo de Controlo exercido por *Cross-Sharing*



Na figura 2.3 apresenta-se uma estrutura em *cross-sharing* de um grupo económico de reduzida dimensão. Como se pode verificar, existe um conjunto de participações cruzadas entre as várias empresas que dificulta a identificação da empresa mãe do grupo.

La Porta et. al. (1999) constataram no seu estudo versando sobre 27 economias desenvolvidas, que o controlo por pirâmide é o mecanismo, dos três indicados anteriormente, aquele que é maioritariamente utilizado pelas famílias. No entanto, a separação entre os direitos de voto e *cash flow*, motivo primordial apontado para tal relevância, por si só, não explica a prevalência das pirâmides face às alternativas. A título de exemplo, Brealey et. al. (2007) concluem que na maioria das empresas controladas por pirâmides na Alemanha o controlo exercido nestas empresas seria exatamente igual se os acionistas possuíssem ações diretamente. Neste sentido, a preponderância desta estrutura pode não ser motivada pela separação entre propriedade e controlo. Segundo Bianchi et. al. (2001), as restrições à existência de ações de duas classes de capital também não parecerem ser responsáveis pela prevalência maioritária das pirâmides, visto que em várias situações a separação registada na pirâmide não ultrapassa os limites legais estabelecidos em determinados países para a separação que se pode obter através das ações de duas classes de capital. Tais evidências levam a que outras variáveis passem a ser tidas como possíveis motivações no desenvolvimento das pirâmides, para além da separação entre *cash flow* e direitos de voto.

Consequentemente, outros estudos têm sido feitos com a finalidade de encontrar motivações, para além dos benefícios de controlo, bem como no sentido de encontrar o contexto mais favorável para o desenvolvimento dos grupos em pirâmide.

#### **2.4 - Estrutura em Pirâmide – Contextos favoráveis ao seu Desenvolvimento**

A nível macro, Masulis et. al. (2009) apresentam como condições favoráveis ao desenvolvimento de grupos em estrutura piramidal os seguintes fatores:

- Acesso restrito a capital

Esta situação acontece em países de baixo Produto Interno Bruto *per capita*, reduzida propensão a poupar por parte da população, indústria e mercados financeiros subdesenvolvidos. Como medidas de acesso ao capital em cada país temos, segundo Masulis et. al. (2009) a poupança nacional bruta e o grau de instabilidade política.

A Poupança Nacional Bruta (*GNS*) representa a poupança colocada pelas populações nos bancos ou em aplicações nos mercados financeiros, que servirão de recursos para os agentes da economia de um país, nomeadamente as empresas. A estabilidade política representa um dos mais importantes fatores de competitividade dos países face aos outros, visto que um país estável e seguro transmite confiança aos investidores externos. Como sinal desta confiança estes aplicam os seus recursos em projetos localizados nestes países, levando a que as populações beneficiem com isso.

Quadro 2.5 - Poupança Nacional Bruta (*GNS*), em 2010

<b>País de Origem</b>	<b>Poupança em % do PIB</b>
Austrália	24,92
Canadá	19,07
Hong Kong	29,92
Índia	34,16
Irlanda	11,53
África do Sul	16,49
Reino Unido	11,84
Estados Unidos	12,53
<b>Países de Direito Comum Britânico</b>	<b>20,06</b>
Bélgica	21,07
Brasil	16,98
França	18,55
Grécia	4,03
Itália	16,09
Luxemburgo	24,13
Holanda	25,82
Portugal	9,95
Espanha	18,44
<b>Países de Direito Civil Francês</b>	<b>17,14</b>

Fonte: World Economic Outlook, 2010

O quadro 2.5 apresenta a percentagem de poupança de cada país em função do seu produto Interno Bruto. O Indicador mostra-nos a percentagem do rendimento interno que as populações colocam à disposição dos intermediários financeiros, de forma a financiarem os investimentos das empresas. A poupança varia muito de país para país, independentemente da sua matriz ser continental ou de lei comum.

No caso Português, verifica-se uma reduzida propensão a poupar, visto o valor da poupança em percentagem do PIB se apresentar 7,2% inferior à média dos países analisados e apenas superior aos valores apresentados pela Grécia. Isto faz com que neste fator, Portugal se apresente menos competitivo do que os países referidos na tabela.

Quadro 2.6 - Índice de Instabilidade Política 2009/10

País de Origem	Instabilidade Social (%)	Instabilidade Económica (%)	Índice (%)
Austrália	1,3	6,0	3,6
Canadá	1,7	4,0	2,8
Hong Kong	2,1	6,0	4,0
Índia	5,0	4,0	4,5
Irlanda	1,3	8,0	4,6
África do Sul	7,1	7,0	7,0
Reino Unido	1,3	8,0	4,6
Estados Unidos	2,5	8,0	5,3
Argentina	6,3	8,0	7,1
Brasil	5,8	5,0	5,4
França	2,5	8,0	5,3
Grécia	4,6	8,0	6,3
Itália	2,1	8,0	5,0
Holanda	2,1	6,0	4,0
Portugal	1,7	8,0	4,8
Espanha	2,9	8,0	5,5

Fonte: *Economist Intelligence Unit, 2010.*

O índice de Instabilidade Política supra apresentado foi construído através da mensuração de fatores de instabilidade económica e social e pode variar conforme a ponderação, entre 0 e 10. De entre estes fatores, destacam-se a corrupção, a fragmentação étnica, a confiança nas instituições, a história de instabilidade política, o crescimento económico, a taxa de desemprego e o produto interno bruto *per capita*. O indicador para Portugal apresenta-se dentro dos parâmetros das sociedades europeias. Isto é, evidencia reduzidos sinais de instabilidade social, que se espelham nos reduzidos valores do primeiro componente do Índice para estes países. Ao mesmo tempo, as sociedades europeias encontram-se diante de elevados desafios económicos, patentes nos valores no segundo fator do índice, referente à instabilidade económica.

- Não transparência Fiscal

Fazem parte deste lote, países com sistemas fiscais tendencialmente complexos e obscuros, onde as regras de consolidação fiscal permitem planeamentos fiscais agressivos, nomeadamente, entre outros, através da movimentação dos ganhos dentro do grupo, livres de impostos, permitindo operações menos claras de empréstimos e, por vezes, lesivas dos interesses dos acionistas minoritários. No caso Português, o sistema fiscal é conhecido por ser um sistema complexo e de constante mutação conforme o ciclo político, Gomes (2008). Por tudo isto é de difícil interpretação e assimilação para um cidadão comum. Esta temática fiscal será desenvolvida mais à frente, tendo em conta a sua influência para a estruturação dos grupos.

- Reputação e influência do grupo

A reputação do grupo assegura aos clientes a qualidade dos produtos, possibilita a prática de preços diferenciados da concorrência, possibilita maior facilidade de acesso a investidores e financiamento. A influência permite aos grupos adquirirem preponderância económica através de relacionamento com o poder político, Stulz (2005). Gopalan, Nanda e Seru (2005) afirmam que a reputação de um grupo é um ingrediente chave para atrair investimento nos ambientes de fraca proteção.

- Regulação

As regras definidas pela entidade reguladora para aquisição de ações de empresas cotadas podem facilitar ou dificultar a construção de posições de controlo. Nomeadamente, caso a percentagem de obrigatoriedade do lançamento de uma operação de aquisição pública seja baixa, obter o controlo de uma empresa pode tornar-se muito oneroso para qualquer empresa que pretenda entrar no capital de outra. Como medida de regras de aquisição de empresas, Nenova (2006), apresentou um Índice que mede o nível de proteção ao pequeno investidor e a transparência em todo o processo de aquisição.

Quadro 2.7 - Índice de Aquisições

<b>País de Origem</b>	<b>Índice (%)</b>
Austrália	0,95
Canadá	0,97
Hong Kong	0,92
Índia	0,51
África do Sul	0,76
Reino Unido	0,94
Estados Unidos	0,76
<b>Países de Direito Comum Britânico</b>	<b>0,83</b>
Bélgica	0,60
Brasil	0,51
França	0,65
Grécia	0,44
Itália	0,47
Holanda	0,47
Espanha	0,60
<b>Países de Direito Civil Francês</b>	<b>0,53</b>

Fonte: Takeover Laws and Financial Development, Nenova (2006).

O quadro 2.7 apresenta um índice que é construído através da ponderação de vários fatores, tais como, oferta de preço justo para todos os acionistas, táticas de defesa anti aquisição e se a intenção de controlar é conhecida. O índice representa a percentagem de proteção aos investidores minoritários e a transparência durante todo o processo de aquisição de uma empresa. Os resultados confirmam, em consonância com a teoria, que nos países de matriz Anglo saxónica a proteção aos investidores minoritários é maior, o que origina uma maior dinâmica dos mercados financeiros destes países, que se pode medir pelo número de operações públicas de aquisição, Nenova (2006). Em Portugal, os mercados financeiros têm um alcance limitado, sendo os bancos os agentes financiadores e dinamizadores da economia.

## **2.5 - Pirâmides – Teoria, Estrutura e evolução dos Grupos Económicos**

No primeiro capítulo demos conta da preponderância da organização em pirâmide no mundo dos negócios. Neste sentido, considera-se de extrema importância explicitar o conceito e a teoria de desenvolvimento das pirâmides. Uma pirâmide empresarial consiste num canal de relações de propriedade entre empresas. O último acionista controla uma determinada empresa, que controlará outra e assim sucessivamente, Almeida et. al. (2005).

Tal como já foi dito anteriormente, a separação do controlo face ao *cash flow* pode não ser a única explicação para o desenvolvimento e preponderância das pirâmides a nível mundial. Uma empresa mãe mantém o controlo sobre uma participada, determinado pela maioria dos direitos de votos, com 51% do capital. Os cash-flows são determinados pela percentagem de participação mas o controlo é total. Sem nenhuma outra vantagem, como é que se explica a preponderância das pirâmides face às ações de duas classes de capital? Consequentemente vários autores efetuaram estudos e apresentaram outras motivações. A título de exemplo, Stulz (2005) afirma que os grupos se desenvolvem e se estruturam para poderem ter um maior poder de influência sobre o poder político e que as empresas pertencentes a um grupo têm melhor performance do que as suas concorrentes, Khana e Palepu (2000).

Almeida et. al. (2005) construíram uma teoria para a criação, desenvolvimento e prevalência das pirâmides que vai para além da tradicional separação entre propriedade e controlo. A teoria tem como pressupostos os seguintes vetores:

Proteção limitada ao investidor – através de uma fraca proteção, a família poderá extrair benefícios privados de controlo.

O grupo evoluiu ao longo do tempo – inicialmente a família cria uma empresa e ao longo do tempo surgirão oportunidades de criar ou adquirir outras empresas.

Tendo por base estes pressupostos, Almeida et. al. (2005) concluem que uma família pode controlar uma empresa de uma de duas formas, integrando-as numa pirâmide (estrutura em pirâmide) ou detendo-as diretamente (estrutura horizontal).

Na escolha da estrutura, defendem que a proteção ao investidor e determinadas características da empresa a adquirir são determinantes. Consideram que a fraca proteção ao investidor leva à dispersão dos *cash-flows*, o que torna a estrutura em pirâmide mais atrativa, em consequência da redução dos benefícios de controlos genéricos, que consistem naqueles benefícios que são partilhados por todos os acionistas, originando uma vantagem de *payoff face* à que conseguiriam na estrutura horizontal.

Para além da proteção ao investidor, a necessidade de capitais para investimento por parte da empresa a adquirir, pode também ditar a escolha da estrutura. Isto é, uma empresa que requeira altos níveis de financiamento beneficiará com a integração. Especificamente, num

grupo diversificado em que coexistam empresas em que os resultados sejam sólidos e não necessitem de grandes investimentos, outras empresas podem ser lançadas, ou novos negócios podem ter acesso a fundos que permitirão o financiamento de novos projetos e a concretização de oportunidades de investimento que de outra forma nunca seriam possíveis.

Consequentemente concluem que a escolha entre uma estrutura piramidal ou horizontal depende do binómio entre benefícios de controlo genéricos e necessidades de financiamento que possam ser gerados pela empresa a adquirir. Ou seja, a firma será integrada numa pirâmide se os benefícios de controlo genéricos forem reduzidos face à sua necessidade de investimento. Nestes casos, afirmam que sendo difícil para um empreendedor ou acionista encontrar financiamento nos mercados externos de financiamento, torna os grupos, nomeadamente as famílias, a única forma de financiar este tipo de empresas. Em contraponto, empresas com elevadas rendibilidades gerariam grandes benefícios para os acionistas minoritários, o que leva muitas vezes a família a preferir controlá-las pela totalidade de forma direta.

Neste sentido, pode-se afirmar que a teoria desenvolvida por Almeida et. al. (2006) também parte do argumento primordial de obtenção de benefícios de controlo privado. No entanto, não prevê como forma de sua obtenção a obrigatória separação entre cash-flow e controlo.

Segundo os autores, a existência de reduzidos benefícios de controlo genéricos para os acionistas, não constitui um constrangimento ao investimento dos pequenos acionista nos grupos económicos, visto que os mesmos têm a possibilidade de compensar os pequenos acionistas através da venda de ações a preços reduzidos. Além do mais, aos olhos dos acionistas minoritários, segundo Masulis et. al. (2009), os benefícios criados para as empresas que integrem um grupo superam os custos de potenciais expropriações, visto que a família atribui capacidade monetária, humana e reputacional ao grupo. Nomeadamente ao nível do acesso a financiamento, exploração de novos mercados, desenvolvimento dos mercados em que já se apresenta e até eventualmente acesso a novas tecnologias.

Para além da teoria apresentada, fatores regulamentares ou fiscais também podem explicar o desenvolvimento de estruturas em pirâmide, como já foi referido anteriormente.

Com a finalidade de estudar o desenvolvimento e implicações das pirâmides ao longo do tempo, Almeida et. al. (2006), desenvolveram um conjunto de métricas. Nomeadamente, o cálculo da posição, centralidade das empresas no grupo, o limiar de controlo do grupo face às empresas e a identificação do último proprietário.

$$\text{Ultimo proprietário (Xn)} = \text{Vn} + \sum_n Y \times \sum_n Z, \text{ com n} \quad (2.1)$$

Tal como o nome indica, Xn identifica o proprietário de determinada empresa dentro do grupo e qual a sua percentagem de controlo.

$$\text{Posição (Pn)} = \sum_n (\text{Vn} \div \text{Xn}) \times n \quad (2.2)$$

A posição mede a distância entre a família e determinada empresa, permitindo-nos saber em que patamar da pirâmide se encontra determinada empresa.

$$\text{Centralidade (Cn)} = (\text{Vn} - \sum_n Z) \div n \quad (2.3)$$

A centralidade permite-nos identificar as empresas que as famílias utilizam para adquirir outras empresas que adicionaram ao grupo.

Nomenclatura:

n = empresa controlada pela família;

Vn = Controlo direto da família exercido sobre a empresa n;

$\sum_n Y$  = Controlo exercido pela família na empresa n via outra empresa;

$\sum_n Z$  = Controlo exercido pela empresa n noutra empresa do grupo.

## 2.6 - Mercado de Financiamento Interno

Os grupos económicos têm como uma das suas funções a partilha dos riscos entre as suas empresas. Nomeadamente, através da realocação de fluxos financeiros. Para Starchan (1976), os grupos funcionam como uma apólice de seguro em momentos instáveis nos mercados. Na presença de crises financeiras, como a atual, ou em países de fracos níveis de poupança, como já dito anteriormente, a presença num grupo permite ultrapassar as dificuldades encontradas no mercado e encontrar financiamento para suprir carências financeiras determinadas pela estrutura da empresa ou para cumprir o plano de investimento previamente determinado. Gopalan et. al. (2005) afirmam que os mercados de

financiamento interno<sup>3</sup> criados pelos grupos facilitam a partilha de risco e o suporte financeiro entre empresas do grupo. No entanto, Khanna e Yafeh (2007) concluem que os grupos económicos genericamente não servem para a partilha de riscos, nomeadamente no que toca a suportar os resultados operacionais. Além do mais, a possibilidade de o grupo decidir aplicar os resultados provenientes de uma determinada empresa num projeto a ser efetuado por outra, constitui uma vantagem financeira para as empresas integrantes do grupo económico, Almeida et. al. (2005). No mesmo sentido, Gopalan et. al. (2005) afirmam que a aplicação dos resultados quer através da distribuição de dividendos ou através da aplicação de recursos em operações de financiamento é benéfica, visto que permite ao acionista que controla, caso exista, reduzir os benefícios de controlo que advêm da sua posição e reduzir os custos de financiamento externo. Porém, Khanna e Yafeh (2007) apresentam dúvidas acerca da utilização dos dividendos como instrumento de cobertura de risco e também do papel dos empréstimos entre empresas do mesmo grupo. Em Portugal, a regulamentação jurídica não apresenta limitações aos empréstimos dentro dos próprios grupos, como verificaremos adiante.

## **2.7 - Aspetos Legais e Fiscais que podem influenciar a organização dos Grupos em Portugal**

### **2.7.1 - Regras da CMVM e Ofertas Públicas de Aquisição**

O código dos valores mobiliários (CVM) regula os valores mobiliários em si e as ofertas públicas a estes respeitantes.

O artigo 20º do código supra referido considera como participações qualificadas, o somatório entre as ações que o participante detenha a titularidade ou o usufruto (controlo direto), e um conjunto de situações que constituem formas de controlo indireto, das quais destacamos:

- N. 1, a) As detidas por terceiros em nome próprio, mas por conta do participante;
- N. 1, b) As detidas por sociedade que com o participante se encontre em relação de domínio;
- N. 1, e) As que o participante possa adquirir em virtude de acordo celebrado com os titulares;

---

<sup>3</sup> Mercado interno de financiamento consiste na capacidade do grupo colocar à disponibilidade de uma empresa do grupo financiamento para desenvolvimento da sua atividade, Almeida e Kim (2011).

- N. 1, g) As detidas por titulares de direito de voto que tenham conferido ao participante poderes discricionários para o seu exercício.

O artigo 187º do mesmo código, denominado “Dever de lançamento de oferta pública de aquisição” obriga aquele cuja participação em sociedade aberta ultrapasse, quer direta ou indiretamente, um terço dos direitos de voto correspondentes ao capital social tem o dever de lançar uma oferta pública de aquisição sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários por essa entidade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição.

A obrigatoriedade de lançamento de uma OPA a partir de determinado limiar, (33,3%), protege os interesses dos acionistas minoritários evitando processos de transferência de controlo de empresas desordeiros, mas também prejudica a transferência de controlo das empresas, Nenova (2006).

### **2.7.2 - Nomeação e Competências dos Administradores**

O CSC indica como se deve processar a nomeação dos administradores e os poderes que lhes são conferidos.

O artigo 391º do CSC prevê que os administradores possam ser designados no contrato de sociedade, que consiste no contrato que cria e estabelece o funcionamento da organização, ou que a eleição dos administradores deva ser aprovada por votos correspondentes a determinada percentagem do capital social ou que parte destes, desde que não excedam um terço dos administradores, possa ser eleita por apenas determinada percentagem do capital. O artigo 392º do mesmo código prevê regras especiais de eleição que o contrato de sociedade pode estabelecer para eleição de até um terço dos administradores. Nomeadamente, que se proceda a eleição isolada, entre pessoas propostas em listas subscritas por grupos de acionistas, contando que nenhum desses grupos possua ações representativas de mais de 20% e de menos de 10% do capital social e que uma minoria que tenha votado contra a proposta que fez vencimento na eleição dos administradores tem direito a designar, pelo menos, um administrador, contando que essa minoria represente, pelo menos, 10% do capital social.

