

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



ISCAL

CRIAÇÃO DE VALOR PARA O ACIONISTA: ESTUDO
COMPARATIVO DA CAIXA GERAL DE DEPOSITOS VS
FIDELIDADE

David Único Augusto Tchiba

Lisboa, Janeiro de 2026

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

CRIAÇÃO DE VALOR PARA O ACIONISTA: ESTUDO
COMPARATIVO DA CAIXA GERAL DE DEPOSITOS VS
FIDELIDADE

David Único Augusto Tchiba

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Gestão das Instituições Financeiras, realizada sob a orientação científica do Doutor Raúl Daniel Navas.

Constituição do Júri:

Presidente: Doutora Ana Maria Sotomayor

Arguente: Doutor Ricardo Emanuel Correia

Vogal: Doutor Raúl Daniel Navas

Dissertação elaborada ao abrigo do projeto
IPL/IDI&CA2024/CRYPTORISK_ISCAL.

Dedicatória

Dedico esta dissertação aos meus pais, que mesmo distantes, sempre acreditaram em mim,
motivaram e apoiaram até o fim.

Agradecimentos

A presente dissertação foi um processo longo e solitário. No entanto, para a sua realização foi necessário o apoio e participação de algumas pessoas que me rodeiam, que de qualquer forma contribuíram massivamente para este feito, às quem desejo expressar a minha sincera gratidão:

Ao professor Doutor Raúl Daniel Navas, quero agradecer pela aceitação e orientação científica deste trabalho, a paciência e vontade apresentada ao longo de todo o processo e especialmente pelos ensinamentos transmitidos.

Aos meus colegas do mestrado em gestão de instituições financeiras, pelo companheirismo, comunicação efetiva e debates construtivas que permitirem traçar este caminho de maneira mais leve e eficiente.

A minha mãe, pelo amor incondicional e a preocupação com os meus estudos, que mesmo longe de mim sempre me deu apoio e motivação para continuar a lutar.

A nossa diretora do curso e professora Doutora Ana Maria da Silva Barbosa de Sotomayor, pela dedicação e esforço para conseguir um orientador para este trabalho científico, e pela preocupação apresentada ao longo de todo o processo.

Por fim, agradeço a todos que, de forma direta ou indireta contribuíram, apoiaram e motivaram a realização deste trabalho.

Resumo

As organizações com fins lucrativos, diferente das organizações sem fins lucrativos, têm como objetivo a performance financeira e elaborar as metas e planos para o atingir. No entanto, essa performance permite às organizações recompensar os acionistas através dos resultados obtidos, sendo eles os detetores ou donos das organizações. O desempenho financeiro pode resumir a capacidade de uma organização com fins lucrativos de criar valor para os acionistas. Para tal, existem indicadores que permitem mensurar o valor criado para os acionistas. Uma difere-se da outra, porém, a colisão destes indicadores permite às organizações de os compararem e aproveitarem das suas vantagens e mitigar as inconveniências. O presente estudo tem como finalidade descobrir qual das duas organizações escolhidas cria mais valor para os acionistas, tendo em conta a diferença na dimensão das duas que por sua vez atuam em setores diferentes. A Caixa Geral de Depósitos atua no setor bancário, é a maior instituição financeira portuguesa e o maior banco em Portugal, ao contrário da Fidelidade que é uma empresa de seguros. Neste estudo pretende-se descobrir se a CGD para além de ser a mais rentável cria mais valor ou não para os seus acionistas que a Fidelidade. Sendo assim, para o presente estudo pretende-se avaliar as duas organizações na ótica do ROI, EVA e CVA. O horizonte temporal compreende de 2019 e 2021, os dados serão obtidos através das demonstrações financeiras consolidadas das organizações em estudo.

Palavras-chave: Criação de valor, Setor bancário, Setor segurador, ROI, EVA e CVA.

Abstract

For-profit organizations, unlike non-profit organizations, aim to achieve financial performance and develop goals and plans to achieve it. However, this performance allows organizations to reward shareholders through the results obtained, as they are the detectors or owners of the organizations. Financial performance can summarize the ability of a for-profit organization to create value for shareholders. To this end, there are indicators that allow measuring the value created for shareholders. One differs from the other, however, the significance of these indicators allows organizations to compare them and take advantage of their advantages and mitigate their drawbacks. The present study aims to discover which of the two chosen organizations creates more value for shareholders, considering the difference in size of the two, which in turn operate in different sectors. Caixa Geral de Depósitos operates in the banking sector, is the largest portuguese financial institution and the largest bank in Portugal, unlike Fidelidade, which is an insurance company. This study aims to find out whether CGD, in addition to being the most profitable, creates more value for its shareholders than Fidelidade. Therefore, for this study we intend to evaluate two organizations from the perspective of ROI, EVA and CVA. The time horizon includes 2019 and 2021, and the data will be obtained through the consolidated financial projections of the organizations under study.

Key-words: Value creation, Banking sector, Insurance sector, ROI, EVA and CVA.

Índice

ÍNDICE DE TABELAS.....	XI
ÍNDICE DE FIGURAS.....	XII
ÍNDICE DE QUADROS	XIII
LISTA DE ABREVIATURAS	XIV
LISTA DE SÍMBOLOS	XV
CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO.....	1
1.1- RELEVÂNCIA DA INVESTIGAÇÃO	2
1.2- OBJETO DA INVESTIGAÇÃO.....	2
1.3- OBJETIVO DA INVESTIGAÇÃO	3
1.4- METODOLOGIA GERAL	3
1.5- ESTRUTURA DA INVESTIGAÇÃO	4
CAPÍTULO II - ENQUADRAMENTO TEÓRICO.....	5
2.1- SETOR BANCÁRIO PORTUGUÊS	5
2.2- SETOR SEGURADOR PORTUGUÊS	10
2.3- GESTÃO BASEADA NO VALOR.....	14
2.4- CRIAÇÃO DO VALOR.....	16
2.5- VALOR DA EMPRESA E O VALOR PARA OS ACIONISTAS.....	19
2.6- GOVERNANÇA CORPORATIVA E A CRIAÇÃO DE VALOR PARA OS ACIONISTAS	20
2.7- INDICADORES DE AVALIAÇÃO DE PERFORMANCE COM BASE NA CRIAÇÃO DE VALOR	22
2.7.1- Return on investment	22
2.7.1.1- <i>Limitações do ROI</i>	24
2.7.2- Economic Value Added	25
2.7.2.1- <i>Limitações do EVA</i>	28
2.7.3- Cash Value Added	29
2.7.3.1- <i>Limitações do CVA</i>	31
CAPÍTULO III: MÉTODO DE PESQUISA.....	32
CAPÍTULO IV - ESTUDO EMPÍRICO	33
4.1- MÉTODO DE PESQUISA	33
4.2- CARACTERÍSTICA DAS EMPRESAS ESTUDADAS	33
4.2.1- O grupo Caixa Geral de Depósitos	33
4.2.2- O grupo Fidelidade	36
4.3- DESCRIÇÃO DOS MÉTRICAS E DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS PARA EFEITO DA SUA OPERACIONALIZAÇÃO	37
4.3.1- Return on investment	37
4.3.2- Economic Value Added	39
4.3.2.1- <i>NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)</i>	40
4.3.2.2- <i>Capital investido</i>	41
4.3.2.3- <i>Custo de capital</i>	42
4.3.2.4- <i>WACC (Weighted Average Cost of Capital)</i>	42
4.3.2.5- <i>Custo do capital próprio (Ke)</i>	44
4.3.2.6- <i>Custo do capital alheio (Kd)</i>	45
4.3.3- <i>Cash Value Added</i>	47

4.4- Demonstração dos cálculos.....	48
4.4.1- Cálculo do return on investment (ROI)	49
4.4.2- Cálculo do Economic Value Added (EVA)	49
4.4.3- Cálculo do Cash Value Added (CVA)	56
4.5- ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS	59
4.5.1- Comparação das métricas em estudo	63
CAPÍTULO V: CONCLUSÃO	65
5.1- PRINCIPAIS CONCLUSÕES DO ESTUDO	65
5.2- LIMITAÇÕES DO ESTUDO.....	66
5.3- SUGESTÕES PARA FUTURAS INVESTIGAÇÕES	67
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	68
ANEXOS	77

Índice de Tabelas

Tabela 1- Evolução de empresas de Seguros em Portugal.....	11
Tabela 2- Cálculo do ROI do grupo CGD.	49
Tabela 3- Cálculo do ROI do grupo Fidelidade.	49
Tabela 4- Cálculo do Capital Investido do grupo CGD.....	50
Tabela 5- Cálculo do Capital Investido do grupo Fidelidade.	51
Tabela 6- Cálculo do WACC de grupo CGD.	52
Tabela 7- Taxa de imposto efetiva de grupo CGD.	52
Tabela 8- Cálculo do WACC de grupo Fidelidade.	53
Tabela 9- Taxa de imposto efetiva de grupo Fidelidade.	53
Tabela 10- Cálculo do Custo de Capital Próprio (Modelo CAPM).....	54
Tabela 11- Cálculo do Custo do Capital Alheio do grupo CGD.	55
Tabela 12- Cálculo do Custo do Capital Alheio do grupo Fidelidade.	55
Tabela 13- Cálculo do EVA do grupo CGD.....	56
Tabela 14- Cálculo do EVA do grupo Fidelidade.....	56
Tabela 15- Cálculo das Depreciações Contabilísticas do grupo Fidelidade	57
Tabela 16- Cálculo de CVA do grupo CGD.....	58
Tabela 17- Cálculo de CVA do grupo Fidelidade.....	58
Tabela 18- Resumo percentual do grupo CGD e Fidelidade	59

Índice de Figuras

Figura 1- Evolução recente do setor bancário português.....	6
Figura 2- Rendibilidade do setor bancário em Portugal	7
Figura 3- Solvabilidade e Alavancagem do setor bancário em Portugal.....	9
Figura 4- Quota de Mercado das Empresas do Setor Segurador em Portugal.....	12
Figura 5- Resultado Líquido do Mercado Segurador Português	13
Figura 6- Esquema de Apuramento NOPAT	41
Figura 7- Evolução de ROI do grupo CGD e Fidelidade	59
Figura 8- Evolução de EVA e CVA do grupo CGD e Fidelidade.....	61