O artigo 405º do CSC define as competências do conselho de administração, que consiste em gerir as atividades da sociedade, devendo subordinar-se às deliberações dos acionistas ou às intervenções do conselho fiscal ou da comissão de auditoria apenas nos casos em que

a lei ou o contrato de sociedade o determinem. A CSC, através do artigo 406º, define como matérias sobre as quais o conselho deve deliberar, designadamente as seguintes:

- Pedido de convocação de assembleias;
- Modificações importantes na organização da empresa;
- Relatórios e contas anuais;
- Projetos de fusão, de cisão e de transformação de sociedade;
- Mudança de sede e aumentos de capital, nos termos previstos no contrato de sociedade;
- Estabelecimento ou cessação de cooperação duradoura e importante com outras empresas.

A nomeação dos administradores, devido ao seu conjunto de competências, tem particular importância, pois podem possibilitar o acesso a diversos benefícios privados de controlo a determinados acionistas conotados com administração.

### **2.7.3 - Tributação sobre Lucros Distribuídos**

Os lucros distribuídos por empresas participadas em Portugal e na União Europeia podem ser eventualmente taxados, através das disposições existentes do Código do Imposto sobre as Pessoas Coletivas (CIRC). Atualmente, o número 51º do CIRC prevê a dedução dos lucros, a 100%, incluídos na base tributável na determinação dos resultados das sociedades participantes, de natureza comercial ou civil, sob a forma comercial, cooperativa ou de empresa pública, com sede ou direção efetiva em território da República Portuguesa, desde que se cumpra o seguinte requisito:

- A entidade participante detenha diretamente uma participação de 10 % na entidade que distribui os lucros e que o custo de aquisição tenha sido não inferior a 20.000.00 euros e esta tenha permanecido na sua posse, durante o ano anterior à data da colocação dos lucros, ou, se detida à menos tempo, que a participação seja mantida durante tempo suficiente para completar esse determinado período.

#### **Exemplo**

A sociedade XPTO, SA apurou um resultado líquido em 2011 de 120.000 euros, estando sujeita ao regime geral de tributação em IRC.

Para tal resultado contribuíram os dividendos obtidos em 40.000 euros, pela participação direta de 20% na empresa DBC, SA, sujeita a IRC, adquirida em 2009.

Caso nenhum outro ajustamento fiscal fosse necessário, o lucro tributável de 2011 seria de:

Resultado líquido do período	120.000
Rendimentos obtidos por dividendos	40.000
Lucro Tributável	80.000

Tal resultado deve-se à dedução de 100%, efetuada nos termos do artigo 51º n. 1 do Código do IRC.

Tal artigo pretende evitar a dupla tributação económica, que ocorre quando os lucros são tributados e posteriormente distribuídos aos detentores de capital, ocorrendo nestes uma nova tributação originada pela operação de distribuição.

Numa lógica de maximização dos lucros e de planeamento fiscal, a pretensão de evitar dupla tributação económica de lucros distribuído pode levar o grupo a definir a sua estrutura de determinada forma.

## **2.7.4 – Regulação e Fiscalidade do Mercado de Financiamento Interno**

### **2.7.4.1 - Regulação**

A concessão de crédito é uma operação que apenas as instituições de crédito podem efetuar, no âmbito do Decreto-lei n.º 298/92, que define o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeira (RGICSF). No entanto, não são consideradas como concessões de crédito as seguintes situações:

- Os suprimentos e outras formas de empréstimos e adiantamentos entre uma sociedade e os respetivos sócios;
- As operações de tesouraria, quando legalmente permitidas, entre sociedades que se encontrem numa relação de domínio ou de grupo;

No caso das Sociedades Gestoras de Participações Sociais (SGPS) é de referir que as outras formas de empréstimos e adiantamentos entre sociedade e os respetivos sócios só são possíveis, no caso em que a SGPS possui mais de 10% da empresa participada, até ao valor da participação constante do último balanço aprovado.

Além do mais, as SGPS e as sociedades em que estas possuam participações deverão fazer referência, individualmente, aos contratos celebrados relativos à concessão de crédito e às suas posições credoras ou devedoras nos documentos de prestação de contas. Esta obrigatoriedade decorre do estipulado no Decreto-lei n. 495/88 que define o Regime Jurídico das SGPS, tendo sido alvo de atualização pela Lei n.º 109-B/2001.

Vários autores consideram os mercados de financiamento interno um dos motivos fundamentais para a preponderância dos grupos económicos na era moderna. Neste sentido, todo o regulamento ou norma fiscal que limite ou prejudique a sua utilização, pode, eventualmente, determinar ou influenciar a estrutura do grupo.

#### **2.7.4.2 - Fiscalidade**

O artigo 67º do código do IRC define o regime da subcapitalização, que tem como princípio a não aceitação dos juros como custos fiscais em determinadas circunstâncias. Nomeadamente, quando o endividamento de um sujeito passivo com entidades que existam relações especiais, se apresentar excessivo, os juros suportados quanto à parte em excesso não se apresentam como dedutíveis para efeitos de determinação do lucro tributável, n. 4 Artigo 63º. A situação referida apenas se aplica caso o endividamento seja para com uma entidade não residente na União Europeia.

Nos termos do n. 4 Artigo 63º do CIRC é equiparado à existência de relações especiais, a situação de endividamento do sujeito passivo para com um terceiro que não seja residente em território português ou em outro Estado membro da União Europeia, em que tenha havido prestação de aval ou garantia por parte de uma das entidades referidas no n.º 4 do artigo 63º.

Considera-se excesso de endividamento, n. 3 Artigo 67º do código supra referido, quando o valor das dívidas, com referência a qualquer data do período de tributação, seja superior ao dobro do valor da correspondente participação no capital próprio do sujeito passivo.

Não será considerado excesso de endividamento, nos termos do n. 6 Artigo 67º do CIRC, quando o sujeito passivo demonstrar, tendo em conta o tipo de atividade, o sector em que se insere, a dimensão e outros critérios pertinentes, e tomando em conta um perfil de risco da operação que não pressuponha o envolvimento das entidades com as quais tem relações especiais, que podia ter obtido o mesmo nível de endividamento e em condições análogas de uma entidade independente. Tal situação só é possível nos casos de endividamento perante entidade residente em país, território ou região com regime fiscal claramente mais favorável que conste de Portaria aprovada pelo Ministério das Finanças.

#### **2.7.5 - Suprimentos e Empréstimos de Sócios**

O regime geral da limitação de taxa de juro em empréstimos de sócios à sociedade limita a dedução dos juros e outras formas de remuneração de suprimentos e empréstimos feitos

pelos sócios à sociedade, até à parte que excedam o valor correspondente à taxa de referência, a *European Interbank Offered Rate* (EURIBOR) a 12 meses do dia da constituição da dívida, acrescida de um *spread* de 1,5%.

#### **2.7.6 - Preços de Transferência**

O tema dos preços de transferência está relacionado com os preços a que uma entidade transfere bens, tangíveis, intangíveis ou presta serviços a uma entidade relacionada, entidade tal que é definida pelos termos do Artigo 63º n. 3 do CIRC.

O normativo que rege este assunto em Portugal é repartido pelo Código do IRC, Artigos 63º e 138º, e pelas Portarias nº 1446-C/2001 e nº 620-A/2008 e fontes de direito internacional, nomeadamente os modelos de convenção destinados a eliminar a dupla tributação da Organização para a cooperação e desenvolvimento (OCDE) e das Nações Unidas (ONU).

Em Portugal impera o princípio da plena concorrência, que prevê, no n. 1 Artigo 63º, que nas operações comerciais, incluindo, designadamente, operações ou séries de operações sobre bens, direitos ou serviços, bem como nas operações financeiras, efetuadas entre um sujeito passivo e qualquer outra entidade, sujeita ou não a IRC, com a qual esteja em situação de relações especiais, devem ser contratados, aceites e praticados termos ou condições substancialmente idênticos aos que normalmente seriam contratados, aceites e praticados entre entidades independentes em operações comparáveis.

Segundo o Artigo n. 3 da Portaria 1446-C/2001, duas operações detêm condições para serem consideradas comparáveis se são em grande medida idênticas, o que se traduz em características económicas e financeiras relevantemente parecidas ou similares. Neste sentido, as diferenças verificadas entre as operações ou entre as empresas nelas intervenientes não são suscetíveis de afetar substancialmente os termos e condições que se praticariam numa transação comum no mercado ou, sendo-o, seja praticável efetuar ajustamentos, de forma a se poder eliminar os efeitos originados pelas diferenças existentes.

Sempre que as regras do n. 1 do Artigo 63º não sejam cumpridas, de acordo com o n. 8 do mesmo artigo, relativamente a operações com entidades não residentes, deve o sujeito passivo efetuar, na declaração a que se refere o artigo 120º, as necessárias correções

positivas na determinação do lucro tributável, pelo montante correspondente aos efeitos fiscais imputáveis a essa inobservância.

Nas operações realizadas entre entidades residentes no território português, em que as regras do n.1 Artigo 63º não sejam verificadas, pode a Direção Geral dos Impostos (DGI) efetuar as correções ao lucro tributável que sejam necessárias, de forma a obter um montante que corresponda à realidade do mercado.

#### Exemplo

A sociedade W vende o produto A à sociedade D, por 20 euros, sendo que as duas sociedades estão ligadas por contrato de subordinação, fazendo com que esta venda se trate de uma operação vinculada, de acordo com a Portaria 1446-C/2001, uma vez que se tratam de sociedades relacionadas.

A sociedade W vende um produto idêntico, nas mesmas condições à firma X, totalmente independente de W, pelo preço de 40 euros. Tratando-se de entidades independentes a operação é desvinculada.

Sendo duas situações comparáveis, não é aceitável para efeitos do cálculo do lucro tributável, que exista diferença de preços para operações vinculadas e desvinculadas, de acordo com os normativos supra referidos.

A problemática dos preços de transferência é particularmente sensível nos casos em que as empresas pertencem a um grupo multinacional, onde a lógica de maximização dos lucros e qualquer lacuna regulamentar ou fiscal pode originar um planeamento fiscal agressivo, praticando-se atos legais e eticamente reprováveis. No caso português, a regulação fiscal está de acordo com as melhores práticas internacionais e recomendações de instancias internacionais, pelo que se pode concluir que os preços de transferência não influenciam a estrutura de um grupo económico português.

#### **2.7.7 - Regime Especial de Tributação dos Grupos de Sociedades (RETGS)**

O CIRC prevê a possibilidade de, existindo um grupo de sociedades, a sociedade dominante poder solicitar para as sociedades do perímetro, o cálculo do lucro do grupo a tributar em sede de IRC, através da soma algébrica dos lucros tributáveis e prejuízos fiscais apurados por cada uma das sociedades pertencentes ao grupo.

Para se aplicar o RETGS, segundo o artigo 69º do CIRC, a sociedade dominante e as suas dominadas devem cumprir os seguintes requisitos:

- Uma empresa (dominante) detenha, pelo menos, 90% do capital de outra(s), desde que tal participação lhe confira mais de 50% dos direitos de voto;
- As sociedades do grupo sejam residentes em Portugal e estejam sujeitas ao regime geral IRC, à taxa normal mais elevada;
- A sociedade dominante detenha a participação na sociedade dominada há mais de 1 ano;
- A sociedade dominante não seja dominada por outra sociedade residente em território português;
- A sociedade dominante não tenha renunciado à aplicação do regime nos 3 anos anteriores.

Ressalva-se que os prejuízos das sociedades do grupo ocorridos em períodos anteriores ao início deste regime, só podem ser deduzidos ao lucro tributável do grupo até ao limite do lucro tributável da sociedade que os incorreu anteriormente.

Neste regime, o cálculo da tributação aplicável aos lucros distribuídos é idêntico ao regime geral de IRC.

A retenção na fonte não é efetuada quanto a lucros distribuídos ou outros rendimentos.

Quanto ao pagamento por conta, o Código do IRC, através do artigo n. 105º, prevê que para as sociedades de um grupo a que seja aplicável pela primeira vez o regime especial de tributação dos grupos de sociedades, os pagamentos por conta relativos ao primeiro período de tributação sejam efetuados por cada uma dessas sociedades e calculados nos termos do n.1º, sendo o total das importâncias por elas entregue tomado em consideração para efeito do cálculo da diferença a pagar pela sociedade dominante ou a reembolsar-lhe, nos termos do artigo 104º do mesmo código.

Nos termos do artigo 106º do CIRC, n.12, quando seja aplicável o regime especial de tributação dos grupos de sociedades, é devido um pagamento especial por conta por cada uma das sociedades do grupo, incluindo a sociedade dominante, cabendo a esta última as obrigações de determinar o valor global do pagamento especial por conta, deduzindo o montante dos pagamentos por conta respetivos, e procedendo à sua entrega.

A aplicação do regime supra referido, apresenta uma série de vantagens fiscais face ao regime geral, o que pode resultar num efetiva redução da carga fiscal sobre as empresas, o

que pode levar a que seja benéfico a que os grupos se estruturam de acordo com os requisitos necessários para aplicação deste regime.

## **2.7.8 - Sociedades Gestoras de Participações Sociais (SGPS)**

### **2.7.8.1 - Regulação**

O enquadramento jurídico de uma SGPS é definido no Decreto-Lei n.º 495/88 e na vertente fiscal pelo Estatuto dos Benefícios Fiscais (EBF) e CIRC.

As SGPS têm como objeto a gestão de participações sociais noutras sociedades como forma indireta de exercício de atividades económicas.

Uma SGPS pode adquirir ações de qualquer sociedade, nos termos do Decreto-Lei n.º 495/88, incluindo sociedades subordinadas a um direito estrangeiro. No entanto, a participação deve ser superior a 10% do capital da participada ou cumprir um dos seguintes critérios:

- Representar no seu conjunto uma percentagem igual ou superior a 30% do valor total das participações iguais ou superiores a 10% do capital social com direito de voto noutras sociedades.
- O valor de aquisição tem que ser igual ou superior a cinco milhões de euros;
- A aquisição das participações resulta de fusão ou de cisão da sociedade participada;
- A participação ocorre numa sociedade com a qual a SGPS tenha celebrado contrato de subordinação.

As SGPS podem prestar serviços técnicos de administração às sociedades em que possuam uma participação, sendo esta objeto de um contrato, no qual deve ser indicado o valor da dita prestação.

### **2.7.8.2 - Fiscalidade**

De acordo com o Estatuto dos Benefícios Fiscais (EBF), que foi aprovado pelo Decreto-Lei n.º 215/89, de 1 de Julho e que sofreu a última alteração pela Lei n.º 3-B/2010, as mais valias e menos valias realizadas pelas SGPS de partes de capital de que sejam titulares, desde que não sejam detidas por período inferior a um ano não concorrem para formação do lucro tributável destas sociedades, tal como os encargos financeiros suportados para a aquisição de tais participações.

Para efeitos do supra referido, o EBF prevê as seguintes exceções:

- As partes de capital que tiverem sido adquiridas a entidades relacionadas;
- A entidades residentes em paraíso fiscal, e tiverem sido detidas por período inferior a 3 anos;
- As sociedades que tenham resultado de transformação, há menos de 3 anos, de outras sociedades que não usufríssem deste benefício.

Este regime passa a aplicar-se também a sociedades residentes para efeitos fiscais em Portugal mas constituídas segundo o direito de outro Estado Membro da União Europeia cujo objeto seja a gestão de participações sociais de outras entidades, desde que respeitem os requisitos estabelecidos na lei portuguesa para as SGPS.

Além do mais, os juros de suprimentos estão isentos de retenção na fonte desde que a subsidiária seja detida em pelo menos um ano e a participação superior a 10%.

Tal como o regime anterior, o estatuto das SGPS prevê um conjunto de vantagens fiscais e especificidades que podem levar à estruturação do grupo de acordo com os pré-requisitos necessários à constituição de uma SGPS.

### **3. Estudo dos Principais Grupos Económicos Portugueses**

Neste capítulo apresenta-se o estudo empírico que serve de complemento à abordagem teórica anteriormente apresentada. Este foi organizado em duas partes, tendo a primeira a finalidade de expor a metodologia de investigação aplicada, apresentar a amostra e a explicitação das questões às quais se procurará dar resposta. Na segunda parte, procurar-se-á interpretar os resultados obtidos.

#### **3.1 – Metodologia de Investigação**

Definiu-se como amostra sobre a qual o estudo irá incidir um conjunto de 20 empresas cotadas e não cotadas de origem e sede efetiva em Portugal. As questões serão abordadas através do tratamento de dados colhidos na base de dados SABI, produzida pelo Bureau Van Dijk, referente ao ano de 2010, complementados pelos dados de 2009, quando necessário. De forma a refinar a qualidade da informação, complementarmente faz-se uso de elementos e informação contante de Relatórios e Contas.

Para seleção da amostra identificou-se inicialmente um conjunto alargado de empresas que consolidam as suas contas, com proveitos superiores a 350 000 000 euros, para o ano 2010. Desse grupo, excluíram-se as empresas dependentes de capital estrangeiro e o sector financeiro, devido às suas especificidades, seguindo a metodologia de La Porta et al. (1999). Considera-se como empresas estrangeiras as que são detidas em mais de 50% por uma única entidade estrangeira. De seguida e de forma aleatória, seleciona-se 20 grupos que se considera serem representativos do espectro dos grupos económicos em Portugal.

Quadro 3.1 – Amostra dos Grupos Económicos Examinados

N.	Grupos
1	BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.
2	CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL SGPS, S.A.
3	CORTICEIRA AMORIM SGPS, S.A.
4	EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A.
5	EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.
6	ENTREPOSTO - GESTAO E PARTICIPAÇÕES SGPS, S.A.
7	GALP ENERGIA SGPS, S.A.
8	GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A.
9	GRUPO VISABEIRA SGPS, S.A.
10	JERONIMO MARTINS SGPS, S.A.
11	JOSÉ DE MELLO - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.
12	LENA SGPS, S.A.
13	PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.
14	SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.
15	SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO SGPS, S.A.
16	SIEL SGPS, S.A.
17	ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA SGPS, S.A
18	Grupo SONAE
19	MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES SGPS, S.A.
20	TEIXEIRA DUARTE, S.A.

O grupo Sonae faz-se representar no estudo pelas empresas Sonae Capital SGPS, S.A., Sonae Industria SGPS, S.A. e Sonae SGPS, S.A., devido à identificação destas três empresas como empresas mãe de um conjunto de outras empresas do universo Sonae. Consequentemente, salvo informação em contrário, as interpretações feitas referentes ao Grupo Sonae são resultado da soma das partes das três SGPS presentes no estudo.

É importante também referir que para a identificação dos acionistas, seguiu-se o pressuposto de que os acionistas oriundos da mesma família<sup>4</sup> representam o mesmo acionista para efeitos do cálculo de participações maioritárias ou qualificadas.

<sup>4</sup> Família consiste num grupo de pessoas do mesmo sangue ou parentes por aliança, Dicionário de Língua Portuguesa (2011).

Com base nos objetivos definidos anteriormente para este trabalho existem um conjunto de questões para as quais se consideram importante obter respostas, constituindo estas o guia para a elaboração da vertente empírica deste trabalho. Nomeadamente:

**1. Detêm os Grupos Económicos Portugueses uma estrutura Acionista Concentrada ou Dispersa?**

Para responder a esta questão definiram-se dois conceitos, o de acionista maioritário que ocorre quando este possui uma percentagem maior ou igual a 50% do capital e a de participação qualificada, que se baseia na percentagem mínima a partir da qual a entidade adquirente é obrigada a informar a CMVM dessa operação, artigo 16º número 1 do CVM, que consiste na posse de percentagem igual ou superior a 10% do capital. De seguida, identificou-se para cada grupo a eventual existência deste tipo de acionistas. É de referir que os acionistas maioritários são considerados simultaneamente também acionistas qualificados no desenvolvimento desta questão.

**2. Quem são os Acionistas Maioritários dos Grupos Económicos?**

Identifica-se o acionista maioritário, caso exista, e procura-se definir a sua natureza. Para definição da natureza seguem-se os parâmetros definidos por La Porta et. al. (1999), podendo ser famílias, estados soberanos, empresas de capital disperso ou instituições financeiras.

**3. Qual é a Nacionalidade dos Acionistas dos Grupos Económicos?**

Com a finalidade de responder a esta questão, identificou-se a nacionalidade de cada acionista de referência e de cada acionista com participação qualificada.

**4. Como exercem os Acionistas o Controlo?**

Com base nas formas de controlo enumeradas por Bebchuk (1999), já explanadas no capítulo anterior, verifica-se o tipo de estrutura de controlo utilizada pelos acionistas em cada um dos grupos da amostra.

**5. Qual é a natureza jurídica das empresas mãe dos Grupos Económicos em Portugal?**

Com base na informação recolhida, agrupamos as empresas mãe, cabeças de grupo, em função da sua natureza jurídica.

## **6. Como se estrutura a Pirâmide tipo dos Grupos Económicos Portugueses?**

No capítulo anterior, apresentámos várias fórmulas de cálculo que poderiam ter sido utilizadas para definição da estrutura. No entanto, tais fórmulas foram desenvolvidas para pirâmides bastante mais complexadas do que as existentes em Portugal, pelo que se optou pelo uso de simples medidas estatísticas, como a média e também pela verificação dos casos extremos.

## **7. Serve a Estrutura em Pirâmide para diferenciar os *Cash flows* do Controlo?**

Para estudar este tópico, agregamos um conjunto de dados e aplicamos-lhes simples medidas de estatística descritiva.

## **8. As participações cruzadas são praticadas pelos Grupos Económicos Portugueses?**

Verifica-se a eventual existência de participações cruzadas entre empresas do mesmo grupo.

## **9. Os Grupos Económicos Portugueses estão Local ou Globalmente implementados?**

Analisa-se o número de empresas participadas com sede dentro e fora de Portugal, de forma a verificar a predominância nacional ou internacional de cada grupo.

## **10. Serão os Mercados de Financiamento Interno utilizados nos Grupos Económicos Portugueses?**

Através do recurso às contas individuais de cada empresa mãe, excluídas aquelas em que não foi possível obter os dados, identificam-se os empréstimos concedidos a empresas do grupo e o seu peso face ao ativo total da empresa mãe, de forma a verificar a eventual utilização do mercado interno de financiamento.

No caso da Efacec – Sistemas de Gestão, S.A. e Mota Gestão e Participações SGPS, S.A., recorreu-se às contas das empresas imediatamente abaixo da empresa mãe, na estrutura do grupo, por indisponibilidade das primeiras.

## 3.2 – Análise e Interpretação dos Resultados

### 3.2.1 – Detêm os Grupos Económicos Portugueses uma estrutura Acionista Concentrada ou Dispersa?

No capítulo anterior afirma-se que a estrutura acionista dos grupos económicos depende da origem das leis aplicadas em cada país, nomeadamente que nos países de origem do direito comum Britânico a estrutura acionista é menos concentrada do que nos países de origem de Lei Civil Francesa. Portugal é visto como um país onde a influência predominante é a Lei Civil Francesa.

Quadro 3.2 – Estrutura Acionista dos grupos Económicos Portugueses

Grupo	Número de A.M. - C.D <sup>5</sup>	Número de A.M. - C.I <sup>6</sup>	Número de P. Q - C.D <sup>7</sup>	Número de P.Q - C.I <sup>8</sup>
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	0	0	4	1
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL SGPS, S.A.	0	0	3	4
CORTICEIRA AMORIM SGPS, S.A.	1	1	1	1
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A.	0	0	2	0
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	2	0	2	0
ENTREPOSTO - GESTAO E PARTICIPAÇÕES SGPS, S.A.	0	0	1	0
GALP ENERGIA SGPS, S.A.	0	0	2	0
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	1	1	3	1
GRUPO VISABEIRA SGPS, S.A.	1	0	2	1
JERONIMO MARTINS SGPS, S.A.	1	0	2	1
JOSÉ DE MELLO - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	1	0	0	0
LENA SGPS, S.A.	1	0	1	0
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	0	0	0	4
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS S.G.P.S, S.A.	1	1	2	1
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO SGPS, S.A.	0	0	3	1
SIEL SGPS, S.A.	1	0	2	0
ZON MULTIMÉDIA SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	0	0	1	1
SONAE - SGPS, S.A.	0	1	1	1
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	0	1	1	1
SONAE INDUSTRIA, SGPS, S.A.	1	0	3	0
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	1	0	1	0
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	1	0	1	1
<b>Total Geral</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>40</b>	<b>19</b>

<sup>5</sup> Número de acionistas maioritários via controlo direto;

<sup>6</sup> Número de acionistas maioritários via controlo indireto;

<sup>7</sup> Número de acionistas com participação qualificada via controlo direto;

<sup>8</sup> Número de acionistas com participação qualificada via controlo indireto.

O quadro supra identifica o número de participações maioritárias detidas direta e indiretamente, na primeira e segunda coluna, e o número de participações qualificadas, na terceira e quarta coluna, detidas direta e indiretamente. Lembra-se que se considera participação maioritária quando a empresa possui cinquenta por cento ou mais das ações da participada e participação qualificada quando a participação se apresenta igual ou superior a dez por cento.

Excluindo o grupo Sonae desta primeira abordagem, verifica-se que nos 19 grupos da nossa amostra, 6 possuem um acionista maioritário com controlo direto, nomeadamente os grupos Visabeira SGPS, S.A, Jerónimo Martins SGPS, S.A., José de Mello SGPS,S.A, Lena SGPS, S.A., Siel SGPS, S.A. e Teixeira Duarte, S.A.. Por outro lado, existem 3 grupos com um acionista maioritário de controlo/participação indireta, designadamente a Corticeira Amorim SGPS, S.A., Soares da Costa SGPS, S.A., e Sag.Gest – Soluções Automóvel Globais SGPS, S.A.. A acrescer aos 9 anteriores, destaca-se também a Efacec – Sistemas de Gestão, S.A. que possui dois acionistas de referência com representação direta.

Quanto ao valor das participações maioritárias indiretas, é de salientar que no caso do Grupo Soares da Costa SGPS, S.A. a participação maioritária evolui de 65%, percentagem detida diretamente por uma empresa subsidiária do acionista, para 70,98%, que se trata do valor da participação detida indiretamente pelo acionista maioritário. Tal situação constitui um reforço da participação indireta face à direta de 5,98%. Nos restantes grupos que detêm um acionista maioritário através de uma participação maioritária indireta este tipo de reforço de participação não ocorre.

Quanto ao grupo Sonae, verifica-se a existência de um acionista de referência, efetuando-se tal controlo de forma indireta nos casos da Sonae – SGPS S.A. e Sonae Capital, SGPS S.A. e de forma direta no caso da Sonae Industria SGPS, S.A.

É importante referenciar que no caso da Portugal Telecom SGPS,S.A. e EDP - Energias de Portugal, S.A. que nos anos de 2009 e 2010, anos a que se reportam os dados da amostra, o Estado Português possuía direitos especiais nestas empresas através de um conjunto de ações preferenciais, o que na prática faz com que nestes grupos também exista um acionista que controla as decisões destes grupos, embora não se apresente um acionista maioritário.

No campo das participações qualificadas consta-se que apenas seis grupos, dos quais todos possuem um acionista maioritário, é que não possuem acionistas com participações qualificadas.

O quadro 3.3 apresenta os somatórios dos valores das participações qualificadas de cada grupo, sem acionista maioritário, tanto diretas como indiretas.

Quadro 3.3 – Concentração de Participações Qualificadas

<b>Grupo</b>	<b>Som. Part. Q.<sup>9</sup> (%)</b>
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	67,01
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	73,24
ENTREPOSTO - GESTAO E PARTICIPAÇÕES (SGPS), S.A.	35,00
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	66,68
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	56,55
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	21,77
<b>Média</b>	<b>53,38</b>

Como podemos verificar, nos grupos onde não existe um acionista maioritário, em média, 53,38% dos capitais dos grupos são detidos por acionistas com participações qualificadas. Como casos extremos, verifica-se que a Cimpor – Cimentos de Portugal SGPS, S.A. possui um somatório de participações qualificadas no valor de 73,24%, o que representa o valor máximo da amostra. Por outro lado, verifica-se que o grupo EntrePosto – Gestão e Participações SGPS, S.A. possui apenas 35% do seu capital concentrado em participações qualificadas, apresentando-se como o mínimo vigente na amostra.

Confrontando a informação do quadro 3.1, 3.2 e 3.3 pode-se afirmar que a estrutura acionista em Portugal é caracterizada por uma forte concentração dos capitais dos grupos, quer seja através de acionistas com participações maioritárias ou qualificadas, o que vai ao encontro da abordagem teórica apresentada anteriormente.

### **3.2.2 – Quem são os Acionistas Maioritários dos Grupos Económicos?**

Constatada a existência de acionistas maioritários, é necessário aferir acerca da sua condição. Segundo La Porta et. al. (1999), os grupos são dominados por famílias ou por estados. Neste sentido, torna-se imprescindível verificar de quem se tratam os acionistas maioritários dos Grupos em Portugal.

<sup>9</sup> Somatório das participações qualificadas por Grupo

Quadro 3.4 – Acionistas Maioritários dos Grupos Económicos em Portugal, para o ano de 2010.

Grupos	A.M - C.D <sup>10</sup>	A.M. - C.T. <sup>11</sup>	Nome Acionista
CORTICEIRA AMORIM SGPS, S.A.	76,55	76,55	Américo Amorim
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	50,00	50,00	Família Guimarães de Melo
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	50,00	50,00	Manuel Gonçalves
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A.	65,00	70,98	Manuel Fino
GRUPO VISABEIRA SGPS, S.A.	77,85	77,85	Campos Nunes
JERONIMO MARTINS SGPS, S.A.	56,19	56,19	Família Soares dos Santos
LENA SGPS, S.A.	58,31	58,31	Barroca Rodrigues
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS S.G.P.S, S.A.	78,70	78,70	Pereira Coutinho
SIEL SGPS, S.A.	100,00	100,00	Família Macedo Silva
SONAE CAPITAL SGPS, S.A.	50,33	50,33	Belmiro Azevedo
SONAE INDUSTRIA SGPS, S.A.	51,44	51,44	Belmiro Azevedo
SONAE - SGPS, S.A.	53,07	53,07	Belmiro Azevedo
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	52,99	52,99	Família Teixeira Duarte
JOSÉ DE MELLO SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	98,58	98,58	Família Guimarães de Melo
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A.	"golden share"		Estado Português
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	"golden share"		Estado Português
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	100,00	100,00	Família Mota

O quadro supra identifica o acionista com participação maioritária em cada grupo onde anteriormente se identificou a existência de um acionista nestas condições. Como se constata facilmente, o acionista maioritário dos grupos em Portugal é na maioria dos casos, 13 em 15, considerando o universo Sonae apenas como um grupo, uma família. No entanto, dois pesos pesados da economia nacional, inicialmente constituídos sob monopólios puros, continuavam à época a que estes dados se referem a ser controlados pelo Estado. Estes resultados estão em linha com as conclusões do estudo de La Porta et. al. (1999), referido anteriormente.

É de destacar também que este controlo é efetuado na quase totalidade dos casos de forma direta pelas famílias. Apenas no caso do Grupo Soares da Costa SGPS, S.A. é que a percentagem de controlo direta é diferente da indireta. O que demonstra que em Portugal os acionistas não recorrem a esquemas de participação cruzada para dificultarem a sua

<sup>10</sup>Percentagem de participação do acionista maioritário exercendo o controlo diretamente.

<sup>11</sup>Percentagem de participação do acionista maioritário direta e indiretamente.

identificação, como acontece em outros países, segundo o que foi exposto no capítulo anterior.

### 3.2.3 – Qual é a Nacionalidade dos Acionistas dos Grupos Económicos?

Como podemos verificar no quadro 3.3, 14 dos 20 grupos mantêm o centro decisão em mãos Portuguesas, quer seja através do controlo por uma família ou pelo controlo do Estado, visto que todas as famílias anteriormente descritas são de origem Portuguesa.

Quadro 3.5 – Nacionalidade de cada acionista que possui uma participação qualificada

Grupo	Número Participadas	Nacionalidade	
		Portuguesa	Outra
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	4	3	1
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL SGPS, S.A.	4	2	2
ENTREPOSTO - GESTAO E PARTICIPAÇÕES SGPS, S.A.	1	1	
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	2	1	1
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO SGPS, S.A.	4	4	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA SGPS, S.A.	2	1	1
<b>Total</b>	<b>16</b>	<b>11</b>	<b>5</b>

O quadro supra apresenta a nacionalidade dos proprietários de participações qualificadas. Isto é, se o acionista é português ou se tem outra nacionalidade. Na generalidade, a maioria das participações, 11 em 16, são de origem portuguesa.

Consultando o anexo A, verifica-se que no caso da Brisa – Auto Estradas de Portugal S.A., as 3 participações de origem Portuguesa constituem um bloco de 51,76%, face aos 15,25% de uma participação espanhola. O grupo Entreposto – Gestão e Participações SGPS, S.A., tem apenas uma participação qualificada, de origem Portuguesa, no valor de 35%. Quanto à Semapa – Sociedade de Investimento e Gestão SGPS, S.A. verifica-se uma totalidade de participações qualificadas de origem portuguesa, no valor de 56,55%. Neste sentido, verifica-se que no caso destes 4 grupos o controlo mantém-se em território nacional.

No caso da Cimpor – Cimentos de Portugal SGPS,S.A., de um total de 73% de um bloco de participações qualificadas, 53,2% tem como proprietários empresários de origem Brasileira, o que leva a que este grupo de origem Portuguesa e de expressão mundial, já não se encontre em mãos portuguesas.

No caso da Galp Energia SGPS, S.A, à data de recolha dos dados, verifica-se que tem dois acionistas de referência com igual percentagem de controlo, 33,34%, um de origem Portuguesa e outro de origem Italiana. No entanto, a estrutura acionista na Galp Energia SGPS, S.A. encontra-se blindado por um acordo parassocial entre o Estado Português e estes dois acionistas, que leva a que o estado possa nomear grande parte da administração e deter direito de veto em grande parte das decisões através de ações preferenciais, pelo que se considera este grupo como estando sob domínio português.

O grupo Zon Multimédia – Serviços de Telecomunicações e Multimédia SGPS, S.A. possui dois acionistas qualificados, um de origem Portuguesa e outro de origem Angolana, pelo que não se pode concluir da manutenção do seu controlo em mãos nacionais. No entanto, passando a considerar uma participação qualificada como uma participação superior a 5%, verifica-se que às duas anteriormente indicadas, acrescem 4 participações que constituem um bloco de 25,75%, sendo que destes 20,29% se trata de capital pertencente a acionistas Portugueses, o que permite considerar este grupo como um grupo dominado por acionistas de origem Portuguesa.

### **3.2.4 – Como exercem os Acionistas o Controlo?**

No capítulo anterior afirmou-se que existem três formas de os grupos se estruturarem, segundo Bebchuk (1999), a pirâmides, ações preferenciais e participações cruzadas.

Anteriormente citou-se La Porta et. al. (1999) que concluiu no seu estudo sobre 27 economias desenvolvidas, que o controlo por pirâmide é o mecanismo, dos três indicados anteriormente, maioritariamente utilizado pelas famílias.

Como podemos verificar no quadro infra, 18 dos 20 grupos presentes na nossa amostra, estruturam-se em pirâmide, o que vai de encontro ao observado anteriormente por La Porta et. al. (1999). É de registar também a existência de ações preferenciais, como forma de controlo de dois grandes grupos Portugueses, detidas pelo Estado Português.

### Quadro 3.6 – Como são os Grupos Controlados

<b>Grupos</b>	<b>Estrutura de Controlo</b>
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL S.A.	Estrutura em Pirâmide
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL SGPS, S.A.	Estrutura em Pirâmide
CORTICEIRA AMORIM SGPS, S.A.	Estrutura em Pirâmide
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A.	Ações preferenciais
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	Estrutura em Pirâmide
ENTREPOSTO - GESTAO E PARTICIPAÇÕES SGPS, S.A.	Estrutura em Pirâmide
GALP ENERGIA SGPS, S.A.	Estrutura em Pirâmide
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A.	Estrutura em Pirâmide
GRUPO VISABEIRA SGPS, S.A.	Estrutura em Pirâmide
JERONIMO MARTINS SGPS, S.A.	Estrutura em Pirâmide
JOSÉ DE MELLO - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	Estrutura em Pirâmide
LENA SGPS, S.A.	Estrutura em Pirâmide
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	Ações preferenciais
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS S.G.P.S, S.A.	Estrutura em Pirâmide
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	Estrutura em Pirâmide
SIEL SGPS, S.A.	Estrutura em Pirâmide
Grupo SONAE	Estrutura em Pirâmide
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	Estrutura em Pirâmide
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	Estrutura em Pirâmide
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	Estrutura em Pirâmide
<b>Total Estrutura em Pirâmide</b>	<b>18</b>

### 3.2.5 – Qual é a natureza jurídica das empresas mãe dos Grupos Económicos em Portugal?

No subcapítulo aspetos legais e fiscais que podem influenciar a organização dos Grupos em Portugal, verifica-se a existência de alguns regimes legais, nomeadamente o regime das SGPS que possuem um conjunto de vantagens face aos outros regimes existentes, o que pode influenciar a forma jurídica da cabeça do grupo.

Dos 20 grupos que constituem a nossa amostra, verifica-se que 14 são encabeçados por Sociedades Gestoras de Participações Sociais enquanto apenas 6, se organizam unicamente a partir de Sociedade Anónimas, como podemos verificar no quadro infra. Neste sentido, verifica-se que a maioria dos grupos é constituída com uma Sociedade Gestora de Participações Sociais na primeira linha de controlo.