Índice de Quadros

Quadro 1- Grupo Caixa Geral de Depósitos.....	34
Quadro 2- Grupo Fidelidade.....	36
Quadro 3- WACC.....	44
Quadro 4- Apuramento do Cash Value Added.....	48

Lista de Abreviaturas

CGD – Caixa Geral de Depósitos

ROI – Return on Investment

VBM – Value Based Management

EVA – Economic Value Added

CVA – Cash Value Added

Am – Amortização Contabilística

AE – Amortização Económica

CI – Capital Investido

WACC – Weighted Average Cost of Capital

ESEF – European Single Electronic Format

ROLI – Resultados Operacionais Líquidos de Imposto

NOPAT – Net Operating Profit After Taxes

DCF – Discount Cash Flow

CP – Capitais Próprios

BP – Banco de Portugal

BCE – Banco Central Europeu

APB – Associação Portuguesa de Bancos

ASF – Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões

ES – Empresas de Seguros

GC – Governança Corporativa

Lista de Símbolos

K_d – Taxa de Endividamento

t – Taxa de imposto

K_e – Custo do Capital Próprio

R_f = Rendibilidade de um ativo sem risco

R_m = Rendibilidade esperada do mercado

$(r_m - r_f)$ = Premio de risco esperado do mercado

β = Risco do ativo

Capítulo I - Introdução

No cenário geral, a criação de valor para os acionistas desempenha um papel fundamental nas organizações, o aumento do retorno financeiro dos investidores ao longo tempo permite criar o valor, aumentar simultaneamente as receitas e diminuir os custos, o que automaticamente permite expandir o mercado, gerir e inovar os produtos e serviços da organização, assim como aumentar a remuneração dos acionistas. De acordo com Neves (2011) o foco principal das empresas é a criação de valor para os acionistas, clientes, colaboradores ou a comunidade envolvente, porém, em vários momentos os interesses se diferem uns dos outros, mas, estão intrinsecamente ligados, pode variar de empresa para empresa dependendo da cultura organizacional de cada uma e do setor de atividade em que a mesma se atua. Deste modo, a ligação intrínseca das diferentes organizações referentes a criação de valor é boa, porém para ser uma criação de valor sustentável é necessário que seja transversal a todas as entidades envolvidas com a organização, sendo que a percepção e a opinião delas sobre a criação de valor têm forma e característica distintas. A criação de valor pode ir além de gerar lucro de imediato, trata-se da elaboração da estratégia ao longo prazo que permita gerar lucro e reduzir os custos. O desempenho financeiro é importantíssimo nas organizações, ainda que só não permite tirar a conclusão sobre a criação ou destruição de valor. Deste modo, os autores Teixeira e Amaro (2013) realçaram a importância do desempenho financeiro na tomada de decisões, nomeadamente as informações contabilísticas provenientes do balanço, demonstrações de resultados e demonstrações de fluxos de caixa.

Estas informações contribuem massivamente na tomada de decisões, principalmente as decisões estratégicas da empresa, a capacidade de gerar os resultados, ter o retorno dos investimentos realizados e compará-lo com o retorno esperado, ter uma visão completa sobre a tesouraria da empresa e assim como a sustentabilidade financeira ao longo termo.

O resultado positivo, retorno sobre os investimentos não permitem ter uma conclusão exata da criação de valor, porém, são necessários para o processo, uma vez que há criação de valor quando o retorno sobre o investimento realizado for superior ao custo de capital utilizado no investimento.

O presente estudo pretende identificar através de qual das duas organizações escolhidas cria mais valor para os seus acionistas, nomeadamente, grupo CGD e grupo Fidelidade, partindo do

horizonte temporal 2019 e 2021. Sabe-se que o grupo CGD é a maior instituição financeira portuguesa, o que naturalmente permite-lhe gerar resultados maiores do que os do grupo Fidelidade, mas, como referido anteriormente, a criação do valor não está unicamente resumida ao resultado gerado, mas também ao custo associado ao investimento. Deste modo, o foco principal é calcular as métricas da gestão baseada no valor, nomeadamente o *Return on Investment (ROI)*, *Economic Value Added (EVA)*, *Cash Value Added (CVA)* e saber com qual destas métricas as organizações escolhidas criam ou destroem valor. Estes indicadores se diferem um dos outros dependendo do contexto que se encontra, apresentam as suas vantagens e inconveniências que serão abordadas posteriormente.

1.1- Relevância da investigação

Desde a década de 90, o tema “Criação de Valor para os Acionistas” tem sido dos mais abordados e publicados por diversos autores, o conceito que interessa bastante os investidores sendo eles os donos das empresas. No setor bancário e segurador, a criação de valor é de extrema relevância e desempenha um papel crítico no sistema financeiro português, visto que os bancos necessitam fortemente do financiamento das suas operações e de mitigar os potenciais riscos. O conceito da criação de valor para os acionistas é importantíssimo tanto para os bancos, assim como para as seguradoras. Este conceito permite aos bancos reter e atrair mais investidores, uma vez que eles servem de intermediários financeiro, captam recursos ou depósitos dos depositantes e utilizam estes depósitos sob forma de empréstimo aos deficitários. O mesmo acontece com as seguradoras, compram os riscos dos seus clientes em contrapartida dos prémios pagos, protegendo-os contra os possíveis eventos incertos ou sinistros que possam vir a acontecer. Para que isso aconteça, é necessário atrair investidores, e este último só deve investir em negócios cujos retornos sobre o capital investido seja superior ao custo de capital, permitindo assim criar o valor.

Sendo assim, a relevância desta investigação torna-se evidente, ao analisar se as empresas objeto deste estudo criam ou destroem valor para os seus acionistas, baseando nas avaliações das métricas de avaliação de *performance* que serão feitas, nomeadamente o *ROI*, *EVA* e *CVA*.

1.2- Objeto da investigação

Os objetos deste estudo incidem sobre duas (2) empresas, nomeadamente a Caixa Geral de Depósitos e a Fidelidade, através da avaliação com base na criação de valor para os seus

acionistas, com um horizonte temporal de 3 anos, de 2019 a 2021, para que tenhamos informações pertinentes relativamente à criação de valor para os acionistas nessas empresas. A CGD criada em 10 de abril de 1876, é sem dúvida o maior banco português, atua como banco comercial e de investimento, oferecendo uma vasta gama de serviços financeiros para os indivíduos e empresas. A Fidelidade criada em 1808, é uma das maiores e mais antigas seguradoras do país. É a empresa líder no mercado de seguros em Portugal, oferece uma ampla gama de produtos e serviços para os seus clientes.

1.3- Objetivo da investigação

O objetivo central desta dissertação consiste na análise de vários indicadores de avaliação de performance com base na criação de valor para os acionistas e verificar com base nos mesmos se estas empresas objetos de estudo, nomeadamente grupo Caixa Geral de Depósitos e grupo Fidelidade criam ou destroem valor.

Os objetivos específicos visam concluir qual das métricas cria mais valor e porquê, com base nos resultados obtidos. Muitas das vezes a perceção que se tem, é que as maiores empresas por naturalmente conseguir resultados maiores automaticamente criam mais valor para os seus acionistas do que as empresas de menor dimensão, mas, na prática nem sempre é assim, uma vez que independentemente se a grande empresa tiver um resultado maior deve ser comparado ao seu custo de capital. Se tiver o custo de capital investido superior ao retorno sobre o investimento, há criação de valor, caso contrário, a empresa estará a destruir o valor.

Para tal, o nosso objetivo é avaliar as três métricas escolhidas para o nosso estudo com base na criação de valor para os acionistas e fazer uma comparação entre as métricas, por fim comparar as duas empresas escolhidas anteriormente mencionadas.

1.4- Metodologia geral

De modo geral, a presente dissertação foi dividida em duas fases. Na primeira fase será feito um enquadramento teórico sobre os temas que sustentam a investigação, a fim de obter conhecimento do estado da arte, sobretudo descritos por profissionais e especialistas, utilizando como suporte de pesquisa os livros, dissertações, artigos científicos, fontes eletrónicas, documentos institucionais, entre outros.

Para a segunda fase deste trabalho, será feito uma abordagem comparativa, cujo objetivo

principal o estudo da capacidade de criação de valor das empresas em estudo, avaliar de forma objetiva os indicadores como ROI, EVA e CVA. O estudo foi feito com base nos dados recolhidos das próprias instituições, ou seja, dos relatórios e contas consolidadas divulgadas de acordo com European Single Electronic Format (ESEF). Para estudo comparativo, foram escolhidas duas empresas nacionais, nomeadamente grupo Caixa Geral de Depósitos e grupo Fidelidade, duas maiores empresas nacionais que atuam nos setores distintos, sendo a CGD no setor bancário e a Fidelidade no setor segurador. Pretende-se avaliar profundamente nestas empresas as métricas de avaliação de desempenho com base na criação de valor anteriormente mencionadas, com base nas informações financeiras divulgadas nos anos 2019, 2020 e 2021.

1.5- Estrutura da investigação

A presente dissertação está dividida em cinco capítulos. No primeiro capítulo temos a introdução sobre o tema escolhido, onde é abordada de seguida a relevância do tema, os objetos em estudo, o objetivo da investigação e a metodologia geral.

No capítulo 2 será efetuada a revisão da literatura sobre o tema, ou seja, um vasto enquadramento teórico, abordando os conceitos seguintes: Gestão baseada no valor, Criação de valor (no setor bancário e segurador), Valor da empresa e o valor para os acionistas, Governança corporativa e a criação de valor para os acionistas, baseados nas opiniões e definições de alguns autores. De seguida foi feita a apresentação e comparação dos indicadores de avaliação de performance com base na criação de valor escolhidos para o nosso estudo, nomeadamente o ROI, EVA e CVA, as suas (seus) inconveniências (problemas) e fórmulas de cálculo, centrado na criação de valor para os acionistas.

O capítulo 3 é exclusivamente dedicado ao método de investigação (estudo empírico “comparativo”) escolhido para este estudo. No capítulo 4 será realizado um estudo empírico, onde os indicadores foram calculados e interpretados de forma a concluir qual das duas empresas cria mais valor e por via de qual indicador. As coletas de informações financeiras foram feitas através das demonstrações financeiras das empresas em estudo.

Por fim, no capítulo 5 apresenta-se a conclusão com base nos resultados obtidos dos cálculos, contributos do estudo, limitações do estudo, sugestões para a investigação futura e as conclusões finais.

Capítulo II - Enquadramento Teórico

No presente capítulo, pretende-se fazer uma revisão da literatura referente aos temas como: setor bancário e segurador, gestão baseada no valor, criação de valor, valor da empresa e o valor para os acionistas, governança corporativa e a criação de valor para os acionistas.

2.1- Setor bancário português

O setor bancário português tem tido o período de reestruturação desde a crise financeira de 2008. Desde então, surgiram e desapareceram inúmeras empresas (instituições financeiras), seja através de fusões, cisões, resoluções, aquisições ou recapitulações.

O setor bancário português desempenha um papel crucial na economia nacional, servindo de intermediário financeiro, supervisor (BP e BCE) para garantir um bom funcionamento do sistema financeiro nacional. As principais instituições financeiras do setor bancário consideradas entidades de grande dimensão são: Caixa Geral de Depósitos (CGD), Millennium BCP, Novo Banco, Santander Tota e Banco BPI. Estas entidades detêm cerca de 86,2% dos ativos de setor bancário português, sendo maioritariamente detida pela CGD.

De acordo com a APB (2023), no contexto geral, tem tido uma evolução favorável do setor bancário tendo em conta a diminuição da inflação do ano 2022 para 2023, tendo diminuído de 8,7% para 6,8%. No entanto, segundo APB (2024, p 5), «o sector bancário português continuou a melhorar a rentabilidade num contexto de tensões geopolíticas, inflação e abrandamento económico, tendo o capital atingido níveis historicamente elevados e acima da Área do Euro, enquanto a liquidez se manteve robusta».

De acordo com Fernandes (2022, p 19), o crescimento do setor bancário português após a crise pandémica deve-se ao «crescimento das disponibilidades colocadas nos bancos centrais e dos empréstimos a clientes, num contexto de abundância de liquidez e de incentivos à manutenção de linhas de crédito». De acordo com APB (2024), os empréstimos a clientes aumentaram de forma significativa desde 2019, cerca de 1,3% em 2019, 2,0% em 2020, 4,1% em 2021, 2,5% em 2022.

Outro fator resultante da evolução positiva do setor bancário português é o aumento dos ativos de 2019 até à data atual. Em 2019, os ativos dos bancos cresceram cerca de 1,5% comparados ao do ano anterior, 5,5% em 2020, 8,0% em 2021, de seguida teve uma diminuição negativa de 0,5% em 2022 comparado ao ano anterior. Hoje após a atualização do último balanço feito

pela APB, constatou-se um crescimento de 2,6%, 1,7% e 0,6%, referente ao primeiro, segundo e terceiro trimestre de 2024. De modo geral, o setor bancário português evoluiu, tanto na dimensão das instituições, empregados, balcões, POS, entre outros.

A figura em baixo ilustra a evolução do setor bancário português:

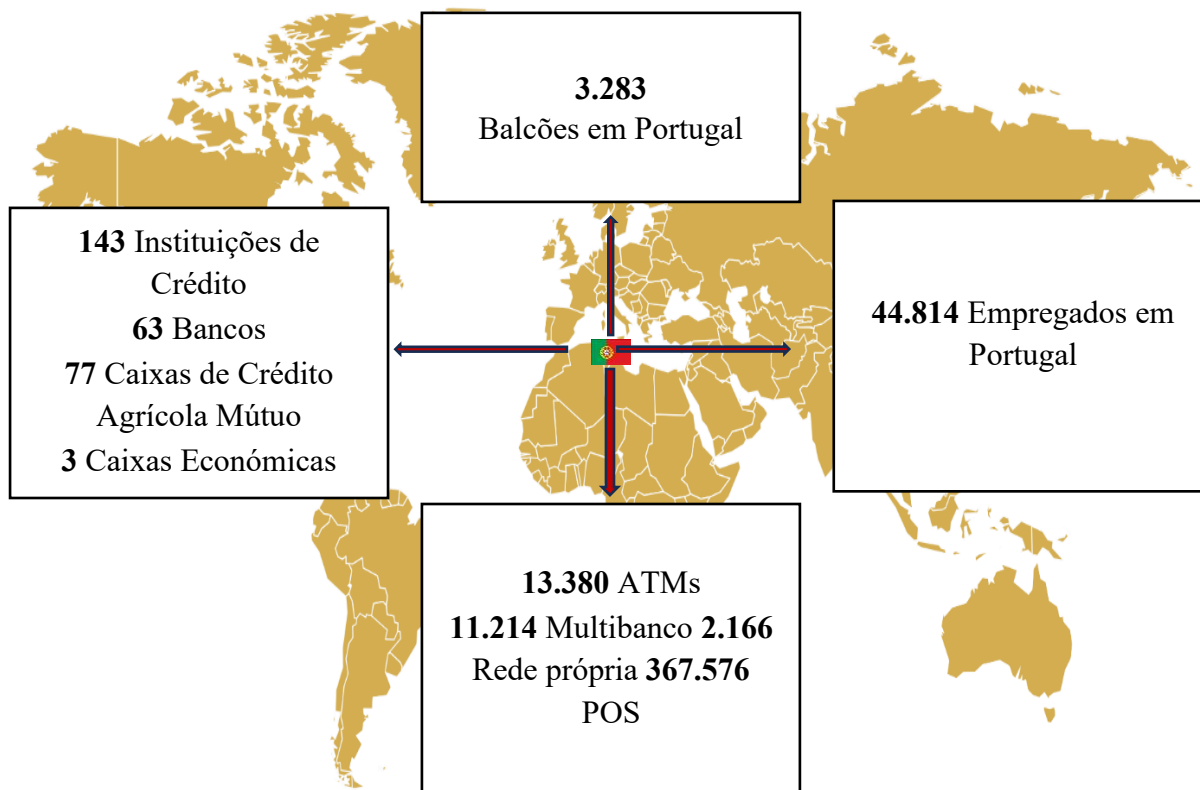


Figura 1- Evolução recente do setor bancário português

Fonte: Adaptado de APB (2024)

Como se pode observar na figura 1, o setor bancário português teve uma evolução enorme nos últimos anos. Atualmente conta com mais de 143 instituições de crédito em todo Portugal continental e regiões autónomas que garante o melhor funcionamento setor financeiro. Atualmente, conta com mais de 63 bancos cujas funções garantir a estabilidade financeira através da captação dos recursos dos excedentários para aplicar sob forma de empréstimos aos deficitários, desempenham um papel de intermediário. Tem mais de 77 caixas de crédito agrícola mútuo que apesar de funcionar de maneira autónoma, porém, estão associadas à Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo (ambas fazem parte do Grupo Crédito Agrícola), cuja função supervisionar e coordenar as funcionalidades das mesmas. Estas caixas desempenham um papel crucial no sistema bancário nacional, tais como contas à ordem, poupanças, concessão de créditos, seguros e entre outras.

O setor financeiro português conta com apenas 3 caixas económicas, 3.283 balcões espalhadas em Portugal, 13.380 ATMs, 11.214 Multibanco, 2.166 Rede própria, 367.576 POS (Pontos de Vendas).

Com passar dos anos aconteceram alguns acontecimentos que prejudicaram o setor bancário nacional, tais como, a crise financeira de 2008 anteriormente mencionada, ou a crise financeira do Banco Espírito Santo (BES) em 2014 que acabou por ser resolvida pelo mecanismo único de resolução. Estes acontecimentos fizeram o sistema bancário manter-se em alerta e mais resiliente. Para fazer face a estes acontecimentos é necessário solidificar os bancos, melhorar as suas rendibilidades, solidez, produtividade e outros indicadores que permitem imunizar-se contra as possíveis crises financeiras, a implementação das reformas de Basileia III contribuíram para a resiliência do setor bancário.

As figuras em baixo ilustram a evolução do setor bancário português relativamente às rendibilidades, solvabilidade e alavancagem.

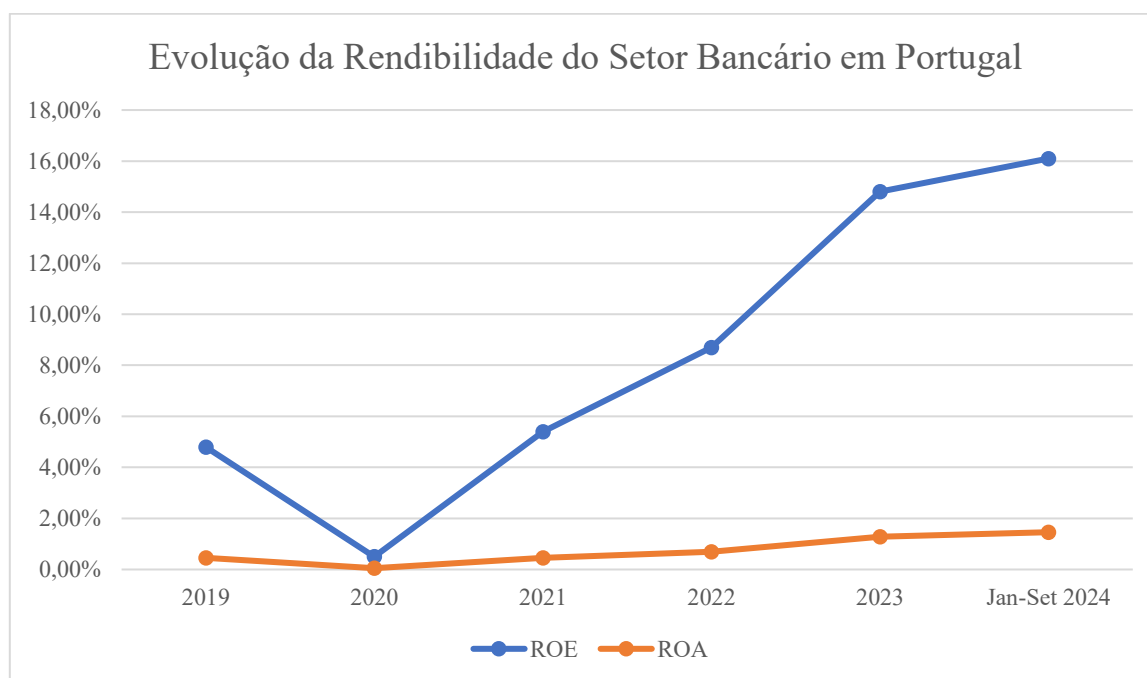


Figura 2- Rendibilidade do setor bancário em Portugal

Fonte: Elaboração própria, com recurso a dados de síntese de indicadores divulgado pela Associação Portuguesa de Bancos em dezembro de 2024.