Quadro 3.7 – Grupos em função da sua Natureza Jurídica

Grupos	Forma Jurídica	SGPS,S.A	S.A.
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	S.A.	0	1
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL SGPS, S.A.	SGPS,S.A.	1	0
CORTICEIRA AMORIM SGPS, S.A.	SGPS,S.A.	1	0
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A.	S.A.	0	1
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	S.A.	0	1
ENTREPOSTO - GESTAO E PARTICIPAÇÕES SGPS, S.A.	SGPS,S.A.	1	0
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	SGPS,S.A.	1	0
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A.	SGPS,S.A.	1	0
GRUPO VISABEIRA SGPS, S.A.	SGPS,S.A.	1	0
JERONIMO MARTINS SGPS, S.A.	SGPS,S.A.	1	0
JOSÉ DE MELLO - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	S.A.	0	1
LENA SGPS, S.A.	SGPS,S.A.	1	0
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	SGPS,S.A.	1	0
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMÓVEL GLOBAIS S.G.P.S, S.A.	SGPS,S.A.	1	0
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO SGPS S.A	SGPS,S.A.	1	0
SIEL SGPS, S.A.	S.A.	0	1
SONAE - SGPS, S.A.	SGPS,S.A.	1	0
ZON MULTIMÉDIA SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA SGPS, S.A	SGPS,S.A.	1	0
SONAE CAPITAL SGPS, S.A.	SGPS,S.A.	1	0
SONAE INDUSTRIA SGPS, S.A.	SGPS,S.A.	1	0
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	S.A.	0	1
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	SGPS,S.A.	1	0
<b>Total Grupos</b>	<b>20</b>	<b>14</b>	<b>6</b>

### 3.2.6 – Como se estrutura a Pirâmide tipo dos Grupos Económicos Portugueses?

A estrutura piramidal dos grupos Portugueses mantém-se por identificar. Neste sentido, construiu-se a estrutura de cada grupo, decompondo cada participação detida por empresas do grupo, desde a casa mãe até à última participada. Devido à simplicidade da estrutura representada para cada um dos grupos presentes na amostra, consegue-se verificar facilmente a profundidade das pirâmides, medida através da distância que as várias e determinadas empresas do grupo têm da casa mãe, e do número de participadas existentes em cada nível de distanciamento face à empresa mãe, daqui em diante definido como patamar.

Quadro 3.8 – Participadas que cada Grupo possui em cada Patamar

Grupos/Patamar	1	2	3	4	5	6	7	Total
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	1	29	10	3				43
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL SGPS, S.A.	1	65	14	4				84
CORTICEIRA AMORIM SGPS, S.A.	1	11	43	18				73
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A.	1	33	43	107	35	14	3	236
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	1	1	48	10	9	3		72
ENTREPOSTO - GESTAO E PARTICIPAÇÕES SGPS, S.A.	1	12	7	11				31
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	1	16	60	28	12	12		129
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A.	1	11	24	36				72
GRUPO VISABEIRA SGPS, S.A.	1	32	42	1				76
JERONIMO MARTINS SGPS, S.A.	1	25	9	5	7			47
JOSÉ DE MELLO – SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	1	9	22	39	13			84
LENA SGPS, S.A.	1	38	28	10	4			81
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	1	32	14	23	8	3		81
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS S.G.P.S, S.A.	1	22	4					27
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO SGPS, S.A.	1	12	1	15	35	13	1	78
SIEL SGPS, S.A.	1	3	7	12	2			25
GRUPO SONAE ZON MULTIMÉDIA – SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A.	3	78	143	51	13			288
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	1	6	51	154	90	14		316
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	1	1	50	18	23	17		110
<b>Total</b>		<b>456</b>	<b>634</b>	<b>551</b>	<b>251</b>	<b>76</b>	<b>4</b>	<b>1972</b>

O quadro acima apresenta o número de participadas que cada grupo económico possui em cada patamar, isto é, o nível de distanciamento que vai da empresa mãe às empresas participadas.

Como podemos verificar, os grupos portugueses com maior distanciamento ou profundidade face à casa mãe são a EDP – Energias de Portugal, S.A. e a Semapa – Sociedade de Investimento e Gestão SGPS, S.A., que atingem um distanciamento de sete patamares. Na perspetiva inversa, encontra-se a Sag.Gest – Soluções Automóvel Globais, SGPS, S.A. em que as últimas participadas se encontram apenas a 3 patamares de distância da empresa mãe.

Quanto ao número de participações por patamar verifica-se que cada patamar possui um número elevado de participações, como se pode constatar através da coluna do Total de Participadas por Patamar, à exceção do sétimo e último patamar. Verifica-se também que os grupos que possuem um maior número de participações são o Grupo Mota Gestão e Participações SGPS, S.A, o Grupo Sonae e a EDP – Energias de Portugal.

Com base nos dados anteriormente referidos, construiu-se uma síntese global da amostra que permite ter uma ideia geral sobre a forma como se estruturam em média os grupos económicos de Origem Portuguesa.

Quadro 3.9 – Número de Participadas referentes à Totalidade dos Grupos por Patamar

	<b>Média</b>	<b>Máximo</b>	<b>Mínimo</b>
Número de Participações Médio no patamar 2	23	78	1
Número de Participações Médio no patamar 3	32	143	1
Número de Participações Médio no patamar 4	29	154	1
Número de Participações Médio no patamar 5	21	90	2
Número de Patamares	5	7	3

O quadro supra consiste no cálculo de médias simples sobre os valores apresentados no quadro anteriormente apresentado. Neste sentido, verifica-se que em média os grupos Portugueses possuem 5 patamares ou níveis de distanciamento entre a empresa mãe e as ultimas participadas.

Quanto ao nível de participações por patamar, verifica-se que o segundo e o último patamar detêm o número menor de participações, tendo o segundo patamar 23 participadas e o quinto, um total de 21 participadas. Na vertente contrária, verifica-se que o patamar número 3 possui 32 participadas, 11 a mais que o patamar de menor expressão em termos de participações, e que o patamar número 4 tem apenas menos 2 participações que o numero 3.

### 3.2.7 – Serve a Estrutura em Pirâmide para diferenciar os *Cash flows* do Controlo?

Tal como podemos verificar no capítulo anterior, a separação entre os direitos a fluxos financeiros e direitos de voto foi a explicação inicialmente apresentada para a prevalência das pirâmides na estruturação dos grupos económicos. No entanto, posteriormente verificou-se que em alguns países, as pirâmides prevaleciam, mas a separação entre *cash flow* e os direitos de voto não existia ou se existia era numa dimensão ínfima.

Neste sentido, pretende-se verificar se a prevalência da estrutura em pirâmide como forma dos grupos se organizarem, tem como finalidade a separação dos *cash flows* do controlo nos grupos presentes na amostra.

O quadro infra apresenta as participações detidas em cada patamar do grupo, detidas a 100 por cento, entre 100 e 50 por cento e as de valor inferior a 50 por cento.

Quadro 3.10 – Percentagens e valores absolutos de Controlo por Participação em cada Patamar

Patamar versus % de Controlo	Participações Detidas a 100%	Participações Detidas entre 50 e 100%	Participações Detidas de valor inferior a 50%	Total
Patamar 2	189	126	141	456
Patamar 3	279	167	188	634
Patamar 4	229	131	191	551
Patamar 5	116	76	59	251
Total	813	500	579	

	% De Participações Detidas a 100%	% De Participações Detidas entre 50 e 100%	% De Participações de valor inferior a 50	Total
Patamar 2	41%	28%	31%	100%
Patamar 3	60%	27%	30%	100%
Patamar 4	51%	24%	34%	100%
Patamar 5	29%	32%	23%	100%

Para existir a separação entre *cash flows* e o controlo efetivo do grupo em determinada empresa, a participação ao longo dos patamares deveria representar uma percentagem em cada patamar que num quadro de apuramento global, permitisse à empresa usufruir da maioria dos direitos de voto, mas que em termos de direitos sobre os *cash flows* se apresentasse muito inferior face à anterior. Neste sentido, com base no quadro supra

consegue-se aferir que as participações diretas da empresa mãe do grupo e as subsequentes das suas participadas de participação inferior a 50%, representam 34% no patamar número 4 e percentagens inferiores nos outros patamares. Neste sentido, constata-se que participações maiores ou iguais que 50% representam 66% do universo das participações identificadas.

É de salientar também que as participações a 100% são em todos os patamares superiores a qualquer um dos outros tipos de participação. Tal situação permite aferir que as pirâmides em Portugal não têm no geral como finalidade separar o controlo dos cash flows, visto que na maioria dos casos a empresa que participa possui mais de 50% do controlo da participada diretamente e conseqüentemente mais que 50% do direito aos fluxos financeiros.

Neste sentido, o caso Português vai de encontro ao caso Alemão, em que as pirâmides também não servem para separar o controlo dos *cash flows* e é mais uma evidência empírica a somar às anteriores de tal realidade, nomeadamente as referidas em Brealey et. al. (2007) e Bianchi et. al. (2001).

### **3.2.8 – As Participações Cruzadas são praticadas pelos Grupos Económicos Portugueses?**

Com base na amostra selecionada, verifica-se a não existência de participações cruzadas em Portugal. Através da consulta da estrutura de cada grupo económico, anexo X, verifica-se que são vários os casos em que empresas do mesmo grupo detêm participações nas mesmas empresas. Porém, tais participações não se intersejam em nenhuma das situações observadas. Os casos verificados são pontuais e ocorrem nos seguintes grupos, Galp Energia SGPS, S.A., Grupo Sonae, Teixeira Duarte, S.A., Mota Gestão e Participações – SGPS, S.A., Semapa – Sociedade de Investimento e Gestão SGPS,S.A., Grupo Soares da Costa SGPS, S.A., José de Mello – Sociedade Gestora de Participações Sociais S.A., Grupo Visabeira SGPS,S.A., e Lena SGPS,S.A.

### **3.2.9 – Os Grupos Económicos Portugueses estão Local ou Globalmente implementados?**

No capítulo primeiro faz-se alusão à evolução dos grupos económicos no tempo e espaço. Logo, é importante verificar o nível de atuação em termos geográficos, se local ou global, medido através do número de participações existentes por grupo, fora de Portugal.

Quadro 3.11 – Presença dos Grupos no Mercado Mundial

Países onde os Grupos Económicos marcam presença via Participações					
Africa do Sul	5	Emirados Árabes Unidos	1	Malásia	1
Alemanha	45	Eslováquia	3	Marrocos	10
Angola	70	Espanha	293	México	5
Argélia	26	Estados Unidos	171	Moçambique	54
Argentina	2	França	49	Namíbia	3
Austrália	3	Gabão	1	Panamá	1
Bélgica	5	Gambia	1	Peru	3
Brasil	104	Grécia	8	Polónia	29
Brasil	15	Guiné Bissau	13	Portugal	1393
Bulgária	2	Guiné Equatorial	1	República Checa	2
Cabo Verde	10	Holanda	80	Roménia	13
Canada	3	Hong Kong	4	Rússia	4
Chile	5	Hungria	19	São Tomé	3
China	12	India	5	Singapura	2
Chipre	1	Inglaterra	22	Suazilândia	1
Colômbia	2	Irlanda	9	Suécia	1
Congo	1	Itália	19	Suíça	3
Costa Rica	1	Japão	2	Tunísia	12
Dinamarca	2	Luxemburgo	19	Turquia	3
Egipto	7	Macau	20	Ucrânia	1
Israel	2	Madagáscar	1	Venezuela	5
Áustria	8				
<b>Total de Participações</b>		<b>2621</b>		<b>Número de Países 64</b>	

No quadro supra podemos verificar o número de participações que o conjunto dos grupos Portugueses possui em cada país. Podemos aferir que os grupos Portugueses hoje em dia já se encontram presentes a nível global, marcando presença em 64 países, com preponderância nos países de língua oficial Portuguesa, nomeadamente no Brasil e Angola, economias em grande crescimento, e nos países da União Europeia. Por outro lado, é de realçar que mais de metade das participações representam empresas em território nacional, o que denota uma forte presença no mercado interno.

Quanto a participações fora dos quadrantes dos países de língua oficial portuguesa e da União Europeia, verifica-se uma geografia totalmente dispersa, que leva a que qualquer

parte do mundo, por mais distante que pareça, possa já efetivamente possuir uma empresa subsidiária de um grupo económico Português.

Analisada a dispersão dos grupos económicos Portugueses através da sua ampla rede de empresas participadas pelo mundo, é de especial interesse verificar que grupos em específico se encontram implementados fora de Portugal.

No quadro infra verifica-se o número de participadas por grupo no mercado Português e simultaneamente no mercado internacional.

Quadro 3.12 – Empresas participadas de cada grupo em Portugal e no Estrangeiro

<b>Grupos</b>	<b>Empresas Internacionais</b>	<b>Empresas Portuguesas</b>	<b>Total</b>
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	18	33	51
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL SGPS, S.A.	96	39	135
CORTICEIRA AMORIM SGPS, S.A.	92	25	117
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A.	358	70	428
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	32	45	77
ENTREPOSTO - GESTAO E PARTICIPAÇÕES SGPS, S.A.	6	30	36
GALP ENERGIA SGPS, S.A.	50	83	133
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A.	36	81	117
Grupo SONAE	211	244	455
GRUPO VISABEIRA SGPS, S.A.	22	49	71
JERONIMO MARTINS SGPS, S.A.	12	38	50
JOSÉ DE MELLO			
SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	16	65	81
LENA SGPS, S.A.	2	82	84
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	103	235	338
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	39	47	86
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS S.G.P.S, S.A.	8	21	29
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO SGPS, S.A.	21	63	84
SIEL SGPS, S.A.	9	20	29
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	88	105	193
ZON MULTIMÉDIA			
SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA SGPS, S.A.	9	18	27
<b>Total Geral</b>	<b>1228</b>	<b>1393</b>	<b>2621</b>

Como se pode verificar, a quase generalidade dos grupos detêm mais participadas em Portugal do que a soma de todas as outras geografias em conjunto, existindo apenas como exceções a EDP- Energias de Portugal, S.A., Cimpor – Cimentos de Portugal, S.A. e

Corticeira Amorim SGPS, S.A, que possuem mais participadas no estrangeiro do que congéneres em Portugal.

Em termos gerais, verifica-se que todos os grupos detêm participadas no estrangeiro, o que representa o esforço que os grupos Portugueses têm efetuado para diversificar mercados e reduzir a sua dependência do mercado nacional.

### 3.2.10 – Serão os Mercados de Financiamento Interno utilizados nos Grupos Económicos Portugueses?

A existência de um mercado interno de financiamento que permita aos grupos a partilha de riscos e o financiamento da atividade das empresas participadas, sem recurso a crédito externo é um dos motivos apresentados anteriormente para a prevalência das pirâmides na atualidade, em paralelo com a separação dos direitos aos resultados face ao controlo.

Neste sentido, o quadro infra apresenta, em percentagem, o peso dos empréstimos às empresas do grupo face ao ativo total de cada empresa mãe

Quadro 3.13 – Recurso aos Mercados de Financiamento Interno em cada Grupo Económico

Grupos	Empréstimos entre Grupo	Ativo <sup>12</sup>	Peso dos empréstimos no Ativo (%)
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	22.236	1.428.703	1,56%
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL SGPS, S.A.	92.989	1.368.844	6,79%
CORTICEIRA AMORIM SGPS, S.A.	237.150	422.732	56,10%
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A.	1.442.620	18.167.608	7,94%
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	116.779.309	362.522.902	32,21%
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	3.021.746	4.291.716	70,41%
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A.	134.984.138	489.066.905	27,60%
JERONIMO MARTINS SGPS, S.A.	413.581	1.006.045	41,11%
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	928.190.728	12.755.532.313	7,28%
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	529.155.814	847.035.240	62,47%
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO SGPS, S.A.	189.684	1.597.170.256	0,01%
ZON MULTIMÉDIA			
SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA SGPS, S.A.	973.581.518	1.565.006.795	62,21%
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	267.008.735	785.906.084	33,97%
<b>Valores Médios</b>			<b>16,04%</b>

<sup>12</sup> Valor total do Ativo para o ano de 2010

Como se pode verificar, em termos médios a existência de empréstimos entre empresas do grupo não é de forte relevância, tendo uma expressão no valor do ativo, na ordem de 16,04 por cento.

No entanto, temos várias empresas mãe com um peso elevado dos empréstimos intra grupo nas suas contas, o que demonstra a relevância deste tipo de financiamento para as suas participadas, nomeadamente a Corticeira Amorim SGPS, S.A. com 56.10%, Galp Energia SGPS, S.A. com 70.41%, Jerónimo Martins SGPS, S.A. com 41.11%, Sag.Gest – Soluções Automóvel Global SGPS S.A., 62.47% e a Zon Multimédia – Serviços de Telecomunicações e multimédia SGPS, S.A. peso dos empréstimos no ativo no valor de 62,21%. No campo oposto, encontra-se a Brisa - Auto Estradas de Portugal, S.A., 1.56%, Cimpor – Cimentos de Portugal SGPS, S.A., 6.79% e a Semapa – Sociedade de Investimento e Gestão SGPS, S.A. onde os empréstimos entre grupo são ínfimos, com valores na ordem dos 0.01%.

Isto quer dizer que alguns grupos colocam fundos nas suas participadas, ou porque estas últimas não o conseguiriam obter ou porque seriam mais caros. Esta é uma das vantagens dos grupos económicos, evitando restrições de financiamento e eventualmente beneficiando da imagem da empresa mãe e do grupo junto de entidades financeiros.

## **4 – Conclusão**

### **4.1 – Principais Conclusões do Estudo**

Os grupos económicos apresentam-se como uma das temáticas da área das finanças cujo estudo não é muito profundo em Portugal. Neste sentido, o principal objetivo deste trabalho é contribuir para o conhecimento da realidade dos grupos de origem Portuguesa. A metodologia seguida recaiu sobre a agregação de dados obtidos através da SABI e nos relatórios e contas individuais, quanto aos dados dos empréstimos entre grupo, do ano de 2010, complementados pelos de 2009, caso necessário, que permitiram complementar a informação obtida na base de dados.

Quanto ao primeiro objetivo da dissertação, verifica-se que no ano em análise, 2010, os grupos Portugueses apresentam uma estrutura acionista concentrada, materializada na existência de 1 acionista maioritário em 9 dos grupos estudados, 2 acionistas, cada um com 50% do capital social de outro grupo e a presença de acionistas qualificados em todos os grupos que não possuem um acionista maioritário. Tal como sugere a literatura internacional, Shleifer e Vishny (1997) e La Porta et. al. (1999), Portugal, tratando-se segundo os mesmos de um país influenciado pela Lei Civil Francesa, detêm grupos económicos de estrutura acionista concentrada. Quanto à origem da propriedade, verifica-se que a quase totalidade dos grupos analisados mantem o seu centro nevrálgico de decisão em Portugal, através de grandes blocos de capital detidos por acionistas portugueses. Isto quer nos casos em que os grupos possuem acionista de referência ou naqueles em que existem um conjunto de participações qualificadas.

Ao nível do segundo objetivo, verifica-se a total sintonia entre a evidência empírica Portuguesa e a literatura internacional, nomeadamente com La Porta et. al. (1999), um dos estudos referência na área da propriedade dos grupos. Constatamos que quando os grupos possuem acionistas de referência, estes tratam-se de famílias ou o próprio Estado.