Como se pode observar na figura 2, a rendibilidade do setor bancário português passou por duas fases: a fase pré-covid 19 e pós-covid 19.

A figura em cima ilustra uma diminuição robusta da rentabilidade em 2020, seja através do ROA ou/e ROE. O ROA do setor bancário diminuiu de 0,45% para 0,05%, devido a diminuição dos lucros do setor no período da crise pandémica, houve uma diminuição dos resultados líquidos de cerca de 1.558 milhões de euros de 2019 para 2020.

Esta diminuição impactou negativamente a rentabilidade do setor, os ativos do setor bancário aumentaram, porém, o lucro gerado não foi proporcional apesar da diminuição dos custos operacionais (cerca de -5,3% comparado ao ano de 2019). Nos anos seguintes após a crise de coronavírus o setor bancário conseguiu reerguer-se e gerou uma evolução positiva nos restantes anos, apresentando rentabilidades progressivamente melhores. O mesmo aconteceu com ROE em 2020, houve uma diminuição de 4,3% comparado ao 2019. Isto deve-se a inadimplência do setor bancário por causa da crise pandémica, os bancos aumentaram as provisões para perdas com os créditos o que consequentemente originou na redução da rentabilidade do setor.

Os riscos de crédito aumentaram e consequentemente a incerteza do cumprimento com as dívidas, os bancos não conseguiram gerar o retorno suficiente para compensar o património líquido investido. Os resultados líquidos caíram bruscamente em 2020, passaram de 1.752 milhões de euros para 194 milhões, o que depois voltaram a melhorar nos anos seguintes sendo 1.997 em 2021, 3.142 em 2022, 5.595 em 2023 e 4.987 de janeiro a setembro de 2024, a última atualização da APB.

Os resultados dos bancos melhoraram de 2021 para frente, houve a diminuição dos colaboradores no setor bancário português e o que diminuiu consequentemente os custos em 2020, porém voltaram a aumentar nos restantes anos. Também reduziram os balcões por causa da crise vários pontos de vendas, balcões fecharam para diminuir os custos operacionais, além da diminuição da taxa efetiva de imposto de 22,1% em 2019 para 20,5% em 2020.

Em suma, o setor bancário passou por uma fase de desafio durante a crise pandémica e teve de se adaptar às condições que se encontravam, o que lhe tornou resiliente permitindo-lhe reestruturar e voltar a ficar mais sólido, rentável e eficiente. A figura em baixo ilustra a evolução da solvabilidade e alavancagem do setor bancário no território nacional.

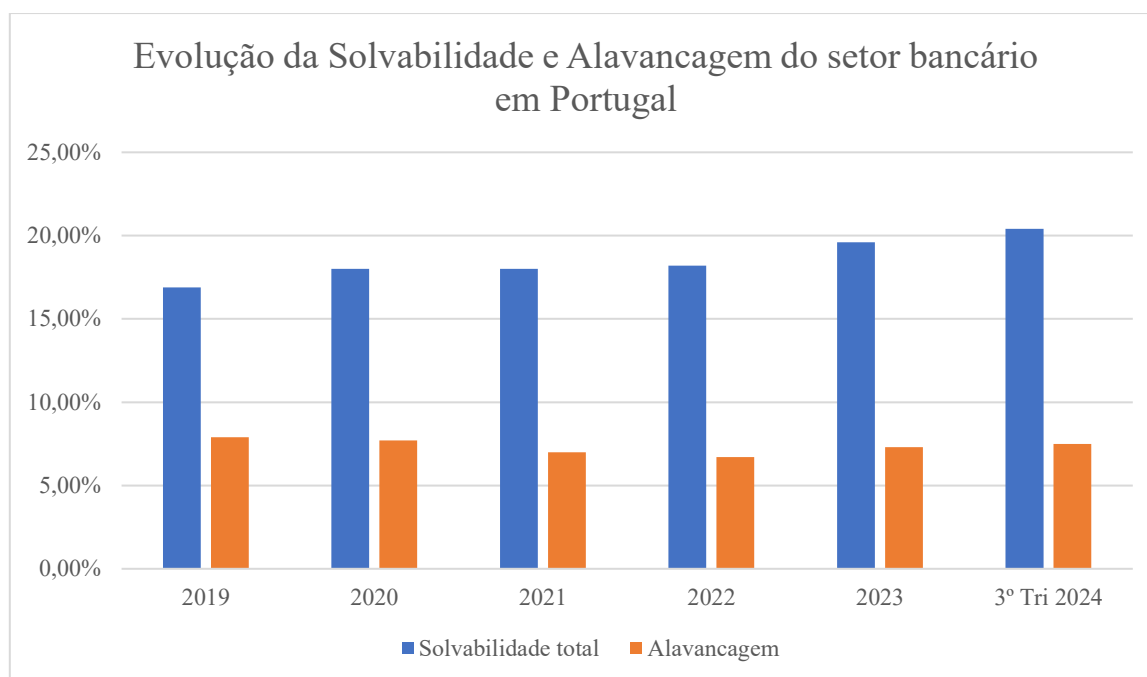


Figura 2- Solvabilidade e Alavancagem do setor bancário em Portugal

Fonte: Elaboração própria, com recurso a dados de síntese de indicadores divulgados pela Associação Portuguesa de Bancos em dezembro de 2024.

Como se pode observar na figura 3, os rácios da solvabilidade não sofreram muitas alterações durante a crise, os bancos em Portugal continuaram solváveis e bastantes alavancados em comparação com a média da União Europeia.

Quanto à alavancagem, o setor bancário português têm mantido um nível mais elevado que a área do euro. Nos últimos seis (6) anos, o setor bancário português têm mostrado resiliência face aos possíveis choques económicos que possam surgir. Por exemplo, de acordo com a figura 3 podemos ver a evolução da alavancagem do setor bancário português que não apresentou volatilidade, permitindo o setor bancário de proteger-se contra as possíveis perdas inesperadas e imunizando-se do risco de insolvência. A robustez do rácio de alavancagem promove mais confiança aos investidores e depositantes, evita o incumprimento das regras e requisitos estabelecidos pelas entidades reguladoras, o que lhe permite evitar as sanções em caso de não cumprimento.

Quanto à solvabilidade total, o setor bancário português mostrou que é capaz de enfrentar adversidades económicas, apesar da crise pandémica ter afetado bastante o setor bancário, porém, este último mantém a solvabilidade robusta que lhe permite evitar o risco de insolvência e permanecer mais resiliente. De acordo com APB (2024), o

rácio common equity Tier 1 (CET1) vem aumentando progressivamente desde 2019, o setor bancário português permaneceu solvável apresentando rácios de 14,3% em 2019, 15,3% em 2020, 15,5% em 2021, 15,4% em 2022, 17,1% em 2023 e 17,7% no terceiro trimestre de 2024.

Em suma, o setor bancário português demonstrou e provavelmente vai continuar a demonstrar uma evolução positiva em termos da solvabilidade. Em 2024, setor bancário português apresentou uma evolução histórica, onde atingiu níveis de solvabilidade nunca vistos anteriormente, ultrapassando a média da área do euro. Segundo APB (2024), esta evolução deve-se a implementação das reformas de Basileia III que visam reforçar os requisitos de capital das instituições financeiras, as reservas de capital nomeadas (*buffers*), rácios de alavancagem e a liquidez.

2.2- Setor segurador português

O setor segurador português desempenha um papel importantíssima no sistema financeiro e economia nacional, prestando serviços aos particulares e empresa. Este setor fornece uma ampla gama de produtos que engloba os seguros ramos vida e não vida que permitem cobrir os sinistros ou/e acontecimentos inesperados em contrapartida dos prémios pagos pelos segurados.

O setor segurador português é supervisionado pela ASF (Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões), incluindo as entidades gestoras de fundos de pensões, mediadores de seguros, empresas de seguros, resseguros e suas respetivas sucursais, sejam elas nacionais ou estrangeiras atuando no território português independentemente se a sede estiver no estrangeiro (Estado Membro da União Europeia).

De acordo com a ASF (2024), a Fidelidade lidera a lista das cinco maiores seguradoras nacionais em termos de quota de mercado com 30,08%, seguida de Generali Seguros com 10,82%, Ocidental Vida com 7,85%, Ageas Seguros com 7,05%, e por último a Allianz com 5,31%. Estas seguradoras representam cerca de 61,11% do mercado segurador português, contribuindo para o melhor funcionamento do setor.

Das principais empresas listadas em cima, a Ocidental Vida foi a empresa com maior taxa de crescimento do último ano (2024), cresceu cerca de 58,60% comparado ao ano de 2023, ultrapassou a Ageas Seguros assumindo a terceira posição do ranking de acordo dos dados estatísticos da Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões.

A tabela em baixo ilustra a evolução de empresas de seguros e o seu número médio de

trabalhadores em estabelecimento do setor segurador português.

Tabela 1- Evolução de empresas de Seguros em Portugal

	2023	2022	2021	2020	2019
Número de ES a operar em Portugal	606	603	589	662	666
Sociedades Anónimas de Direito Português	36	36	37	37	39
Vida	12	12	12	12	12
Não Vida	19	19	20	20	21
Mistas	4	4	4	4	5
Resseguro	1	1	1	1	1
Mútuas	1	1	1	1	1
Sucursais de ES Estrangeiras	26	26	26	28	31
Da União Europeia	26	26	26	28	31
Vida	2	2	2	4	5
Não Vida	16	16	16	17	19
Mistas	8	8	8	7	7
Fora da União Europeia	0	0	0	0	0
ES em L.P. S	543	540	525	596	595
Número médio de trabalhadores das Empresas de Seguros em estabelecimento	10.836	10.585	10.349	10.195	9.995

Fonte: Adaptado de ASF (2023)

Como se pode observar na tabela 1, a evolução do setor segurador nacional em termos de resultados e quota de mercado é notável apesar da desapareção de algumas empresas nacionais e sucursais estrangeiras no território nacional. As Sociedades Anónimas de Direito Português diminuíram nos últimos anos, isto deve-se as aquisições e fusões das empresas do mesmo setor, principalmente as grandes empresas estrangeiras adquirindo as nacionais. Por exemplo, a aquisição da Tranquilidade em 2020 e a Liberty Seguros em 2023 pela renomada seguradora italiana Generali que fortaleze imensamente a presença das empresas estrangeiras no setor segurador português.

A figura em baixo ilustra a lista de dez (10) maiores seguradoras do setor segurador português em termos de quota de mercado, cujos cinco delas mencionadas anteriormente.

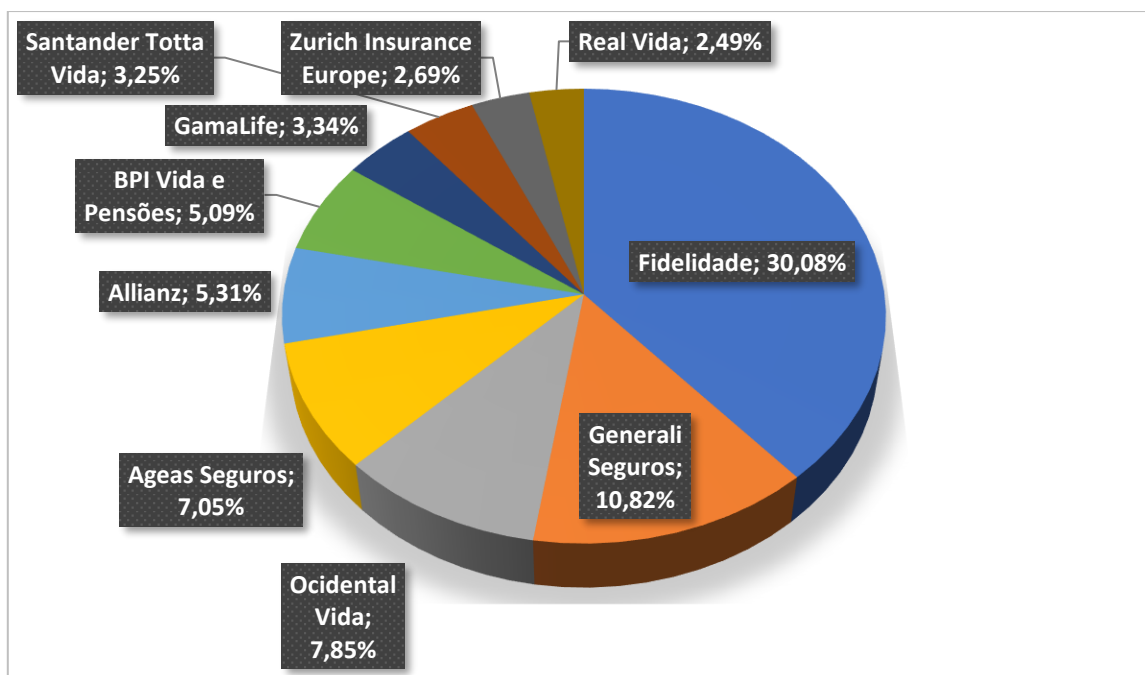


Figura 3- Quota de Mercado das Empresas do Setor Segurador em Portugal

Fonte: Elaboração própria com recurso às informações divulgadas pela ASF (2024).

Como pode se ver na figura 4 a Fidelidade é a empresa com maior quota de mercado do setor segurador nacional com mais de 30,08%, seguido de Generali Seguros com 10,82%, de seguida temos a Ocidental Vida, Ageas Seguros, Allianz, BPI Vida e Pensões, GamaLife, Santander Totta Vida, Zurich Insurance Europe e por fim Real Vida ocupando o top dez com respetivamente 7,85%, 7,05%, 5,31%, 5,09%, 3,34%, 3,35%, 2,69% e 2,49%.

Como referido anteriormente, os resultados líquidos das empresas do setor segurador melhoraram nos últimos anos, apesar da crise pandémica de 2019 ter causado vários sinistros afetando assim as empresas do setor e a economia nacional em geral.

A figura em baixo ilustra a evolução dos resultados líquidos do mercado segurador nacional sob supervisão prudencial da Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões.

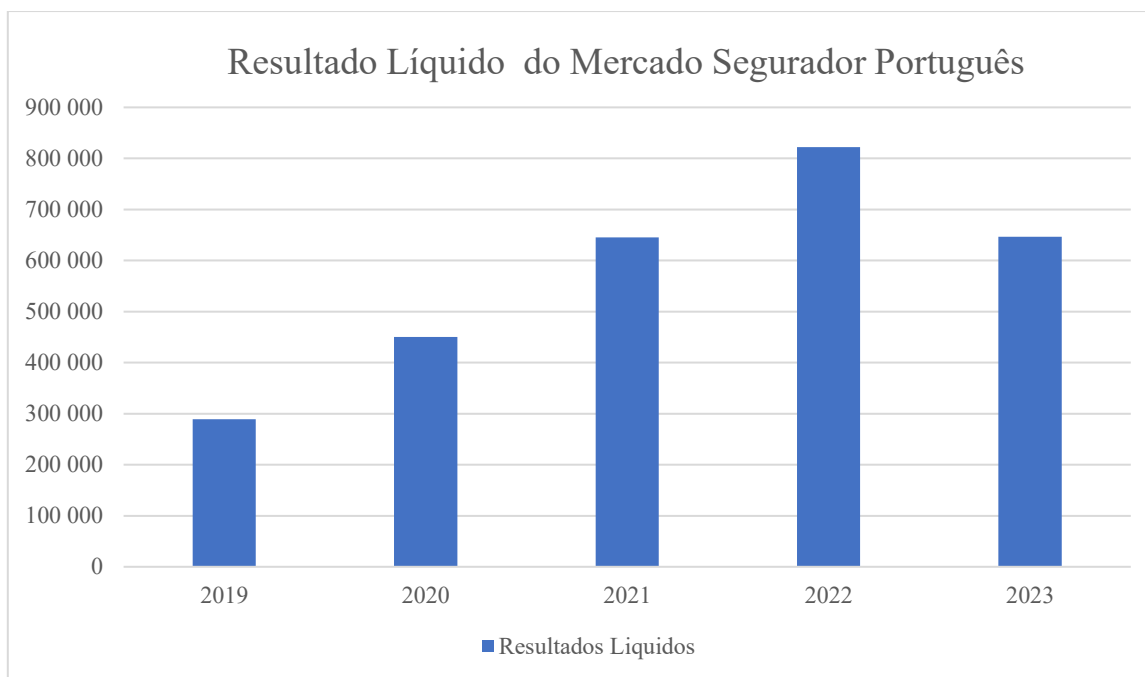


Figura 4- Resultado Líquido do Mercado Segurador Português

Fonte: Elaboração própria com recurso à informação divulgada pela ASF (2024). A informação diz respeito apenas ao mercado sob supervisão prudencial da Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF).

Como se pode observar na figura 5 houve um aumento crescente no resultado líquido gerado pelas empresas do setor com exceção do último ano (2023). Isto se deve ao aumento dos custos brutos com sinistros pagos em 2023 que excederam os prémios brutos pagos, dificultando assim o mercado segurador de gerar resultado superior ao ano anterior, nomeadamente 2022.

O fundo de pensões de pensões não tem personalidade jurídica, são geridos pelas sociedades gestoras de fundos de pensões cujos objetivos assegurar a proteção dos direitos e os interesses dos beneficiários e participantes de fundos pois são eles que contribuem para garantir a solvência do fundo.

De acordo com a ASF, no mercado segurador português existem cerca de oito (8) sociedades gestoras de fundos de pensões, tais como: Futuro - Sociedade Gestora de Fundos de Pensões, S.A., Golden – SGF Sociedade Gestora de Fundos de Pensões, S.A., Sociedade Gestora de Fundos de Pensões do Banco de Portugal, GNB - Sociedade Gestora de Fundos de Pensões, BBVA Fundos - Sociedade Gestora de Fundos de Pensões, S.A., Santander Pensões - Sociedade Gestora de Fundos de Pensões, S.A. e Ageas - Sociedade Gestora de Fundos de Pensões.

2.3- Gestão baseada no valor

A GBV é um sistema de gestão utilizado pelas empresas cujo principal objetivo é a maximização do valor para o acionista no longo prazo (Carvalho, 2014). De acordo com Cabello e Parisi (2006, p 2), a Gestão Baseada no Valor pode ser definida como «um processo sistêmico que orienta toda a tomada de decisão de uma organização no intuito da criação do valor». esse sistema requer da organização e de seus gestores uma mudança comportamental e uma condução organizacional voltada para esse intuito.

Para Toniut et al. (2015), a gestão baseada nos valores pode ser interpretada como um modelo de gestão estratégica cujo foco principal o desenvolvimento dos fatores impactantes da cultura organizacional de uma empresa.

De acordo com Weissenrieder (1998), a GBV pode servir de suporte para a gestão financeira interna de uma empresa. Entretanto, o autor salienta que não basta apenas usar a contabilidade, porém, a utilização dos dois permite melhor controle e cálculo dos impostos.

Nas últimas décadas aconteceram inúmeras alterações no meio envolvente empresarial, com especial ênfase para o aumento da competitividade, devido ao crescimento da desregulamentação e globalização da economia impactando profundamente a forma como os mercados e as economias interagem no cenário global (Carvalho, 2008). A inovação tecnológica e a maior seletividade e níveis de exigência dos clientes, o que permitiram surgir novas variáveis críticas do sucesso empresarial, nomeadamente eficiência, qualidade, tempo e inovação. Há uma afirmação que advoga que o objetivo principal das empresas é a criação de valor, o que induziu a implementação de sistemas de gestão baseadas no valor (VBM- Value Based Management), de modo em que surgiu outras métricas de avaliação de performance empresarial em oposição aos indicadores tradicionais contabilísticos, que permitiam avaliar desempenho da empresa, mas, não a criação do valor para os investidores. Segundo Copeland, Koller e Murrin (2000) a GBV é um processo integrador, centrado na melhoria do processo de tomada de decisões do longo prazo (estratégicas) e operacionais dentro de uma empresa, a partir dos impulsos provocados pelos direcionares de valor da própria empresa.