Relativamente ao terceiro objetivo, conclui-se que a estrutura de controlo em pirâmide prevalece na realidade Portuguesa visto que 18 dos 20 grupos estudados se estruturam desta forma. Conclui-se também acerca da reduzida presença de ações preferenciais como forma de controlo, apenas 2 grupos em 20, e que esta estrutura de controlo era apenas utilizado pelo Estado Português. Verifica-se também que não há em nenhum grupo

analisado evidência da utilização de participações cruzadas como forma de controlo, o que abona em favor da transparência da propriedade dos grupos em Portugal.

Quanto à estrutura e características, verifica-se que os grupos portugueses se organizam maioritariamente em torno de uma SGPS, 14 em 20 grupos e que a sua estrutura é de fácil compreensão, possuindo em média 5 patamares de participações e um conjunto de 23 participadas no 2 patamares, 32 no 3 terceiro, 29 no quarto e 5 no quinto e último patamar. Verifica-se também que os grupos Portugueses possuem operações em todo o globo, apresentando-se a EDP- Energias de Portugal, S.A., Cimpor – Cimentos de Portugal, S.A. e Corticeira Amorim SGPS, S.A, como grupos que operam a nível global. No entanto, os restantes grupos da amostra apresentam uma reduzida presença em mercados externos e uma forte dependência do mercado nacional.

Quanto à separação entre o *cash flow* e controlo, em Portugal verifica-se que essa não parece ser a motivação subjacente à estruturação dos grupos em forma de pirâmide, visto que em cada patamar do grupo, as participadas são detidas pela empresa participante em mais de 50% na maioria dos casos. Nomeadamente, 69% no segundo, 70% no terceiro, 66% no quarto e 77% no quinto e último patamar.

No que concerne à utilização de fundos entre empresas do grupo constata-se pelos relatórios que os empréstimos entre a empresa mãe e as empresas do grupo são uma realidade e que em alguns casos, nomeadamente a Corticeira Amorim SGPS, S.A., com 56.10%, Galp Energia SGPS, S.A., com 70.41%, Jerónimo Martins SGPS, S.A., com 41.11%, Sag.Gest – Soluções Automóvel Global SGPS, S.A., com 62.47% e a Zon Multimédia – Serviços de Telecomunicações e multimédia SGPS, S.A. com 62,21%, o peso dos empréstimos no ativo atingem valores muito consideráveis. Em média, dos 13 grupos em que foi possível construir esta análise, o rácio situa-se no valor de 16, 04%. Tal realidade vai ao encontro da literatura internacional, nomeadamente Gopalan et. al. (2005), Almeida et. al. (2005) e Starchan (1976) que consideram que os grupos podem partilhar os resultados gerados internamente, de forma a partilharem riscos e suportarem-se mutuamente em termos financeiros.

## **4.2 – Limitações do Estudo**

A principal limitação deste estudo teve que ver com a impossibilidade de verificar os dados dos acionistas e participadas de cariz internacional, devido à base de dados utilizada apenas possuir dados sobre as empresas Portuguesas, o que impossibilitou a verificação da percentagem de controlo que determinadas participantes possuem em outra determinada participada de cariz internacional, o que levou a excluir para efeitos de determinação de estrutura de cada grupo, as participadas internacionais que não fosse possível aferir tal controlo. Referencia-se também a ausência de alguns dados de empresas portuguesas, que levou a que a análise não se apresente tão refinada como era o objetivo.

Quanto à verificação da existência de um mercado financeiro interno em cada grupo, por indisponibilidade das demonstrações financeiras individuais, alguns grupos não foram alvo de análise.

## **4.3 – Indicações para Investigação Futura**

Seria importante, num futuro próximo, e pós finalizado o período de assistência económica a Portugal, observar novamente os dados da propriedade em Portugal, visto que as imposições da *troika* e a inacessibilidade ao crédito por parte dos grupos Portugueses poderão ter levado a alterações significativas da realidade agora analisada.

A temática dos mercados de financiamento internos dos grupos Portugueses deveria ser aprofundada, de forma a verificar-se em que medida existem vantagens em aceder a este tipo de financiamento face a outras fontes de financiamento a que cada empresa por si pode recorrer.

## 5 - Referências Bibliográficas

AMMANN, Manuel, HOECHLE, Daniel, SCHMID, Markus – **Is there really no conglomerate discount?**, 2011. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1098324>

ALMEIDA, Heitor, WOLFENZON , Daniel – **A theory of pyramidal ownership and family business groups**, 2006. Journal of Finance 61, p. 2637-2681

ALMEIDA, Heitor, PARK, Sang Y., WOLFENZON, Daniel – **The Structure and formation of business groups: Evidence from Korean Chaebols**, 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1354500>

ALMEIDA, Heitor, KIM, C. Soo – **The effect of Internal Capital Markets on Corporate Investment: Evidence from the Asian Financial Crisis, 2011**. Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2022232](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2022232)

BEBCHUK, Lucien – **A rent-protection theory of corporate ownership and control, 1999**, National Bureau of Economic Research, working paper, 7203.

BERGER, Philip G., OFEK, Eli – **Diversification`s effect on firm value**, 1995. Journal of Financial Economics 37, 39-65.

BERLE, Adolf e MEANS, Gardiner – **The Modern Corporation and Private Property**. Nova Yorque: Mcmillan, 1932.

BIANCHI, Marcello, BIANCO, Magda, HENRIQUES, Luca – **Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy**. Working paper, 1997. Bank of Italy.

BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., ALLEN, Franklin - **Princípios de Finanças Empresariais**. Lisboa: 8ª Edição Mc Graw Hill, 2007. ISBN: 978-84-481-6085-2.

CAEIRO, Joaquim – **Elites e Poder: Os Grupos Económicos em Portugal do “Estado Novo” à atualidade**. Lisboa: 1ª Edição CESDET, 2004.

CLAESSENS, S., DJANKOV, S. e LANG, L. – **Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia, 1999**. Policy Research Working Paper Series 2088, The World Bank.

Dicionário da Língua Portuguesa 2011. Edição: Porto Editora

DJANKOV, S., La Porta, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. – **The Law and economics of self-dealing**, 2008. Journal of Financial Economics 88,430-465.

DEMSETZ, Harold. – The structure of corporate ownership: Causes and Consequences, 1983. Journal of Law and Economics 26, 375-390.

DYCK, Alexander, ZINGALES, Luigi – **Private benefits of control: An international comparison**, 2004. Journal of Finance 59, 537-600.

ESPERANÇA, José P., SOUSA, Ana, SOARES, Elisabete, PEREIRA, Ivo – **Corporate Governance no Espaço Lusófono**. Lisboa: 1ª Edição Texto Editora, 2011. ISBN: 987-47-4468-1.

*Economist Intelligence Unit, The Economist* – Political Instability Index [http://viewswire.eiu.com/site\\_info.asp?info\\_name=social\\_unrest\\_table&page=noads](http://viewswire.eiu.com/site_info.asp?info_name=social_unrest_table&page=noads), 2010.

GOMES, José – A simplicidade e instabilidade do sistema fiscal Português – Prioridades de Política Fiscal, 2008. Revista Revisores e Auditores. Jan/Mar, 55.

GOPALAN, R., NANDA, V., SERU, A. – **do business groups use dividends to fund investments?**, 2005, working paper.

HOLDERNESS, Clifford, SHEEHAN, Dennis. – The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis, 1988. Journal of Financial Economics 20, 317-346.

KHANNA, Tarun, YAFEH, Yishay - **Business groups in emerging markets: Paragons or parasites?**, 2007. Journal of Economic Literature **45(2) :331-372**

KHANNA, Tarun, PALEPU, Krishna G. – **Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian groups**, 2000. Journal of Finance 55, 867-891.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHEIFER, Andrei – **Corporate ownership around the world**, 1999. Journal of Finance 54, 471-517.

LOPES, Carlos António Rosa – **Consolidação de Contas**. 1º Edição. Lisboa: Edições Silabo, 2011. ISBN: 978-972-618-569-7.

MASULIS, Ronald W., PETER, Kien P., ZEIN, Jason – **Pyramids: Empirical Evidence on the costs and benefits of Family Business Groups around the World**, 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1284499>

NENOVA, Tatiana – **Takeover Laws and Financial Development**, 2006. World Bank Policy Research, Working Paper.

PENROSE, Edith – **The Theory of the Growth of the Firm**. Basil Blackwell, 1959.

PISTOR, K., XU, C. – **Law Enforcement under Incomplete Law: Theory and evidence from Financial Market Regulation**, STICERD – Theoretical Economics Paper Series 442.

RODRIGUES, João – **Sistema de Normalização Contabilística Explicado**. 2º Edição. Lisboa: Porto Editora, 2011. ISBN: 987-972-0-01656-0.

Relatório & Contas Individuais 2010, Brisa - Auto Estradas de Portugal, S.A.

Relatório e Contas 2010, Cimpor – Cimentos de Portugal, S.A.

Contas Individuais 2010, Corticeira Amorim, SGPS, S.A

Relatório e Contas 2010, EDP- Energias de Portugal, S.A.

Relatório e Contas 2010, Efacec Capital, SGPS, S.A.

Relatório de Contas Individuais 2010, Galp Energia, SGPS, S.A.

Relatório de Gestão e Demonstrações Financeira, exercício de 2010, Grupo Soares da Costa, SGPS,S.A.

Relatório & Contas 2010, Jerónimo Martins, SGPS, S.A.

Relatório de Contas Individuais 2010, Portugal Telecom, SGPS, S.A.

Relatório e Contas 2010, Sag.Gest – Soluções Automóvel Global, SGPS, S.A

Relatório do Conselho de Administração 2010, Semapa – Sociedade de Investimento e Gestão, SGPS, S.A.

Relatório & Contas Individuais 2010, Zon Multimédia – Serviços de Telecomunicações e multimédia, SGPS, S.A.

Relatório e Contas Individual 2010, Mota-Engil, SGPS, S.A.

STRACHAN, H. – **Family and other business groups in economic development: The case of Nicaragua.** New York: Praeger Press, 1976.

STULZ, Rene M. – **The Limits of Financial Globalization**, 2005. Journal of Finance, 1595-1638.

SHLEIFER, Andrei, VISHNY – **A Survey of Corporate Governance**, 1997. Journal of Finance 52, 737-783.

WILLIAMSON, Oliver – **The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the firm.** Prentice Hall, 1964.

World Economic Outlook – *Gross National Savings,2011.*

<http://www.econstats.com/weo/V015.htm>

## Legislação

Decreto-Lei n.º 495/88. **Regime Jurídico SGPS`s**

Decreto-Lei n.º 298/92. **Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras**

Decreto-Lei n.º 159/2009. **Código do Imposto sobre Pessoas Coletivas** Decreto de Lei n.º 71/2010. **Código dos Valores Mobiliários**

Decreto-Lei n.º 49/2010. **Código das Sociedades Comerciais**

Lei n.º 215/89. **Estatuto dos Benefícios Fiscais**

Decreto-Lei n.º 495/88. **Regime Jurídico SGPS**

Lei n.º 3-B/2010. **Estatuto dos Benefícios Fiscais**

Portaria n.º 1446 - C/2001. Preços de Transferência Portaria n.º 620 - A/2008. Preços de Transferência

Regulamento n.º 1126/2008 da Comissão de Normalização Contabilística. Norma Contabilística e de Relato Financeiro 14

## 6 - Anexos

### Anexo A – Estrutura Acionista de cada Grupo

Grupo	Nac	Acionista	Part. Direta	Part. Indireta
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	NL	AMORIM ENERGIA B.V.	33,34	
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	IT	ENI SPA	33,34	
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	PT	PARPUBLICA - PARTICIPAÇÕES PUBLICAS (SGPS), S.A.	7	
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	PT	BANCO BPI, S.A		1,98
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	US	FIDELITY INTERNATIONAL, LTD	1,97	
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	BM	FIL LIMITED	1,97	
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	ES	CXG CORPORACION NOVACAIXAGALICIA, SA	1,95	
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	GB	ROYAL BANK OF SCOTLAND PLC (THE)	1,86	
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	FR	CARMIGNAC GESTION via its funds		1,05
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	PT	CAIXA GERAL DE DEPOSITOS, S.A via its funds		1
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	US	BLACKROCK, INC. via its funds		0,98
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	DE	ALLIANZ SE via its funds		0,61
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	FR	SAS RUE LA BOETIE via its funds		0,5
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	GB	STANDARD LIFE PLC via its funds		0,46
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	BM	INVESCO LTD. via its funds		0,42
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	GB	SCHRODERS PLC via its funds		0,31
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	US	FMR LLC via its funds		0,26
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	NO	GOVERNMENT OF NORWAY via its funds		0,23
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	US	VANGUARD GROUP, INC. THE via its funds		0,23
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	CA	BLACKCREEK INVESTMENT MANAGEMENT INC via its funds		0,22
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	NL	ING GROEP NV via its funds		0,17
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	SE	SWEDBANK AB via its funds		0,17
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	FR	GROUPAMA HOLDING via its funds		0,15
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	GB	JUPITER FUND MANAGEMENT PLC via its funds		0,15
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	DE	DEKABANK DEUTSCHE GIROZENTRALE via its funds		0,14
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	IT	ASSET MANAGEMENT HOLDING SPA via its funds		0,12
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	FR	GROUPE CRÉDIT MUTUEL-CIC via its funds		0,12
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	FR	AXA via its funds		0,11
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	GB	F&C ASSET MANAGEMENT PLC via its funds		0,11
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	BE	KBC GROEP NV/ KBC GROUPE SA via its funds		0,11
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	LU	ASSENAGON SA via its funds		0,1
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	GB	HENDERSON GROUP PLC via its funds		0,1
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	US	MORGAN STANLEY via its funds		0,1
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	NL	STICHTING PENSIOENFONDS ABP via its funds		0,1
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	PT	RUASGEST, SGPS, S.A.		
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	CAPITAL GROUP COMPANIES, INC., THE via its funds		10,35

Grupo	Nac	Acionista	Part. Direta	Part. Indireta
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	NL	NIVALIS HOLDING B.V.	3,31	10,05
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	PT	ONGOING STRATEGY INVESTMENTS, SGPS, S.A.		10,05
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	PT	BANCO ESPIRITO SANTO, S.A		10,03
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	LU	ESPIRITO SANTO FINANCIAL GROUP S.A.	9,95	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	BR	TELEMAR NORTE LESTE SA	7	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	PT	RS HOLDING, SGPS, S.A.		6,77
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	BRANDES INVESTMENT PARTNERS, L.P. via its funds		6,38
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	PT	CAIXA GERAL DE DEPOSITOS, S.A via its funds		6,27
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	NO	NORGES BANK	4,93	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	NO	GOVERNMENT OF NORWAY via its funds		4,86
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	PT	INSIGHT STRATEGIC INVESTMENTS, SGPS S.A.	4,22	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	DE	UNION INVESTEMENT	2,83	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	CH	UBS AG via its funds		2,78
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	BLACKROCK, INC. via its funds		2,73
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	PT	GRUPO VISABEIRA, SGPS, S.A.	2,64	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	PT	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA (PORTUGAL), S.A	2,58	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	FIDELITY INTERNATIONAL, LTD	2,5	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	PT	BLACKROCK INVESTMENT MANAGEMENT (UK) LTD	2,35	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	PT	CONTROLINVESTE COMUNICAÇÕES - SGPS, S.A.		2,28
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	PT	CONTROLINVESTE FINANCE INTERNATIONAL SA	2,28	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	GB	BARCLAYS CAPITAL SECURITIES LIMITED	2,21	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	GB	TAUBE HODSON STONEX PARTNERS LLP	2,16	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	INCOME FUND OF AMERICA INC, THE	2,03	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	CAPITAL GROUP COMPANIES, INC., THE	2,02	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	ES	TELEFONICA, SA	2,02	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	EUROPACIFIC GROWTH FUND	2,01	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	FR	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	1,97	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	GB	JP MORGAN SECURITIES LTD.	1,85	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	PT	TELMEX	1,84	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	TPG CAPITAL, L.P. via its funds		1,75
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	LU	TPG-AXON (LUXEMBOURG) SARL	1,75	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	GB	MORGAN STANLEY & CO. INTERNATIONAL PLC	1,34	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	PT	MORGAN STANLEY-PORTUGAL-SOCIEDADE GESTORA PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, LDA	1,13	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	NL	ROYAL BANK OF SCOTLAND NV (THE)	1,06	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	TPG-AXON CAPITAL MANAGEMENT, L.P.		2
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	DE	DEUTSCHE BANK AG via its funds		0,93
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	FRANKLIN RESOURCES, INC. via its funds		0,93
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	BR	TELECOMUNICACOES DE SAO PAULO S.A. TELESP	0,91	

Grupo	Nac	Acionista	Part. Direta	Part. Indireta
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	NL	ING GROEP NV via its funds		0,86
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	GB	CITIGROUP GLOBAL MARKETS LIMITED	0,81	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	PT	BANCO ESPIRITO SANTO, S.A via its funds		0,67
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	DE	DWS INVESTMENT GMBH	0,66	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	DE	ALLIANZ SE via its funds		0,62
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	VANGUARD GROUP, INC. THE via its funds		0,62
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	GB	CREDIT SUISSE SECURITIES (EUROPE) LTD	0,57	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	NL	ALIANCA ATLANTICA HOLDING B.V.	0,56	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	MORGAN STANLEY & CO LLC	0,51	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	NL	STICHTING PENSIENFONDS ABP via its funds		0,51
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	FR	BPCE SA via its funds		0,44
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	CA	SUN LIFE FINANCIAL INC via its funds		0,44
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	GB	CREDIT SUISSE INTERNATIONAL	0,43	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	FR	SAS RUE LA BOETIE via its funds		0,41
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	FR	AXA via its funds		0,37
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	ES	ACCIONA, SA via its funds		0,36
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	PT	BES-VIDA, COMPANHIA DE SEGUROS, S.A. via its funds		0,35
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	CH	CREDIT SUISSE GROUP AG via its funds		0,34
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	STATE STREET CORPORATION via its funds		0,31
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	CH	CREDIT SUISSE AG	0,29	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	GB	ARGONAUT CAPITAL PARTNERS LLP via its funds		0,28
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	FR	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE via its funds		0,28
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	FR	BNP PARIBAS via its funds		0,23
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	O'SHAUGHNESSY ASSET MANAGEMENT, L.L.C. via its funds		0,23
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	SG	BARCLAYS MERCHANT BANK (SINGAPORE) LTD	0,22	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	TEACHERS INSURANCE & ANNUITY ASSOCIATION OF AMERICA via its funds		0,18
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	HK	CITIGROUP FIRST INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED	0,17	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	SE	REGERINGSKANSLIET via its funds		0,17
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	GB	STANDARD LIFE PLC via its funds		0,17
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	BE	PETERCAM S.A. via its funds		0,16
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	NL	PGGM VERMOGENSBEHEER B.V. via its funds		0,16
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	M.D. SASS-MACQUARIE FINANCIAL STRATEGIES LP via its funds		0,13
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	LU	ASSENAGON SA via its funds		0,1
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	BANK OF NEW YORK MELLON CORPORATION via its funds		0,1
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	PT	PARPUBLICA - PARTICIPAÇÕES PUBLICAS (SGPS), S.A.	0,09	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	PT	AVISTAR SGPS, S.A.	0,08	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	LU	UBS FUND SERVICES (LUXEMBOURG) SA	0,07	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	LU	DWS INVESTMENT SA	0,06	