Entretanto, a contabilidade tradicional, independente dos critérios de avaliações dos ativos e passivos, não permite saber, de maneira geral, informações que permitam verificar se o objetivo de maximização da riqueza está sendo alcançado (Assaf Neto e Araújo, 2001). Segundo o mesmo, as principais dificuldades práticas no que diz respeito à consolidação de um value based management, deve-se a cultura organizacional da própria empresa, o que muitas das vezes

cria conflito em termos de controle e processos de decisão na empresa desinformando a eficiência do conceito lucro e valor, dificultado mais a consolidação de uma gestão baseada no valor. Entretanto, Caselani e Caselani (2006) consideram que a gestão baseada no valor representa um dos principais tópicos de estudo na área das finanças corporativas. Os mesmos afirmam que o seu impacto no meio acadêmico e empresarial deve-se ao facto das organizações terem compreendido que é possível criar e implementar instrumentos de gestão capazes de avaliar o desempenho financeiro dos negócios levando em consideração a maximização da criação de valor para os acionistas. O sistema de gestão baseada no valor exige uma alteração de comportamentos por parte de todos aqueles que dela fazem parte, impulsionando-os a uma nova postura organizacional, em que todos os níveis hierárquicos devem estar atentos à escolha de alternativas que agreguem valor para a empresa (Carvalho, 2014).

De acordo com Bukvic (2016), o surgimento e implementação da gestão baseada no valor deve-se a eficiência do mercado de capital, este último por sua vez exige uma alocação de recursos para melhorar a eficiência das organizações e obter as vantagens competitivas face às empresas concorrentes. O autor ainda afirma que os atuais indicadores usados pelas empresas para avaliar as suas performances (lucros) e criação de valor, não são consistentes e muitas vezes torna-se difícil adaptá-los ao mecanismo dos mercados de capital e com o que o mercado considera ser a chave para determinar o valor. Portanto o surgimento de um novo sistema (VBM) que permita as empresas de identificar as ameaças e oportunidades, mitigar a primeira e aproveitar da segunda, porém, com o objetivo primordial a criação de valor sustentável para os acionistas.

Entretanto, alinhar os interesses dos gestores com os interesses dos acionistas é o objetivo principal da gestão baseada no valor, o que na maioria das vezes acaba por ser um grande desafio. Os acionistas prezam os objetivos ao longo prazo e a criação de valor para si, o que por vez não conjuga com os objetivos dos gestores que por sua vez podem optar por priorizar os projetos rentáveis a curto prazo e não ao longo prazo. Esta situação dificulta a criação de valor e consolidação da gestão baseada no valor, pode ser remediado se os acionistas decidiram implementar uma estratégia de motivação dos gestores, nomeadamente o aumento das remunerações ao longo prazo, participação nos ganhos efetuados dos projetos do longo prazo em vez do curto prazo, autonomia e reconhecimento. Esta estratégia permite a conciliação dos interesses de ambas as partes, promove decisões consistentes com a criação de valor sustentável da empresa. Deste modo, Cabello e Parisi (2006) afirmam que a criação de valor depende muito da conjugação da vontade da empresa em expandir e os interesses dos acionistas em receber mais dividendos. O modelo de gestão baseada em valor (GBV) surgiu para atender essa

necessidade, garantindo que todas as decisões são centradas na criação de valor para o acionista.

Segundo Damodaran (2004) os princípios fundamentais das finanças corporativas vão ao encontro dos objetivos principais da GBV, isto é, a maximização do valor para a empresa e respetivamente para o acionista. Para Júnior (2004), a «gestão baseada no valor é conseguir que resultados sejam atingidos através de políticas e práticas internas pautadas por um conjunto específico de valores morais centrais para a organização». Isto é, as empresas devem ter como o objetivo central de todas as outras decisões estratégicas a criação de valor, ou seja, maximizar o valor da empresa para os seus acionistas deve ser a prioridade de todas as empresas e, não apenas, preocupar-se com os resultados do curto prazo. Para tal, é necessário elaborar e implementar as estratégias para a adaptação da gestão baseada no valor.

2.4- Criação do valor

O conceito de valor varia de contextos, no contexto económico-financeiro refere-se ao benefício monetário ou à utilidade associada a algo. O conceito do valor surgiu na Grécia antiga, Axiologia palavra derivada do grego, onde axios significa *Valor* e logia significa *Estudo*, é a área filosófica que estuda os valores. Segundo Lazonick e O'Sullivan (2000) a ideia de criação de valor para os acionistas não é recente, pois, surgiu durante a invasão dos japoneses e alemães num mercado que era predominado pelas corporações americanas, para fazer face às dificuldades enfrentadas por grandes corporações centralizadas, afastadas e extremamente complexas. Para Boston Consulting Group (2000) a criação de valor pode ser mensurada pela empresa de duas maneiras: A perspetiva Interna e Externa. A perspetiva Interna refere a forma como a empresa vai adotar as estratégias de investimento que lhe permite conseguir resultados atrativos, como lucros, produtividade e eficiência operacional. Ao passo que a perspetiva Externa tem a ver com a forma como a empresa adota as suas estratégias de criação de valor voltadas ao mercado, isto é acompanhar a evolução dos preços das ações ao longo do tempo, satisfação dos clientes, e estar atenta aos concorrentes.

Na GBV quando falamos “Valor” refere-se ao valor da empresa em geral (valor económico) e o valor para o acionista em particular. O valor da empresa está associado aos cash flows gerados e a incerteza quanto ao período em que ocorrem esses CF (cash flows). Ao passo que o valor para o acionista está associado ao dividendo distribuído e a valorização das ações. As decisões estratégicas, financeiras e corporativas estão ligadas ao conceito de valor, servindo de base para

impulsionar os objetivos da empresa para a criação de valor. As decisões estratégicas definem como a empresa vai se posicionar no mercado, ou seja, como quer ela ser visto pelo potencial público alvo, isto é, a escolha de mercado que a empresa pretende atuar e quais os processos para adaptação desta estratégia a fim de adquirir uma vantagem competitiva face as outras empresas, levando em consideração o horizonte temporal, seja ele curto ou longo prazo, que permita com que a empresa equilibre o cash flow gerado e a sustentabilidade ao longo prazo. As decisões financeiras estão direcionadas as escolhas estratégicas referentes as decisões de investimento, financiamento e a gestão de risco. Ao executar eficientemente as três decisões estará direta ou indiretamente a criar o valor. As decisões corporativas referem-se a forma como a empresa é governada. Uma boa governança pode contribuir para alinhar os interesses dos acionistas aos dos gestores, promovendo assim a transparência, incentivação e motivação para atingir os objetivos elaborados e assim criar o valor para os acionistas.

No entanto, Staub, Martins e Rodrigues (2002) afirmam que a adoção da ideia de criação de valor requer uma complicada junção de práticas e ações organizacionais que pode englobar várias variáveis necessárias para a sua estruturação, tais como o fluxo de caixa livre, a estrutura de capital, a perspectiva temporal e a cadeia integrativa na criação de valor.

A criação de valor de forma sustentável requer a adoção de uma estratégia, competência e decisões eficientes e ações focalizadas nos fatores do value drivers. Só há criação de valor quando a taxa de retorno for superior ao custo de capital, pois o crescimento por si só não cria valor, é necessário que os custos de capital sejam inferiores ao retorno obtido no investimento, caso contrário, haverá destruição de valor. De acordo com Assaf Neto (1999, p 3), «o investimento do acionista revela atratividade econômica somente quando a remuneração oferecida for suficiente para remunerar o custo de oportunidade do capital próprio aplicado no negócio». Entretanto, os investidores expectam sempre um retorno acima do capital investido no negócio que permita remunerá-los e incorrer menos risco. No entanto, a adoção e elaboração da estratégia da criação de valor para os acionistas dentro de uma corporação é uma tarefa desafiadora, são necessários operadores de transformar as ideias ou planos abstratos em ações concretas, e assim converter estas ações em lucros residuais (Staub et al., 2002).

Este conceito é de extrema importância numa corporação, mas, em vários casos acabam por ser menos valorizados, o que pode resultar num desentendimento entre os gestores e os acionistas. Partindo da mesma linha de pensamento (Young e O'Byrne (2001, citado por Santiago, 2023)) defendem que existe a ideia de que a criação de valor para os acionistas deve ser a principal prioridade na gestão da empresa, sendo muitas vezes criticada por ignorar

funcionários, fornecedores, clientes, meio ambiente e a comunidade local. No entanto, se a empresa tiver uma boa reputação na qualidade de produtos e serviços, na capacidade de atrair, desenvolver e reter clientes e responsabilidade, estas tendem a superar as médias do mercado, mostrando que criam valor para os acionistas. A autora ainda afirma que nem todas as decisões levam ao crescimento da criação de valor da empresa, porém deve haver uma estratégia sólida que permita remunerar o custo de oportunidade de capital, ou seja, independentemente da estratégia escolhida para a criação de valor deve ser capaz de gerar um retorno á medida que possa compensar o custo de capital aplicado no investimento.

A afirmação parte do mesmo pensamento, Segundo Escuin, (2010) afirma que (...)

o objetivo da empresa de maximizar a riqueza do acionista, foi considerada a prerrogativa de que o investimento do acionista revela atratividade econômica somente quando a remuneração oferecida for suficiente para remunerar o custo de oportunidade do capital próprio aplicado no negócio.

De acordo com Neves (2011) é atualmente notável a preocupação cada vez maior com a criação de valor levando em consideração o conceito de análise dos lucros. Por outras palavras, os resultados da empresa são apenas benéficos para a prosperidade ao longo prazo da empresa quando estes resultados conseguem fazer face ao total do capital investido no investimento, isto quer dizer que se o custo de oportunidade de capital investido na organização for inferior ao retorno sobre o investimento efetuado há criação de valor.

A ideia de comparar o custo de capital ao retorno sobre investimento no que se refere a criação de valor é justa e genial, pois o custo de capital representa apenas o retorno mínimo que uma empresa precisa para cobrir os seus custos de financiamento e responder face às expectativas dos investidores, porém não determinada a criação de valor apesar de impactar positivamente ou negativamente a estrutura de capital e aumentar assim o risco do negócio (em caso do custo elevado).

Entretanto, de acordo com Assaf Neto (2009), «nem toda a empresa que apura um lucro contábil ao final de um exercício social, e distribui dividendos aos seus acionistas, é considerada como criadora de valor». Esta afirmação reflete como os resultados e dividendos distribuídos unicamente não servem para avaliar a criação de valor, mas, comparando estes lucros gerados ao custo de oportunidade de capital investido no negócio pode sim refletir o valor criado ou destruído pela empresa. O custo de oportunidade retrata o capital, tempo e esforço que a empresa aloca em um determinado projeto ou decisão de investimento.

Deste modo, as empresas não devem apenas avaliar os retornos diretos em resultado das suas participações em ações, mas, também na rendibilidade que os acionistas poderiam obter se optassem por investir os mesmos recursos em outros investimentos com riscos semelhantes que o permita obter uma remuneração além das suas expectativas mínimas.

Segundo Assaf Neto (2009) «uma empresa poderá estar aumentando o valor para o acionista e, ao mesmo tempo, reduzindo seu resultado contábil». Ao optar por decisões estratégicas, isto é, investir em projetos de longo prazo, pode diminuir automaticamente o resultado contábil da empresa devido ao aumento das despesas ou/e encargos, porém, pode ao mesmo criar valor para o acionista se estes investimentos ou projetos de longo prazo começam a gerar retornos significativos, o que contribui para a criação de valor e de outras vantagens competitivas, tais como: evolução positiva de receitas, expansão de mercado e ganhos de eficiência. Outros exemplos são decisões de reinvestimento e redução de custos não recorrentes. A primeira refere a uma decisão estratégica, isto é, ao invés de distribuir os dividendos aos acionistas, estes lucros podem ser reinvestidos em projetos ou investimentos de longo prazo que inicialmente não devolve um retorno imediato, mas, cria valor para o acionista ao longo prazo. A segunda tem a ver com a reestruturação de ativos, isto é, desvalorizar os ativos imobilizados. Esta decisão contribui na diminuição do resultado contábil, porém, pode criar o valor para o acionista no longo prazo e também aumentar a rendibilidade futura da empresa e a capacidade de gerar lucros com os próprios recursos disponíveis.

2.5- Valor da empresa e o valor para os acionistas

O valor da empresa e o valor para os acionistas são conceitos interrelacionados, mas diferentes, no que diz respeito à avaliação do desempenho financeiro e o retorno de uma empresa ao investimento efetuado. Segundo Assaf Neto e Araújo (2003), podemos diferenciar o valor da empresa do valor maximizado para os acionistas. Para os autores (...)

O valor da empresa inclui todos os ativos, tangíveis e intangíveis. Por exemplo, uma empresa pode aumentar seu valor mediante a realização de investimentos em ativos tangíveis (máquinas, equipamentos etc.) que produzem uma taxa de retorno igual ao seu custo de oportunidade. Um ativo que produz um retorno exatamente igual à taxa mínima de atratividade tem seu valor dimensionado pelo montante do capital investido, elevando o valor da empresa nessa proporção. A riqueza, de outro lado, é o valor da empresa que excede o capital investido pelos provedores, um conceito bastante próximo ao de goodwill.

Na mesma linha de pensamento, Escuin (2010) salienta que o desempenho econômico da empresa pode ser avaliado comparando o retorno gerado pelos ativos ou seja, nos investimentos efetuados do custo de oportunidade aplicado ao mesmo.

As decisões empresariais desempenham um papel crucial na criação do valor do mesmo, principalmente as decisões estratégicas e operacionais na aprovação dos projetos de curto, médio ou longo prazo.

A conciliação desta aprovação de projetos entre os acionistas e os investidores muita das vezes acaba por ser um grande desafio, afetando internamente a cultura organizacional da empresa, os gestores podem por vezes optar por projeto rentável a curto prazo em vez do projeto a longo prazo, o que não vai de acordo com o desejo dos investidores que preservam sempre a perpetuidade da empresa sendo eles os donos.

Rappaport (2001), afirma que a maximização do valor deve ser a principal responsabilidade dos administradores. Para o autor, o desempenho empresarial de qualquer empresa com fins lucrativos é mensurado através do valor que ela cria para os seus acionistas, não só o valor da empresa. Rappaport (2001 citado por Pelaes, 2017) continuou o raciocínio afirmando que

no começo da década de 80, empresas utilizam a abordagem de valor para o acionista. Entretanto, as decisões dos gestores são orientadas aos lucros de curto prazo. Já na segunda metade da década de 80, há um movimento de aquisições, incentivando os gestores a focar na criação de valor. Isso se deve ao fato de que algumas empresas alocam seus recursos de forma ótima, gerando uma diferença entre o valor real e potencial da empresa, caso fosse operada a fim de maximizar o valor para o acionista.

Se pretendemos avaliar o valor de uma empresa temos de iniciar a mensuração partindo de dois conceitos: O primeiro é compreender o motivo pelo qual está sendo feita a avaliação e o segundo é sobre a confiabilidade e aceitabilidade do modelo que se pretende implementar.

No entanto, para manter uma boa cultura organizacional da empresa é necessário conciliar os dois valores, nomeadamente o valor para os acionistas e o valor da empresa.

2.6- Governança corporativa e a criação de valor para os acionistas

O tema de governança corporativa é antiquado há quase 60 anos. Mas, vem se evoluindo com o passar dos anos, partindo da evolução das corporações e a prática de separação entre os

investidores (acionistas) e os gestores (executivos).

De acordo com Shleifer e Vishny (1997) em sua pesquisa sobre a governança corporativa, salienta que a origem das fontes dos fundos alocados e a sua eficiência na recuperação pós investimento desempenham um papel crucial na conciliação dos benefícios pessoais dos gestores dos benefícios dos investidores.

No entanto, a governança corporativa e criação de valor são conceitos profundamente conectados. Uma empresa com governança corporativa eficaz transmite transparência e equidade no que diz respeito à forma de tratamento dos investidores, o que pode aumentar a confiança dos mesmos. Isso porque uma empresa com sólida governança corporativa possui uma vantagem competitiva face aos concorrentes, os investidores tendem a injetar mais capital, pois transmite mais confiança e transparência. Todo esse processo tende a aumentar o valor das ações e melhorar ainda mais o acesso ao capital.

Segundo Batista (2017) o sucesso e a boa performance da empresa dependem muito da sua governança corporativa, as empresas com a governança corporativa eficaz tendem a aumentar os seus valores de mercado. Uma boa governança corporativa pode contribuir para a redução de custos de agência, perda de valor e a assimetria de informação entre os gestores e acionistas. Na mesma linha de pensamento, Renders e Gaeremynck (2012) partilham os mesmos pensamentos sobre a GC, afirmando que um bom sistema de governança corporativa diminui os custos relacionados aos problemas da agência e reduz a perda do valor de mercado que possa surgir de conflitos de interesses entre os acionistas e os gestores. Isso porque muitas das vezes a dependência e auditoria menos robustas podem criar conflitos de interesses entre os investidores e os gestores. Mas, manter o conselho de administração independente, e auditoria mais robusta ajuda a evitar estes conflitos, o que permite com que as decisões tomadas pelos gestores estejam focadas e naturalmente direcionadas a maximização do valor para os acionistas. Entretanto, Renders e Gaeremynck (2012) afirmaram que o processo de implementação de uma boa governança corporativa pode não ser uma ideia unanime entre os acionistas majoritários e minoritários da empresa. Isto acontece quando os acionistas majoritários fazem mais investimentos estratégico ao longo prazo, ao passo que os minoritários fazem mais os investimentos de curto prazo, o que lhes permite cobrir os custos de implementação de uma boa governança corporativa, embora esta última contribui para o aumento do valor da empresa.

2.7- Indicadores de avaliação de performance com base na criação de valor

Com o passar dos anos desenvolveram várias métricas baseadas no valor que permitem avaliar a performance económica, o que culminou na implantação do sistema de GBV.

O objetivo principal não é identificar qual dos indicadores é melhor e nem sequer classificá-los. Porém várias empresas de consultoria discutem e comparam qual das métricas apresenta mais vantagens, mas, todas as métricas apresentam ideologia similar (Cabello et al. 2008). O objetivo principal dos gestores é a maximização da riqueza dos investidores. Porém, a não atuação direta dos gestores não os impede de o atingir, pois atuam nas variáveis que o afetam e o influencia de maneira indireta (Escuin, 2010).

Segundo Neves (2012) para avaliar a criação de valor deve ser feita a avaliação através de duas (2) perspetivas, independentemente do indicador utilizado para a sua mensuração. Isto é, na perspetiva dos investidores (proprietários da empresa) e a da empresa, a fim de identificar os direcionadores de valor que impulsionam a criação de valor. De acordo com Copeland et al. (2000) os direcionadores de valor têm o impacto sobre o valor da empresa, e a gestão baseada no valor torna mais objetiva na medida em que possa ver os impactos diretos dos value drivers no valor da empresa. Isto é, os cenários e os value drivers impulsionam o sistema de gestão baseada no valor, permitem a empresa enxergar a criação de valor para os acionistas de forma objetiva, fundamentada e com projeções realistas em vez de ser intuitivas.

Para este estudo foi escolhido três indicadores da avaliação de performance, tais como: *Return on Investment (ROI)*, *Economic Value Added (EVA)* e *Cash Value Added (CVA)*, para avaliar a criação de valor nas empresas em estudo.

2.7.1- Return on investment

O ROI é um dos indicadores amplamente utilizados na avaliação da eficiência de um ou vários investimentos, ou seja, na avaliação da performance empresarial. De acordo com Rappaport (1998) o retorno sobre investimento (ROI) é o indicador mais utilizado para a avaliação de performance empresarial pelas empresas americanas, segundo os dados da revista americana *Fortune*.