Grupo	Nac	Acionista	Part. Direta	Part. Indireta
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	FR	CCR ASSET MANAGEMENT SA	0,05	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	UBS FINANCIAL SERVICES INC.	0,05	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	PT	INVESTOFFICE - INVESTIMENTOS E CONSULTORIA FINANCEIRA, S.A.	0,03	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	PT	BARCLAYS WEALTH MANAGERS PORTUGAL - SGFIM SA	0,02	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	CITIGROUP GLOBAL MARKETS INC	0,02	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	IT	CREDIT SUISSE (ITALY) SPA	0,02	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	DE	DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT INVESTMENTGESELLSCHAFT MBH	0,02	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	MORGAN STANLEY SMITH BARNEY LLC	0,02	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	FR	CREDIT SUISSE (FRANCE)		
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	GB	CREDIT SUISSE (UK) LIMITED	0,01	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	CREDIT SUISSE SECURITIES (USA) LLC		
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	JP	DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT (JAPAN) LIMITED		
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	DEUTSCHE INVESTMENT MANAGEMENT AMERICAS INC.	0,01	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	ES	DWS INVESTMENTS-SPAIN-SGIIC SA		
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	DE	FRANKFURT-TRUST INVESTMENT-GESELLSCHAFT MIT BESCHRÄNKTER HAFTUNG	0,01	
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	LU	MORGAN STANLEY CAPITAL		
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	US	MORGAN STANLEY CAPITAL SERVICES INC.		
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	GB	MURRAY INTERNATIONAL TRUST PLC		
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	GB	PALOMINA LTD		
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	PARPUBLICA - PARTICIPAÇÕES PUBLICAS (SGPS), S.A.	20,09	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	CAPITALPOR-PARTICIPAÇÕES PORTUGUESAS, SGPS, S.A.	11,17	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	ES	IBERDROLA, SOCIEDAD ANONIMA	6,79	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	ES	CAJA DE AHORROS DE ASTURIAS	5	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	ES	IBERDROLA ENERGIA SA	5	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	JOSÉ DE MELLO - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	4,82	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	JOSÉ DE MELLO PARTICIPAÇÕES II, SGPS, S.A	4,82	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	AE	GOVERNMENT OF ABU DHABI via its funds		4,25
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	LU	SENFORA SARL	4,06	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	MILLENNIUMBCP AGEAS GRUPO SEGURADOR, SGPS, S.A. via its funds		3,53
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	BANCO COMERCIAL PORTUGUES, S.A	0,02	3,37
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	GRUPO BCP + FUNDO DE PENSOES DO GRUPO BCP	3,37	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	FUNDO DE PENSOES GRUPO MILLENNIUM BCP	3,34	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	GB	PICTET ASSET MANAGEMENT LIMITED	2,86	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	NO	NORGES BANK	2,66	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	US	BLACKROCK, INC. via its funds		2,65
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	FR	AXA via its funds		2,42
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	SANATRACH	2,23	

Grupo	Nac	Acionista	Part. Direta	Part. Indireta
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	YY	SONATRACH	2,23	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	NO	GOVERNMENT OF NORWAY via its funds		2,18
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	QA	QATAR HOLDING	2,11	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	GB	JP MORGAN SECURITIES LTD.	2,03	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	US	ALLIANCEBERNSTEIN L.P.	1,99	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	GB	BLACKROCK INVESTMENT MANAGEMENT (UK) LIMITED	1,99	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	CA	SUN LIFE FINANCIAL INC via its funds		1,97
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	CH	PICTET & CIE via its funds		1,95
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	US	JP MORGAN CHASE & CO. via its funds		1,71
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	GB	CREDIT SUISSE SECURITIES (EUROPE) LTD	0,7	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	BANCO ESPIRITO SANTO, S.A	1,48	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	MORGAN STANLEY - CO. INTERNATIONAL, LTD	1,46	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	GB	BARCLAYS PLC		0,99
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	GB	BARCLAYS GLOBAL INVESTORS UK HOLDINGS LIMITED	0,98	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	ES	SOCIEDAD ANONIMA TUDELA VEGUIN	0,7	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	CAIXA GERAL DE DEPOSITOS, S.A via its funds		0,67
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	NL	STICHTING PENSIOENFONDS ABP via its funds		0,56
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	GB	CREDIT SUISSE INTERNATIONAL	0,55	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	NL	ING GROEP NV via its funds		0,53
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	US	FMR LLC via its funds		0,51
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	US	VANGUARD GROUP, INC. THE via its funds		0,46
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	PARCAIXA SGPS S.A.	0,44	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A		Ações Próprias	0,42	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	ES	ACCIONA, SA via its funds		0,39
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	FR	SAS RUE LA BOETIE via its funds		0,31
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	SE	REGERINGSKANSLIET via its funds		0,29
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	US	STATE STREET CORPORATION via its funds		0,25
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	CH	CREDIT SUISSE GROUP AG via its funds		0,2
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	NL	PGGM VERMOGENSBEHEER B.V. via its funds		0,2
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	DE	LINGOHR & PARTNER ASSET MANAGEMENT GMBH via its funds		0,14
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	BE	BANQUE DEGROOF SA via its funds		0,13
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	CH	CREDIT SUISSE AG	0,12	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	DE	FP MANAGEMENT HOLDING GMBH via its funds		0,12
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	BM	LAZARD LIMITED via its funds		0,12
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	US	NEW YORK LIFE INSURANCE COMPANY via its funds		0,12
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	LU	ASSENAGON SA via its funds		0,11
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	BM	INVESCO LTD. via its funds		0,11
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	CA	CONCERNED PARENTS AND TEACHERS OF WYCOMAGH AND AREA via its funds		0,1

Grupo	Nac	Acionista	Part. Direta	Part. Indireta
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	US	O'SHAUGHNESSY ASSET MANAGEMENT, L.L.C. via its funds		0,1
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	US	CREDIT SUISSE SECURITIES (USA) LLC	0,09	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	US	BARCLAYS CAPITAL INC	0,08	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	CAIXA GERAL DE DEPOSITOS PENSION FUND	0,04	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	BARCLAYS WEALTH MANAGERS PORTUGAL - SGFIM SA	0,03	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	COMPANHIA DE SEGUROS MUNDIAL CONFIANÇA, S.A.	0,03	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A		ALBERTO JOAO CORACEIRO DE CASTRO		
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A		ANTONIO FERNANDO MELO MARTINS DA COSTA		
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A		ANTONIO MANUEL BARRETO PITA DE ABREU		
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	LU	BARCLAYS CAPITAL LUXEMBOURG SARL	0,01	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A		DIOGO CAMPOS BARRADAS DE LACERDA MACHADO		
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	EDUARDO DE ALMEIDA CATROGA		
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	IMPÉRIO BONANÇA - COMPANHIA DE SEGUROS, S.A.		
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A		JOAO MANUEL MANSO NETO		
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A		JORGE MANUEL PRAGANA DA CRUZ MORAIS		
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A		MARIA TERESA ISABEL PEREIRA		
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	MULTICARE SEGUROS DE SAUDE		
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A		RICARDO JOSE MINOTTI DA CRUZ FILIPE		
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A		RUI EDUARDO FERREIRA RODRIGUS PENA		
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	VIA DIRECTA - COMPANHIA DE SEGUROS, SA		
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A		VITOR FERNANDO DA CONCEICAO GONCALVES		
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	ANTONIO LUIS GUERRA NUNES MEXIA		
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	GB	BARCLAYS CAPITAL SECURITIES LIMITED	1	
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	ES	CANTABRICA DE INVERSIONES DE CARTERA S.L.		
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	CARLOS JORGE RAMALHO DOS SANTOS FERREIRA		
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	ES	CORPORACION NOROESTE SA		
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	IM - S.G.P.S. S.A.		
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	PT	NUNO MARIA PESTANA DE ALMEIDA ALVES		
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	ES	TSK ELECTRONICA Y ELECTRICIDAD, SA		
SONAE - SGPS, S.A.	PT	EFANOR INVESTIMENTOS, SGPS, S.A.	5,22	53,07
SONAE - SGPS, S.A.	NL	PAREURO B.V.	47,76	
SONAE - SGPS, S.A.	PT	BANCO BPI, S.A	6,64	8,9
SONAE - SGPS, S.A.	PT	FUNDAÇÃO JOSE BERARDO	2,49	
SONAE - SGPS, S.A.	ES	ACCIONA, SA via its funds		2,06
SONAE - SGPS, S.A.	ES	BESTINVER GESTION SA GESTORA DE INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA		2,06
SONAE - SGPS, S.A.	NO	GOVERNMENT OF NORWAY via its funds		2

Grupo	Nac	Acionista	Part. Directa	Part. Indirecta
SONAE - SGPS, S.A.	NO	NORGES BANK	2	
SONAE - SGPS, S.A.	DE	DEUTSCHE BANK AG	1,64	
SONAE - SGPS, S.A.	ES	BESTINVER BOLSA FONDO DE INVERSION	0,81	
SONAE - SGPS, S.A.	ES	BESTINFOND FIM	0,62	
SONAE - SGPS, S.A.	US	DIMENSIONAL FUND ADVISORS LP via its funds		0,23
SONAE - SGPS, S.A.	AD	CREDIT ANDORRA via its funds		0,22
SONAE - SGPS, S.A.	US	VANGUARD GROUP, INC. THE via its funds		0,15
SONAE - SGPS, S.A.	ES	BESTINVER MIXTO F I M.	0,14	
SONAE - SGPS, S.A.	ES	BESTINVER GLOBAL FONDO DE PENSIONES	0,12	
SONAE - SGPS, S.A.	ES	SOIXA SICAV, SA	0,12	
SONAE - SGPS, S.A.	FR	AXA via its funds		0,11
SONAE - SGPS, S.A.	ES	BESTINVER BESTVALUE, SICAV, SA	0,11	
SONAE - SGPS, S.A.	ES	BESTINVER AHORRO FONDO DE PENSIONES	0,08	
SONAE - SGPS, S.A.	PT	MIGRACOM-S.G.P.S., S.A.	0,07	
SONAE - SGPS, S.A.	ES	TEXRENTA INVERSIONES SICAV, SA	0,03	
SONAE - SGPS, S.A.	PT	BANCO PORTUGUES DE INVESTIMENTO, S.A.	0,02	
SONAE - SGPS, S.A.	PT	LINHACOM-SGPS, S.A.	0,02	
SONAE - SGPS, S.A.	YY	ABEDUL 1999, S.A., SICAV		
SONAE - SGPS, S.A.	ES	ACCIONES CUPONES Y OBLIGACIONES SEGOVIANAS SA SICAV (EXTINGUIDA)		
SONAE - SGPS, S.A.	ES	BESTINVER EMPLEO FP		
SONAE - SGPS, S.A.	ES	DIVALSA DE INVERSIONES, SICAV, SA		
SONAE - SGPS, S.A.	PT	DUARTE PAULO TEIXEIRA DE AZEVEDO		
SONAE - SGPS, S.A.	ES	LINKER INVERSIONES, SICAV, SA		
SONAE - SGPS, S.A.	ES	LOUPRI INVERSIONES SICAV SA (EXTINGUIDA)		
SONAE - SGPS, S.A.	PT	MARIA MARGARIDA CARVALHAIS TEIXEIRA DE AZEVEDO		
SONAE - SGPS, S.A.	PT	NUNO MIGUEL TEIXEIRA DE AZEVEDO		
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	PT	EFANOR INVESTIMENTOS, SGPS, S.A		50,00
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	NL	PAREURO B.V.	20	
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	PT	MOHNISH PABRAI	6,87	
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	US	DALAL STREET, INC. via its funds		6,85
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	CH	UBS AG	3,46	
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	n.d.	PABRAI INVESTMENT FUND IV LP	2,97	
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	PT	CAIXA GERAL DE DEPOSITOS, S.A via its funds		2,51
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	ES	BANCO SANTANDER SA via its funds		2,42
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	n.d.	PABRAI INVESTMENT FUND 3 LP	2,25	
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	PT	BANCO PORTUGUES DE INVESTIMENTO, S.A.	2	
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	US	PABRAI INVESTMENT FUND II LP (THE)	1,58	
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	PT	BANCO BPI, S.A	1	
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	PT	BELMIRO MENDES DE AZEVEDO	0,33	
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	PT	BPI VIDA	0,3	

Grupo	Nac	Acionista	Part. Direta	Part. Indireta
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	DE	VALUE ASSET MANAGEMENT GMBH via its funds		0,27
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	PT	MONTEPIO GERAL - ASSOCIAÇÃO MUTUALISTA via its funds		0,26
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	US	DIMENSIONAL FUND ADVISORS LP via its funds		0,12
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	PT	MIGRACOM - S.G.P.S., S.A.	0,06	
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	n.d.	DAKSHANA FOUNDATION	0,05	
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	US	DALAL STREET, INC.	0,01	
SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	PT	LINHACOM - SGPS, S.A.	0,01	
SONAE INDUSTRIA, SGPS, S.A.	PT	EFANOR INVESTIMENTOS, SGPS, S.A	51,44	
SONAE INDUSTRIA, SGPS, S.A.	-	PUBLIC	25	
SONAE INDUSTRIA, SGPS, S.A.	NL	PAREURO B.V.	19,37	
SONAE INDUSTRIA, SGPS, S.A.	ES	BANCO SANTANDER SA via its funds		1,8
SONAE INDUSTRIA, SGPS, S.A.	PT	CAIXA GERAL DE DEPOSITOS, S.A via its funds		1,53
SONAE INDUSTRIA, SGPS, S.A.	GB	F&C ASSET MANAGEMENT PLC via its funds		1,46
SONAE INDUSTRIA, SGPS, S.A.	US	DIMENSIONAL FUND ADVISORS LP via its funds		1,44
SONAE INDUSTRIA, SGPS, S.A.	NO	GOVERNMENT OF NORWAY via its funds		1,06
SONAE INDUSTRIA, SGPS, S.A.	PT	BANCO BPI, S.A via its funds		0,79
SONAE INDUSTRIA, SGPS, S.A.	GB	BARCLAYS PLC via its funds		0,28
SONAE INDUSTRIA, SGPS, S.A.	PT	BANCO ESPIRITO SANTO, S.A via its funds		0,24
SONAE INDUSTRIA, SGPS, S.A.	PT	GRUPO ALVES RIBEIRO via its funds		0,14
SONAE INDUSTRIA, SGPS, S.A.	PT	MIGRACOM - S.G.P.S., S.A.	0,06	
SONAE INDUSTRIA, SGPS, S.A.	PT	LINHACOM - SGPS, S.A.	0,01	
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	PT	SOCIEDADE FRANCISCO MANUEL DOS SANTOS, SGPS S.A.	56,19	
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	LU	ASTECK SA	10,01	
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	PA	HEEREMA HOLDING COMPANY INC		10,01
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	FR	CARMIGNAC GESTION via its funds		2,67
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	GB	BARCLAYS PLC		2,35
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	US	BLACKROCK, INC. via its funds		2,25
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	GB	BARCLAYS CAPITAL SECURITIES LIMITED	2,17	
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	FR	BNP PARIBAS INVESTMENT PARTNERS	2,03	
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	GB	BLACKROCK INVESTMENT MANAGEMENT (UK) LIMITED	1,95	
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	US	T. ROWE PRICE ASSOCIATES, INC.	1,94	
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	US	ARTIO GLOBAL MANAGEMENT LLC	1,87	
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	GB	THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LIMITED	1,85	
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	FR	BNP PARIBAS via its funds		1,54
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	US	FMR LLC via its funds		1,08
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	US	T. ROWE PRICE GROUP, INC via its funds		0,89
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	US	MORGAN STANLEY via its funds		0,77
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	GB	STANDARD LIFE PLC via its funds		0,77
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	NO	GOVERNMENT OF NORWAY via its funds		0,73
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	GB	AVIVA PLC via its funds		0,52

Grupo	Nac	Acionista	Part. Direta	Part. Indireta
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	US	TEACHERS INSURANCE & ANNUITY ASSOCIATION OF AMERICA via its funds		0,52
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	DE	ALLIANZ SE via its funds		0,51
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	PL	BZ WBK ASSET MANAGEMENT S.A. via its funds		0,44
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	CH	FINANCIÈRE SYZ & CO via its funds		0,41
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	US	ARTIO GLOBAL INVESTORS INC. via its funds		0,38
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	US	AMERICAN CENTURY COMPANIES, INC. via its funds		0,33
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	GB	BAILLIE GIFFORD & CO LIMITED via its funds		0,3
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	SE	REGERINGSKANSLIET via its funds		0,29
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	NL	STICHTING PENSIOENFONDS ABP via its funds		0,29
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	IT	UNIONE DI BANCHE ITALIANE SCPA via its funds		0,29
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	US	VANGUARD GROUP, INC. THE via its funds		0,28
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	FR	BPCE SA via its funds		0,25
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	US	PRINCIPAL FINANCIAL GROUP INC via its funds		0,21
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	DK	DANSKE BANK A/S via its funds		0,18
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	GB	J O HAMBRO CAPITAL MANAGEMENT GROUP LIMITED via its funds		0,18
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	US	BARCLAYS CAPITAL INC	0,15	
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	NL	ING GROEP NV via its funds		0,15
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	FR	AXA via its funds		0,13
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	GB	JUPITER FUND MANAGEMENT PLC via its funds		0,12
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	US	DRIEHAUS CAPITAL MANAGEMENT LLC via its funds		0,11
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	GB	ODEY ASSET MANAGEMENT LLP via its funds		0,1
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	US	SMITH BREEDEN ASSOCIATES, INC. via its funds		0,1
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	PT	BARCLAYS WEALTH MANAGERS PORTUGAL - SGFIM SA	0,03	
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	GB	FIDELITY EUROPEAN VALUES PLC		
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	PT	FM - SOCIEDADE DE CONTROLO, SGPS, S.A.	70	
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	PT	MANUEL ANTONIO DA MOTA	7	
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	PT	MARIA AMALIA GUEDES QUEIROS DE VASCONCELOS MOTA	6,5	
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	PT	ANTONIO MANUEL QUEIROS VASCONCELOS MOTA	5,5	
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	PT	MARIA MANUELA QUEIROZ VASCONCELOS MOTA DOS SANTOS	4	
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	PT	MARIA PAULA QUEIROZ VASCONCELOS MOTA DE MEIRELES	4	
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	PT	MARIA TERESA QUEIROZ VASCONCELOS MOTA NEVES DA COSTA	3	
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	PT	AMORIM - INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES, SGPS, S.A.		76,55
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	PT	AMORIM CAPITAL - SOCIEDADE GESTORA PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	76,55	
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	NL	INVESTMARK HOLDINGS B.V.	6	

Grupo	Nac	Acionista	Part. Direta	Part. Indireta
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	ES	BESTINVER GESTION SA GESTORA DE INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA		5,35
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.		Ações Próprias	5,1	
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	PT	AMORIM-SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	2,3	
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	US	DIMENSIONAL FUND ADVISORS LP via its funds		1,89
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	ES	BESTINVER BOLSA FONDO DE INVERSION	1,61	
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	ES	BESTINFOND FIM	1,32	
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	DE	COMMERZBANK AG	2	
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	ES	MARCH DELGADO FAMILY via its funds		0,31
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	GB	BARCLAYS PLC via its funds		0,28
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	ES	BESTINVER MIXTO F I M.	0,28	
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	PT	BANCO ESPIRITO SANTO, S.A via its funds		0,27
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	ES	BESTINVER GLOBAL FONDO DE PENSIONES	0,27	
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	ES	SOIXA SICAV, SA	0,25	
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	ES	BESTINVER BESTVALUE, SICAV, SA	0,22	
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	ES	BANCO SANTANDER SA via its funds		0,21
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	ES	BESTINVER AHORRO FONDO DE PENSIONES	0,18	
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	DE	DEUTSCHE BANK AG via its funds		0,15
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	PT	GRUPO ALVES RIBEIRO via its funds		0,15
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	US	LSV ASSET MANAGEMENT via its funds		0,14
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	ES	TEXRENTA INVERSIONES SICAV, SA	0,07	
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	PT	AMÉRICO FERREIRA DE AMORIM		
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	PT	ANTONIO FERREIRA DE AMORIM		
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	PT	JOAQUIM FERREIRA DE AMORIM		
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	PT	JOSE AMERICO AMORIM COELHO		
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	BR	CAMARGO CORRA S/A.		32,94
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	BR	VOTORANTIM CIMENTOS S/A.	30,83	
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	PT	INVESTIFINO - INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES SGPS, S.A.	20,26	
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	PT	MANUEL FINO, SGPS, S.A.		20,26
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	PT	BANCO COMERCIAL PORTUGUES, S.A	0,04	10,04
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	PT	MILLENNIUMBCP AGEAS GRUPO SEGUADOR, SGPS, S.A. via its funds		10
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	PT	PENSOESGERE - SOCIEDADE GESTORA DE FUNDOS DE PENSOES, S.A.	10	
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	ES	SECILPAR SL	8,62	
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	ES	CEMENTOS MOLINS SA	2,6	
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	ES	LAF 98 SL	2	
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	LU	ASSENAGON SA via its funds		0,52
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	NO	GOVERNMENT OF NORWAY via its funds		0,52

Grupo	Nac	Acionista	Part. Direta	Part. Indireta
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	DE	STATE OF BADEN-WÜRTTEMBERG via its funds		0,36
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	US	VANGUARD GROUP, INC. THE via its funds		0,23
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	ES	BANCO SANTANDER SA via its funds		0,21
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	US	BLACKROCK, INC. via its funds		0,19
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	DE	GROSSBÖTZL, SCHMITZ & PARTNER VERMÖGENSVERWALTERSOCIETÄT GMBH via its funds		0,17
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	NL	STICHTING PENSIOENFONDS ABP via its funds		0,15
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	GB	F&C ASSET MANAGEMENT PLC via its funds		0,1
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	PT	LONGAPAR, SGPS S.A.	18,17	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	PT	SODIM, SGPS, S.A.	15,92	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	PT	CIMO - GESTAO DE PARTICIPAÇÕES, SGPS S.A.	12,31	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	PT	BANCO BPI, S.A		10,15
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	PT	BPI - PENSOES, SOCIEDADE GESTORA DE FUNDOS DE PENSOES, S.A.	8,76	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	ES	ACCIONA, SA via its funds		7,46
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	ES	BESTINVER GESTION SA GESTORA DE INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA		7,46
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	PT	BANCO ESPIRITO SANTO, S.A via its funds		5,46
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	NO	GOVERNMENT OF NORWAY via its funds		5
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	NO	NORGES BANK	4,98	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	ES	BESTINVER BOLSA FONDO DE INVERSION	3,29	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	PT	BANCO ESPIRITO SANTO, S.A		3,27
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	PT	FUNDO DE PENSOES BES	3,27	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	PT	SEMINV - INVESTIMENTOS, SGPS S.A.	2,31	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A		Ações Próprias	2,3	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	PT	ESAF-ESPIRITO SANTO-FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO, S.A.		2,17
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	YY	FUNDO DE INVESTIMENTO MOBILIARIO ES PLANO DINAMICO-FUNDO FLEXIVEL	2,17	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	ES	BESTINFOND FIM	2,01	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	PT	SONACA, SGPS S.A.	1,38	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	PT	BPI-GESTAO ACTIVOS-SOC.GESTORA FUNDOS INVESTIMENTOS MOBILIARIO, LDA	1,05	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	ES	BESTINVER MIXTO F I M.	0,59	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	PT	SOCIEDADE AGRICOLA DA QUINTA DE VIALONGA, S.A	0,53	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	US	DIMENSIONAL FUND ADVISORS LP via its funds		0,51

Grupo	Nac	Acionista	Part. Direta	Part. Indireta
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	PT	OEM-ORGANIZACAO DE EMPRESAS, SGPS, S.A.	0,45	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	AD	CREDIT ANDORRA via its funds		0,43
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	US	JP MORGAN CHASE & CO. via its funds		0,42
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	ES	SOIXA SICAV, SA	0,38	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	PT	BES-VIDA, COMPANHIA DE SEGUROS, S.A. via its funds		0,35
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	ES	BESTINVER BESTVALUE, SICAV, SA	0,35	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	ES	BESTINVER GLOBAL FONDO DE PENSIONES	0,34	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	PT	BPI VIDA	0,34	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	ES	BESTINVER AHORRO FONDO DE PENSIONES	0,29	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	ES	BANCO SANTANDER SA via its funds		0,24
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	GB	F&C ASSET MANAGEMENT PLC via its funds		0,22
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	FR	AXA via its funds		0,19
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	US	STATE STREET CORPORATION via its funds		0,19
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	US	VANGUARD GROUP, INC. THE via its funds		0,19
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	US	BLACKROCK, INC. via its funds		0,17
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	US	FMR LLC via its funds		0,15
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	US	TEACHERS INSURANCE & ANNUITY ASSOCIATION OF AMERICA via its funds		0,15
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	BE	KBC GROEP NV/ KBC GROUPE SA via its funds		0,14
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	PT	MARIA RITA CARVALHOSA MENDES DE ALMEIDA QUEIROZ PEREIRA	0,14	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	US	BANK OF NEW YORK MELLON CORPORATION via its funds		0,11
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	ES	TEXRENTA INVERSIONES SICAV, SA	0,11	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	DE	VERITAS INVESTMENT TRUST GMBH via its funds		0,11
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	DE	HUBER PORTFOLIO AG via its funds		0,1
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	ES	LOUPRI INVERSIONES SICAV SA (EXTINGUIDA)	0,03	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	ES	DIVALSA DE INVERSIONES, SICAV, SA	0,02	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	DE	INTERNATIONALE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFT MIT BESCHRÄNKTER HAFTUNG	0,02	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	ES	ACCIONES CUPONES Y OBLIGACIONES SEGOVIANAS SA SICAV (EXTINGUIDA)	0,01	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	PT	BANCO PORTUGUES DE INVESTIMENTO, S.A.		
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	ES	BESTINVER EMPLEO FP	0,01	
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	PT	CIMIGEST, SGPS, S.A.		
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	ES	LINKER INVERSIONES, SICAV, SA	0,01	

Grupo	Nac	Acionista	Part. Direta	Part. Indireta
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	US	AXA ROSENBERG GROUP		
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	PT	MANUEL FINO, SGPS, S.A.		70,98
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	PT	INVESTIFINO - INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES SGPS, S.A.	65	
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	PT	PARINAMA - PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS SGPS, S.A.	11,02	
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	PT	NUMERCOMPLET SGPS LDA	11	
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	ES	BANCO SANTANDER SA via its funds		2,59
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	CH	UBS AG	2,09	
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	PT	SANTANDER ASSET MANAGEMENT	2,03	
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	PT	MILLENNIUM BCP GESTAO DE ACTIVOS - SOC.GEST.FUNDOS DE INVESTIMENTO,S.A		1,98
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	PT	SANTANDER ACCOES PORTUGAL	1,83	
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	PT	FUNDAÇÃO ERNESTO LOURENÇO ESTRADA, FILHOS	1,75	
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	GB	F&C ASSET MANAGEMENT PLC via its funds		1,48
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	PT	MILLENNIUM ACÇÕES PORTUGAL	1,25	
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	PT	MILLENNIUM PPA	0,73	
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	PT	BANCO BPI, S.A via its funds		0,65
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	PT	BANCO ESPIRITO SANTO, S.A via its funds		0,57
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	YY	SANTANDER PPA	0,2	
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	PT	JOAO MANUEL DE QUEVEDO PEREIRA COUTINHO		78,7
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	PT	SGC - SGPS, S.A.	67	
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	PT	SGC-INVESTIMENTOS,SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	10,2	
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.		Ações Próprias	7,09	
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	DE	DEUTSCHE BANK AG	5,52	
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	PT	BARCLAYS BANK, PLC - SUCURSAL EM PORTUGAL	3,01	
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	GB	F&C ASSET MANAGEMENT PLC via its funds		2,31
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	PT	MILLENNIUM BCP GESTAO DE ACTIVOS - SOC.GEST.FUNDOS DE INVESTIMENTO,S.A	1,93	
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	PT	SANTANDER ASSET MANAGEMENT - SOC.GEST. FUNDOS INVES. MOBILIARIO, S.A.	1,87	
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	GB	BARCLAYS BANK PLC	2	
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	PT	CAIXA GERAL DE DEPOSITOS, S.A via its funds		0,63
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	ES	BANCO SANTANDER SA via its funds		0,52
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	PT	BANCO COMERCIAL PORTUGUES, S.A via its funds		0,26
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	GB	BARCLAYS PLC via its funds		0,18
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	PT	BANCO ESPIRITO SANTO, S.A via its funds		0,17
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	US	DIMENSIONAL FUND ADVISORS LP via its funds		0,17

<b>Grupo</b>	<b>Nac</b>	<b>Acionista</b>	<b>Part. Direta</b>	<b>Part. Indireta</b>
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	PT	MILLENNIUMBCP AGEAS GRUPO SEGURADOR, SGPS, S.A. via its funds		0,15
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	PT	BANCO BPI, S.A via its funds		0,14
JOSÉ DE MELLO - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	PT	SOGEFI - SOCIEDADE DE GESTAO E FINANCIAMENTOS, SGPS, S.A.	43,16	
JOSÉ DE MELLO - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	PT	GUIMARAES DE MELLO INVESTIMENTOS, SGPS, S.A.	27,91	
JOSÉ DE MELLO - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	PT	GUIMARAES DE MELLO PORTUGAL, SGPS, S.A.	27,51	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	CAIXA GERAL DE DEPOSITOS, S.A via its funds		11,77
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	AO	KENTO HOLDING LIMITED	10	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	BANCO BPI, S.A		7,76
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	FUNDO DE PENSOES DO BANCO BPI	7,53	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	ES	TELEFONICA, SA	4,8	5,46
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	ESPIRITO SANTO IRMAOS-SOCIEDADE GESTORA PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	5	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	JOAQUIM FRANCISCO ALVES FERREIRA DE OLIVEIRA		4,84
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	FUNDAÇÃO JOSE BERARDO	4,34	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	US	FRANKLIN RESOURCES, INC. via its funds		3,73
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	ONGOING STRATEGY INVESTMENTS, SGPS, S.A.	1,43	3,29
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	ALVES ROCHA DOS SANTOS ISABEL		3,29
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	JOSÉ ESTEVAO FERNANDES NEVES	0,1	2,94
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	CINVESTE, SGPS, S.A.	2,82	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	LU	CONTROLINVESTE INTERNATIONAL SARL	2,58	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	ESTEVAO NEVES, SGPS, S.A.	2,26	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	GRIPCOM, SGPS, S.A.	2,26	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	GRUPO VISABEIRA, SGPS, S.A.	1,16	2,15

<b>Grupo</b>	<b>Nac</b>	<b>Acionista</b>	<b>Part. Direta</b>	<b>Part. Indireta</b>
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	BANCO ESPIRITO SANTO, S.A via its funds		2,12
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	NO	NORGES BANK		2,06
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	SGC - SGPS, S.A.	2	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	SGC-INVESTIMENTOS,SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	2	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	NO	GOVERNMENT OF NORWAY via its funds		1,98
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	NO	NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT (NIMB)	1,98	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	ESAF-ESPIRITO SANTO-FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO, S.A.	1,97	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	YY	FUNDO DE INVESTIMENTO MOBILIARIO ES PLANO DINAMICO-FUNDO FLEXIVEL	1,97	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	BES-VIDA, COMPANHIA DE SEGUROS, S.A.	1,85	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	INSIGHT STRATEGIC INVESTMENTS, SGPS S.A.	1,84	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	CH	CREDIT SUISSE GROUP AG		1,83
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	US	BLACKROCK, INC. via its funds		1,81
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	CH	CREDIT SUISSE AG	1,76	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	COFINA - SGPS, S.A.	1,29	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	METALGEST - SOCIEDADE DE GESTAO, SGPS, S.A.	1,29	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	US	FMR LLC via its funds		1,16
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	VISABEIRA INVESTIMENTOS FINANCEIROS SGPS S.A.	0,99	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	VISABEIRA PARTICIPAÇÕES FINANCEIRAS SGPS S.A.	0,99	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	US	MANNING & NAPIER ADVISORS, INC. via its funds		0,67
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	US	CAPITAL GROUP COMPANIES, INC., THE via its funds		0,64
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	GB	F&C ASSET MANAGEMENT PLC via its funds		0,62

<b>Grupo</b>	<b>Nac</b>	<b>Acionista</b>	<b>Part. Direta</b>	<b>Part. Indireta</b>
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	ENOTEL - SGPS, S.A.	0,58	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	BR	TELECOMUNICACOES DE SAO PAULO S.A. TELESP	0,52	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	BE	KBC GROEP NV/ KBC GROUPE SA via its funds		0,49
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	YY	TELESP SA	0,39	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	BANCO BPI, S.A via its funds		0,32
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	US	DIMENSIONAL FUND ADVISORS LP via its funds		0,31
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	GB	HENDERSON GROUP PLC via its funds		0,3
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	NL	ALIANCA ATLANTICA HOLDING B.V.	0,27	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	ES	BANCO SANTANDER SA via its funds		0,27
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	US	VANGUARD GROUP, INC. THE via its funds		0,24
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	RODRIGO JORGE ARAUJO COSTA	0,16	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	US	BANK OF NEW YORK MELLON CORPORATION via its funds		0,12
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	DE	DEKABANK DEUTSCHE GIROZENTRALE via its funds		0,11
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	BM	INVESCO LTD. via its funds		0,11
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	HK	PACIFIC CENTURY GROUP via its funds		0,11
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	FUNDO CAPITAL DE RISCO PARA INVESTIDORES QUALIFICADOS - GRUPO CGD	0,1	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	COMPANHIA DE SEGUROS MUNDIAL CONFIANÇA, S.A.	0,08	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	GB	CREDIT SUISSE SECURITIES (EUROPE) LTD	0,06	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	PT	INVESTOFFICE - INVESTIMENTOS E CONSULTORIA FINANCEIRA, S.A.	0,02	
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	US	CREDIT SUISSE SECURITIES (USA) LLC	0,01	
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	PT	TEIXEIRA DUARTE - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A	50,11	

Grupo	Nac	Acionista	Part. Direta	Part. Indireta
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	PT	MILLENNIUMBCP AGEAS GRUPO SEGURADOR, SGPS, S.A. via its funds		10,02
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	PT	PEDRO MARIA CALAINHO TEIXEIRA DUARTE	1,65	
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	PT	NGDI - GESTAO E INVESTIMENTO IMOBILIARIO, S.A	1,4	
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	PT	MANUEL MARIA CALAINHO DE AZEVEDO TEIXEIRA DUARTE	1,23	
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	NO	GOVERNMENT OF NORWAY via its funds		1,07
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	US	DIMENSIONAL FUND ADVISORS LP via its funds		0,27
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	PT	JOEL VAZ VIANA DE LEMOS	0,1	
SIEL SGPS, S.A.	PT	JOAO NUNO DA COSTA OLIVEIRA MACEDO SILVA	90	
SIEL SGPS, S.A.	PT	RUI MANUEL COSTA OLIVEIRA MACEDO SILVA	10	
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	PT	TEXTIL MANUEL GONÇALVES, S.A.	50	
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	PT	GRUPO JOSÉ DE MELLO	50	
GRUPO VISABEIRA, SGPS, S.A.	PT	FERNANDO CAMPOS NUNES	77,85	
GRUPO VISABEIRA, SGPS, S.A.	PT	CAIXA GERAL DE DEPOSITOS, S.A		15
GRUPO VISABEIRA, SGPS, S.A.	PT	CAIXA CAPITAL - SOCIEDADE DE CAPITAL DE RISCO, S.A	15,66	
GRUPO VISABEIRA, SGPS, S.A.	PT	AICEP CAPITAL GLOBAL - SOCIEDADE DE CAPITAL DE RISCO, S.A.	5,94	
GRUPO VISABEIRA, SGPS, S.A.	PT	ALCIDIO CAMPOS DA SILVA		
GRUPO VISABEIRA, SGPS, S.A.	PT	ANTONIO CAMPOS NUNES		
GRUPO VISABEIRA, SGPS, S.A.	PT	MARIA SANTOS CAMPOS		
GRUPO VISABEIRA, SGPS, S.A.	PT	PAULA CRISTINA FONSECA NUNES		
ENTREPOSTO - GESTAO E PARTICIPAÇÕES (SGPS), S.A.	PT	ENTREPAR (SGPS), S.A.	35	
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	PT	JOSÉ DE MELLO - INVESTIMENTOS, SGPS, S.A.	20,31	
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	PT	HIDROELECTRICA DE DORNELAS, UNIPessoal, LDA.	20,08	
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	ES	ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, SA		15,25
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	PT	ABERTIS PORTUGAL, SGPS, SA	15,25	
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	PT	ORLA SGPS, S.A.	11,37	
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	PT	PRIVADO HOLDING, SGPS., S.A.	4,79	
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	PT	LUIS AUGUSTO DA SILVA	4,23	
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.		Ações Próprias	3,8	
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	PT	PETER DOHRETY	3,36	
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	PT	NORTETURBO - UNIPessoal, LDA.	2,78	
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	FR	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	2,61	
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	ES	KENDALL DEVELOPS, SA	2,1	
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	PT	PEG - UNIPessoal LDA	2,09	
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	US	STATE OF NEW JERSEY PENSION FUND	2,08	

Grupo	Nac	Acionista	Part. Direta	Part. Indireta
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	US	STATE OF NEW JERSEY via its funds		2
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	ES	OMEGA CAPITAL S.L.	1,69	
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	PT	CAIXA GERAL DE DEPOSITOS, S.A	1,5	
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	NO	GOVERNMENT OF NORWAY via its funds		1,35
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	US	BLACKROCK, INC. via its funds		0,66
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	US	COHEN & STEERS, INC. via its funds		0,36
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	PT	BANCO BPI, S.A via its funds		0,27
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	CA	CONCERNED PARENTS AND TEACHERS OF WYCOCOMAGH AND AREA via its funds		0,25
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	FR	BPCE SA via its funds		0,23
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	DK	PENSIONDANMARK HOLDING AS via its funds		0,23
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	ES	BANCO SANTANDER SA via its funds		0,2
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	PT	CINVESTTE, SGPS, S.A.	0,2	
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	FR	AXA via its funds		0,19
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	ES	CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ZARAGOZA ARAG via its funds		0,18
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	NL	STICHTING PENSIOENFONDS ABP via its funds		0,16
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	US	VANGUARD GROUP, INC. THE via its funds		0,16
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	US	DIMENSIONAL FUND ADVISORS LP via its funds		0,15
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	GB	F&C ASSET MANAGEMENT PLC via its funds		0,15
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	PT	CAIXA GERAL DE DEPOSITOS, S.A via its funds		0,13
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	NL	PGGM VERMOGENSBEHEER B.V. via its funds		0,13
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	US	STATE STREET CORPORATION via its funds		0,1
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	IT	AUTOSTRADA TORINO MILANO S.P.A.		
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	PT	JOSE DE MELLO SAUDE, SGPS, SA	0,01	
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	ES	CANTABRICA DE INVERSIONES DE CARTERA S.L.		
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	ES	MORINVEST, SICAV, SA		
LENA, SGPS, S.A.	PT	CASA AGRICOLA AVR, S.A.	58,31	

## Anexo B – Participadas por País em cada Grupo

Grupo	País	N. de Part. por País
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	Portugal	83
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	Espanha	20
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	Moçambique	7
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	Inglaterra	1
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	Gambia	1
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	Holanda	1
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	Suazilândia	1
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	Angola	6
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	Brasil	2
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	Guine Bissau	6
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	Cabo Verde	1
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	Macau	1
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	Luxemburgo	3
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	Portugal	47
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	Brasil	10
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	Holanda	6
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	Macau	6
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	Belgica	1
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	Moçambique	3
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	França	1
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	Angola	3
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	Congo	1
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	Cabo Verde	1
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	Guine Bissau	3
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	Hungria	1
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	Luxemburgo	1
PORTUGAL TELECOM SGPS, S.A.	Marrocos	2
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	Portugal	70
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	Macau	4
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	Holanda	2
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	Irlanda	1
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	Espanha	136
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	Luxemburgo	1
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	Estados Unidos	145
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	França	26
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	Itália	3
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	Polónia	9
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	Inglaterra	5
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	Brasil	22
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	Belgica	1
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	Canada	1

<b>Grupo</b>	<b>País</b>	<b>N. de Part. por País</b>
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A	Roménia	2
Grupo Sonae	Angola	1
Grupo Sonae	Austrália	1
Grupo Sonae	Brasil	29
Grupo Sonae	Canada	2
Grupo Sonae	Suiça	1
Grupo Sonae	Chile	2
Grupo Sonae	Colombia	1
Grupo Sonae	Alemanha	23
Grupo Sonae	Egipto	1
Grupo Sonae	Espanha	34
Grupo Sonae	França	5
Grupo Sonae	Inglaterra	9
Grupo Sonae	Grécia	8
Grupo Sonae	Hungria	1
Grupo Sonae	Irlanda	1
Grupo Sonae	Itália	12
Grupo Sonae	Luxemburgo	8
Grupo Sonae	México	1
Grupo Sonae	Holanda	56
Grupo Sonae	Panamá	1
Grupo Sonae	Polónia	2
Grupo Sonae	Portugal	244
Grupo Sonae	Roménia	7
Grupo Sonae	Singapura	1
Grupo Sonae	Estados Unidos	2
Grupo Sonae	Africa do Sul	2
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	Portugal	38
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	Polónia	7
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	Holanda	1
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	Irlanda	1
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	Inglaterra	2
JERONIMO MARTINS, SGPS, S.A.	Suiça	1
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	Angola	23
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	Brasil	25
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	Argélia	6
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	Espanha	3
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	França	2
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	Madagascar	1
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	Macau	6
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	Moçambique	12
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	Namibia	3
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	Portugal	105

<b>Grupo</b>	<b>País</b>	<b>N. de Part. por País</b>
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	Rússia	2
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	Tunísia	1
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	Ucrânia	1
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	Venezuela	3
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	Angola	14
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	Brasil	15
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	Cabo Verde	3
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	República Checa	1
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	Alemanha	1
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	Argélia	1
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	Espanha	14
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	França	1
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	Gabão	1
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	Guiné Bissau	4
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	Hungria	15
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	Irlanda	4
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	Macau	1
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	México	4
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	Moçambique	7
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	Peru	2
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	Polónia	8
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	Portugal	235
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	Roménia	2
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	Eslováquia	3
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	São Tomé	1
MOTA GESTAO E PARTICIPAÇÕES - SGPS, S.A.	Estados Unidos	1
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Argentina	1
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Austria	4
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Austrália	2
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Suíça	1
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Chile	1
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	China	2
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Alemanha	15
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Dinamarca	2
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Argélia	1
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Espanha	16
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	França	9
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Inglaterra	1
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Hong Kong	2
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Hungria	2
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Itália	3
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Japão	2
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Marrocos	3

<b>Grupo</b>	<b>País</b>	<b>N. de Part. por País</b>
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Holanda	3
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Polónia	1
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Portugal	25
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Russia	2
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Suécia	1
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Tunisia	6
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Estados Unidos	10
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	Africa do Sul	2
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	Brasil	7
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	China	9
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	Cabo Verde	5
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	Egipto	6
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	Espanha	33
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	Hong Kong	2
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	India	1
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	Luxemburgo	1
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	Marrocos	4
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	Macau	1
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	Argélia	4
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	Holanda	1
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	Peru	1
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	Portugal	39
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	Tunisia	5
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	Turquia	3
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	Inglaterra	1
CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.	Argélia	12
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	Austria	2
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	Belgica	2
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	Brasil	2
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	Alemanha	2
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	Espanha	3
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	França	1
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	Inglaterra	1
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	Itália	1
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	Luxemburgo	1
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	Moçambique	2
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	Holanda	3
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	Portugal	63
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTAO, SGPS S.A	Estados Unidos	1
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	Emirados Arabes Unidos	1
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	Costa Rica	1
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	Angola	11

<b>Grupo</b>	<b>País</b>	<b>N. de Part. por País</b>
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	Brasil	1
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	Argélia	1
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	Espanha	2
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	França	1
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	Inglaterra	1
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	Guiné Equatorial	1
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	Israel	2
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	Moçambique	5
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	Portugal	81
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	Roménia	1
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	São Tomé	2
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	Estados Unidos	4
GRUPO SOARES DA COSTA SGPS, S.A	Venezuela	2
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	Brasil	1
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	Espanha	2
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	Irlanda	2
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	Luxemburgo	1
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	Holanda	1
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	Polónia	1
SAG.GEST - SOLUÇÕES AUTOMOVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	Portugal	21
JOSÉ DE MELLO - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	Angola	1
JOSÉ DE MELLO - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	Espanha	13
JOSÉ DE MELLO - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	França	1
JOSÉ DE MELLO - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	Moçambique	1
JOSÉ DE MELLO - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	Portugal	65
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	Angola	4
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	Espanha	2
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	Moçambique	1
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	Holanda	2
ZON MULTIMÉDIA - SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, SGPS, S.A	Portugal	18
SIEL SGPS, S.A.	Alemanha	4
SIEL SGPS, S.A.	Espanha	3
SIEL SGPS, S.A.	Inglaterra	1
SIEL SGPS, S.A.	Polónia	1
SIEL SGPS, S.A.	Portugal	20
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	Angola	1
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	Argentina	1
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	Austria	1
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	Brasil	2
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	Chile	2
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	China	1

<b>Grupo</b>	<b>País</b>	<b>N. de Part. por País</b>
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	Colombia	1
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	Républica Checa	1
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	Argélia	1
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	Espanha	8
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	India	3
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	Marrocos	1
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	Macau	1
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	Malásia	1
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	Moçambique	1
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	Portugal	45
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	Roménia	1
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	Singapura	1
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	Estados Unidos	3
EFACEC - SISTEMAS DE GESTAO, S.A.	Africa do Sul	1
GRUPO VISABEIRA, SGPS, S.A.	Angola	6
GRUPO VISABEIRA, SGPS, S.A.	Belgica	1
GRUPO VISABEIRA, SGPS, S.A.	Espanha	3
GRUPO VISABEIRA, SGPS, S.A.	França	2
GRUPO VISABEIRA, SGPS, S.A.	Moçambique	10
GRUPO VISABEIRA, SGPS, S.A.	Portugal	49
ENTREPOSTO - GESTAO E PARTICIPAÇÕES (SGPS), S.A.	Portugal	30
ENTREPOSTO - GESTAO E PARTICIPAÇÕES (SGPS), S.A.	Moçambique	5
ENTREPOSTO - GESTAO E PARTICIPAÇÕES (SGPS), S.A.	Brasil	1
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	Austria	1
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	Brasil	2
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	Chipre	1
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	Espanha	1
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	India	1
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	Luxemburgo	3
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	Holanda	4
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	Portugal	33
BRISA - AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.	Estados Unidos	5
LENA, SGPS, S.A.	Bulgária	2
LENA, SGPS, S.A.	Portugal	82

















## Anexo K - Cimpor - Cimentos de Portugal SGPS, S.A.

CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL SGPS PT	BETOFEIRA - COMERCIO DE CIMENTOS, L.P.T	100							
	CEOSA - COMERCIO INTERNACIONAL S.J.P.T	100							
	CEMENT TRADING ACTIVITIES - COMERCIO PT	100							
	CIMENTO BRUMADO SA	BR	100						
	CIMPOR FINANCIAL OPERATIONS B.V.	NL	100						
	CIMPOR INVERSIONES SA	ES	100						
	CIMPOR PORTUGAL SGPS, SA	PT	100	CIMPOR PORTUGA AGREPOR AGREGADOS-EX PT	100				
	CIMPOR REINSURANCE SA	LU	100	ALEMPEDRAS - SOCIEDADE PT	100				
	CIMPOR TEC-ENGENHARIA E SERVICIOS PT	100		CIARGA-ARGAMASSAS SEC PT	100				
	DURBAN CEMENT LTD	ZA	100	CIMPOR - INDUSTRIA DE CIM PT	100	CIMPOR - CECIME-CIMENTO PT	100		
	DURBAN QUARRIES (PTY) LTD	ZA	100	CIMPOR - SERVICIOS DE APC PT	100	ESTABELECIMEN PT	100		
	EDESWOLD HIGHLANDS (PTY) LTD	ZA	100	CIMPOR IMOBILIARIA SA PT	100	SCORECO-VALOF PT	100		
	IMOPAR IMOBILIARIA DE MOZAMBIQUE S.MZ	100		GEOFER - PRODUCAO E COI PT	100	C + P.A.-CIMENTO PT	48		
	MECAN - MANUFACTURA DE ELEMENTO PT	100		PREDIANA - SOCIEDADE DE PT	100				
	MOSSINES - CIMENTOS DE SINES, S.A.	PT	100	SACOPOR - SOCIEDADE DE PT	100				
	NATAL PORTLAND CEMENT COMPANY (I ZA	100		TRANSVIARIA - GESTAO DE PT	100				
	NPC CONCRETE (PTY) LTD	ZA	100	CIMENTAOR-CIMENTOS DX PT	75				
	SOCIETE BETON JBEL OUST	TN	100	VILAJE - VIGAS E LAJES PRE PT	74				
	SOCIETE GRANULATS JBEL OUST	TN	100	IBERA - INDUSTRIA DE BET/ PT	50				
	SOGRAL - SOCIEDADE DE GRANITOS, S.A PT	100		KANDMAD - SOCIEDADE GE PT	45				
	SOUTH COAST MINING (PTY) LTD	ZA	100						
	STERKSPRUIT CONCRETE (PTY) LTD	ZA	100						
	CIMPOR SACS MANUFACTURE COMPAN EG	99,9							
	BETOBOMBA SL (EXTINGUIDA)	ES	99,54						
	AMREYAH DEKHEILA TERMINAL COMPAN EG	99,37							
	SOGESSO-SOCIEDADE DE GESSOS DE S PT	99,3							
	TRANSFORMAL - AGRICOLA AMBIENTAL PT	99,3							
	AMREYAH CIMPOR READY MIX COMPAN EG	99,25							
	AMREYAH CEMENT	EG	99,14						
	INDUSTRIA DE TRANSFORMACAO DE PE CV	98,65							
	BOMBEO Y TRANSPORTE DE HORMIGONES	93,86							
	CIMBETAO - CIMPOR BETAO MOZAMBIQ MZ	82,71							
	BENCAPOR - PRODUCAO DE INERTES, S PT	75							
	SOUTH COAST STONE CRUSHERS (PTY ZA	74							
	STERKSPRUIT AGGREGATES (PTY) LTD ZA	74							
	INDIANA SHREE DIGVIJAY CEMENT COM PT	73,63							
	CIMPSHIP - TRANSPORTES MARITIMOS, PT	60							
	CIMENTOS DE CABO VERDE SA	CV	100						
	SOCIETE LES CEMENTS DE JEBEL OUST TN	100							
	CIMPOR (HUAI AN) CEMENT PRODUCTS CN	50							
	CIMPOR (SHANGHAI) ENTERPRISES MAN CN	50							
	CIMPOR (ZAOZHJIANG) CEMENT COMPAN CN	50							
	CIMPOR CEMENT CORPORATION LIMTEI HK	50							
	EAST ADVANTAGE INTERNATIONAL LIM VG	50							
	ECO-PROCESSA TRATAMENTO DE RESI BR	50							
	IBERA - INDUSTRIA DE BETAO, S.A.	PT	50						
	LIYANG DONGFANG CEMENT COMPANY CN	50							
	FUCHENG BUILDING MATERIALS COLTD CN	50							
	SEA-LAND MINING LIMITED	HK	50						
	TEPORSET - TERMINAL PORTUARIO DE PT	50							
	CIMPOR (SHANDONG) CEMENT COMPAN CN	48,8							
	HUAI AN LIUYUAN CEMENT COMPANY LI CN	48,8							
	SUZHOU LIUYUAN NEW TYPE CEMENT CO CN	48,8							
	COMPANHIA DE MINERACAO CANDIOTA BR	48							
	CEMENT SERVICES COMPANY	PT	45						
	AGUIERO SA	ES	44,79						
	CIMENTOS MADEIRA, LDA	PT	42,85						
	HONGKONGES MIRANDA CELANOVA SA	ES	39,82						
	SIMJUMA REHABILITATION TRUST	ZA	37						
	SUZHOU NANDA CEMENT CO., LTD.	CN	35,52						
	TERMINAL CIMENTIER DE GABS G.I.E	TN	33,33						
	NOMAKANJANI LOGISTICS (PTY) LTD	ZA	30						
	SETEFRETE - SGPS S.A.	PT	25						
	CIMENTOS ANTEQUERA, SA	ES	22,98						
	CIMENTOS PORTLAND VALDERRIVAS, S.E.S	ES	2,5						





## Anexo N - Sag.Gest - Soluções Automóvel Globais S.G.P.S, S.A.

SAGGEST - SOLUÇÕES AUTOMÓVEL GLOBAIS, S.G.P.S, S.A.	AAOO - SOCIEDADE DE FORMAÇÃO PROFISSIONAL E CONSULTÓRIA	PT	100						92,67
	AUTOMPOR - SOCIEDADE IMPORTADORA DE AUTOMÓVEIS, S.A.	PT	100	AUTOMP GLOBALE	PT				
	CONSTELLATION FINANCE SA	LU	100						
	ECOMETAIS - SOCIEDADE DE TRATAMENTO E RECICLAGEM, S.A.	PT	100						
	FROTARENTE-ALUGUER DE AUTOMÓVEIS, LDA	PT	100						
	LGA - LOGÍSTICA AUTOMÓVEL, S.A	PT	100	LGA - LOG SIVA - SOCI	PT				100
	NOVINELA B.V.	NL	100	SAG OVERSE	IE				100
	SAG AUTOMÓVEIS ESPANHA S.L.	ES	100	AUTOLOMBE	PT				10
	SAG ESPANHA S.L	ES	100						
	SIVA ONLINE SA	PT	100						
	SIVA SERVIÇOS - ASSESSORIA FINANCEIRA E ADMINISTRATIVA S	PT	100						
	SOAUTO - SGPS S.A	PT	100						
	SOAUTO COMERCIO DE AUTOMÓVEIS SA	PT	100						
	UNIDAS S/A	BR	100						
	USADO COMERCIO DE AUTOMÓVEIS, S.A.	PT	100						
	ROLVIA - SOCIEDADE DE AUTOMÓVEIS, S.A.	PT	60						
	NOVISION SA	PT	50						
	ROLPORTO - COMERCIO E INDUSTRIA DE AUTOMÓVEIS, S.A.	PT	49,91						
	MANHEIM PORTUGAL, LDA.	PT	40						
	SANTANDER MULTIRENT SP ZOO	PL	40						
	AUTOLOMBOS-SOCIEDADE DE AUTOMÓVEIS, LDA.	PT	30						
	CRE SGPS SA	PT	20						











## Anexo T - Entrepósito – Gestão e participações SGPS, S.A.

ENTREPOSTO - GESTÃO E PARTICIPAÇÕES (SGPS), S.A.	PT	A FONTES, S.A.	PT	100	100	ENTREPOSTO - GESTÃO E PARTICIPAÇÕES (SGPS), S.A.	100			
		ENTREPOSTO D.A. - GESTÃO DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS (SGPS) S.A.	PT	100	100	ENTREPOSTO VH - IMPORTAÇÃO DE PT	100			
		ENTREPOSTO SERVIÇOS - GESTÃO DE SERVIÇOS GERAIS, S.A.	PT	100	100	ENTREPOSTO VH - GESTÃO DE PAR PT	100	ENTREPOSTO VH - GESTÃO DE PARTICIPAÇÕES (SGPS), S.A.	COMERCIO E REPARA PT	100
		EUROPAUTO - COMERCIALIZAÇÃO DE VEÍCULOS AUTOMÓVEIS, S.A.	PT	100	100	ENTREPOSTO MÁQUINAS - COMERCIO PT	100	ENTREPOSTO LISBOA 2	COMERCIO PT	100
		S-LOG - SERVIÇOS E LOGÍSTICA S.A.	PT	9984	100	ENTREPOSTO COMERCIAL - VEÍCULO PT	100	ENTREPOSTO N. H.	COMERCIO EPT	100
		ALPHA EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES, LDA	BR	9953				ENTREPOSTO SANTARÉM	COMERCIO PT	100
		COMPANHIA DE MOCAIMBOQUE SARL	MZ	9813				ENTREPOSTO SETUBAL	COMERCIO PT	100
		ENTREPOSTO GESTÃO MOBILIÁRIA, S.A.	PT	839	100	ENTREPOSTO ALFEMPE - EQUIPAMENTOS PARA INPT	100	ENTREPOSTO VA	COMERCIO DEPT	100
		SOCIEDADE ALCOCEIRA DO MONTE, SARL	MZ	4433	100	SOCIEDADE MOBILIÁRIA FAMILIA GOPT	100	ENTREPOSTO VITURAS DESPT		100
		COMPANHIA CALUVAÇA, S.A.	MZ	406	23	MOVIAUTO - MONTAGEM DE VEÍCULO PT	23	ROTOR - SOCIEDADE DE COMEPT		100
		ENTREPOSTO PARTICIPAÇÕES E EMPREENDIMENTOS, LDA	PT	1293				TECNIAUTO - COMERCIO DE AUTOPT		100
		E.I.A. - ENSINO E INVESTIGAÇÃO ADMINISTRATIVA	PT	11				TECNITAGUS - COMERCIO DE AUTOPT		100
								ENTREPOSTO LISBOA - COMERCIO PT		999