Paduam, Fabri e Erario (2015, p 41), definiram o ROI como «uma maneira de a empresa determinar a relação entre o valor aplicado em um investimento e os ganhos financeiros obtidos com este».

Segundo Souza (2007) o objetivo principal de um investimento é esperar um ganho ou lucro, entretanto, quanto mais rápido o retorno, mais atraente é o investimento. Deste modo, o retorno sobre o investimento é um dos incentivos aos futuros investidores de uma empresa, pois, uma empresa que gera um ROI positivo demonstra a eficiência financeira e reduz o risco do investimento.

De acordo com Assaf Neto (2014) o ROI é o retorno sobre o investimento formado pelo produto do giro do investimento e margem operacional, o investimento o total dos recursos próprios e de terceiros deliberadamente levantados pela empresa e aplicados em seu negócio (capital de giro mais capital fixo). Segundo Gitman (2004) o ROI representa a evidência o quanto a empresa obteve como o resultado em relação ao investimento feito, traduz o resultado líquido sobre o valor contabilístico dos ativos. O autor afirma ainda que o ROI pode ser calculado dividindo o lucro operacional líquido pelo investimento total.

Segundo Kassai et al. (2000) o ROI representa a expressão mais simples para medir um retorno sobre investimento. Isto é, o ROI é nada mais nada menos que uma medida de avaliação do desempenho que traduz a relação entre o benefício expeável e os investimentos aplicados.

Segundo Galvão, Teixeira e Nunes (2020) para a criação da riqueza económica é necessário que o retorno sobre o investimento seja superior ao retorno mínimo necessário para o investimento. Isto é, o ROI deve ser suficiente para cobrir ou remunerar o custo de oportunidade de capital aplicado no negócio. Este indicador é de extrema importância na avaliação de performance empresarial, pois mede o rendimento ou lucro sobre o capital investido durante um período determinado. Permite-nos comparar os investimentos, saber qual deles é mais rentável, ou seja, que apresenta maior benefício económico.

Segundo Frezatti (2001) o retorno sobre investimento apresenta duas (2) vantagens que permite-lhe destacar-se dos outros indicadores:

- O ROI é uma métrica fácil de compreender e simples de calcular porque a sua forma de calculo é direta e não requer ajustes adicionais. Permite medir a eficiência de um investimento ao fazer o produto das informações contáveis como resultado líquido do investimento sobre os custos associados ao investimento.
- Permite relacionar a margem e a alavancagem. O indicador ROI «Consiste na decomposição da fórmula de Du Pont, a qual permite identificar as razões do retorno, bem como as origens da sua variação (Frezatti, 2001, p. 36)».

Assim como outras métricas, o ROI apresenta as inconveniências que dificultam o processo da

avaliação do valor criado.

2.7.1.1- Limitações do ROI

Na sua forma clássica, o ROI representa a taxa da rentabilidade do investimento, avalia os resultados com o valor contabilístico dos ativos, “levando em conta que o total do ativo é equivalente ao investimento total”. Este indicador não considera o horizonte temporal, isso quer dizer que não leva em consideração o tempo necessário para gerar o retorno. Segundo Carvalho (2014) o ROI apresenta uma serie de desvantagens e limitações, principalmente quando na avaliação não contar com o auxílio de outros indicadores. As desvantagens são as seguintes:

- Simplicidade excessiva do cálculo: O indicador pela sua fórmula direta do cálculo, o ativo pode influenciar o resultado, fazendo com que as empresas mais maduras ou de maior dimensão apresentarem resultados melhores.
- Não, consideração de risco futuros: Ignora os riscos associados ao investimento, ou seja, não incorpora os riscos o que pode gerar incerteza na estimativa da verdadeira taxa de retorno mesmo que apresente um ROI alto.
- Maximizar a taxa de retorno não significa maximizar o valor para o acionista, pois, o retorno obtido do investimento tem de ser comparado ao custo de oportunidade de capital investido.

O ROI é uma medida relativa a um único período que ignora os eventos que podem acontecer para além do período em causa (Duarte, 2011). Por exemplo, dois investimentos podem apresentar ROI semelhante, mas, o período do retorno diferente pode ser enganoso às vezes escolher o que tiver o retorno mais demorado em vez do outro investimento que tiver o retorno menos demorado e mais vantajoso.

Segundo Assaf Neto (2017) os analistas e decisores devem tomar cuidado na análise do ROI, por exemplo, a falta de modernizações no processo operacional pode até originar no aumento do ROI a curto prazo, mas por outro lado, põe em risco a sua perpetuidade. De acordo com o autor este problema pode surgir quando o ROI na sua forma considerar o valor de mercado como denominador e do outro lado, considerar o valor contábil. Sendo assim, cria-se um viés de cálculo caso seja utilizado o valor de mercado no denominador, uma vez que o índice ficará incoerente porque o Lucro Operacional Líquido não contém os retornos esperados ou expectativas.

Este indicador pode influenciar de forma negativa a criação de valor no longo prazo em certas

circunstâncias, pelo fato do indicador ter como o foco a eficiência do investimento e não a criação de valor. Os Gestores podem por vezes cometer falhas estratégicas, isto é, negligenciar os investimentos necessários que geram baixos retornos no curto prazo e priorizar os mais rentáveis. Estas decisões estratégicas podem ser benéficas a curto prazo, porém, a longo prazo, a empresa pode perder a oportunidade de expandir o seu mercado, elevar a capacitação dos funcionários e a pesquisa e desenvolvimento. Esta decisão pode causar risco de existir uma redução excessiva dos custos para manter o retorno sobre investimento elevado, ultrapassar o limite máximo de dividendos distribuídos para manter o ROI, ou seja, não reinvestir os lucros gerados. No que diz respeito as áreas intangíveis, o ROI é mais subjetivo e pode tornar uma ferramenta de avaliação menos eficiente comparado aos outros indicadores, exigindo assim o complemento das outras métricas para a avaliação da criação de valor. O ROI sozinho não reflete a criação ou destruição de valor, é necessário compará-lo ao custo de oportunidade de capital investido no negócio ou investimento.

2.7.2- Economic Value Added

O EVA trata-se da medida mais divulgada e utilizada pelas empresas na avaliação do valor económico, que para muitos autores é mais do que a redenominação do resultado residual, autores como Neves (2007) que define o EVA como a métrica que avalia a criação de valor para o acionista, e é semelhante ao denominado resultado residual.

Nos últimos anos, a marca tem sido motivo de várias discussões entre os autores, foi registada por Stern Stewart & Co., é uma medida de avaliação de performance que permite a empresa avaliar a destruição ou criação de valor de cada ano, simplifica o valor real da empresa.

Segundo Vieito e Maquieira (2022, p477) o EVA «mede a diferença entre a rentabilidade obtida pelo capital que se investiu na empresa e o custo de capital». Para os autores, existe a criação de valor quando a rentabilidade do capital investido for superior ao custo do capital investido, caso contrário há destruição do valor.

Para Almeida et al. (2016) definem EVA como «um sistema de gestão financeira que mede o retorno que capitais próprios e de terceiros proporcionam a seus proprietários»

O EVA é utilizado para ponderar a criação de valor durante um período determinado e ilustrar o comportamento da rentabilidade gerada do investimento face ao seu custo do capital investido.

De acordo com Martins e Teixeira (2015), é possível tirar a conclusão através do indicador de

avaliação de performance EVA, comparando este último ao custo do capital investido. Isto é: Se o $EVA > 0$, existe a criação de valor. Isto significa que há uma utilização adequada de recursos que permitiu a empresa gerar rentabilidade suficiente para cobrir o custo do capital investido.

Se o $EVA = 0$, não há criação nem destruição de valor. A rentabilidade do investimento só é suficiente para cobrir o custo do capital investido no projeto.

Se o $EVA < 0$, há destruição de valor. A rentabilidade gerada no investimento é insuficiente para fazer face ao custo de capital investido.

Segundo Escuin (2010), a medição do EVA permite ponderar o impacto da opção de alocar mais recursos ou não em um negócio, visto que fornece uma estimativa da criação ou destruição de valor para os acionistas.

O EVA incentiva o uso eficiente de recursos e penaliza a empresa por não fazer face ao custo de capital investido no negócio, impulsiona a empresa a investir apenas em projetos cujos retornos são superiores ao custo de capital.

Segundo Young e O'Byrne (2001), existe uma semelhança entre o EVA e outras medidas contabilísticas tradicionais, a diferença é que o valor económico acrescentado leva em consideração o custo total de capital e não apenas o custo dos juros, como acontece no caso do resultado líquido.

Segundo Young e O'Byrne (2001), o EVA é mais do que um sistema de medição de desempenho, é um instrumento de medição que permite mudar a cultura organizacional e o comportamento da gestão de uma empresa. Por exemplo, numa empresa qualquer adoção ou implementação de princípios baseados no valor é necessário que sejam aceites e compreendidos por todos os gestores e acionistas da empresa se necessário.

De acordo com Ehrbar (1999), o EVA representa o lucro operacional após a dedução dos impostos menos o custo do capital investido no negócio.

Para Hammer e Siegfried (2022), o EVA pode ser aumentando de maneira direta ou indireta com o aumento dos lucros, redução de custo do capital, melhorar a estrutura de capitais, crescimento (rentabilidade) através das decisões estratégicas como fusões e aquisições, eficiência operacional, entre outras.

Para Soares (2014) o EVA representa os proveitos gerados por uma empresa após a dedução dos custos de capital investidos no investimento e os custos associados ao seu funcionamento.

Segundo Pinheiro, Galdi e Oyadomari (2012) afirmam que a utilização do EVA como métrica para a medição da performance empresarial salienta em quatro pontos importantes:

- Definição e implementação de estratégias que permitam a empresa a geração de maior valor possível para o acionista. Para este feito, as empresas precisam definir os objetivos e estratégias que alinham com os interesses dos gestores, sejam elas financeiras, operacionais ou corporativa.
- Implementação de sistemas de informação centrados na criação de valor e os value drivers servindo de base para a sua utilização dentro da empresa, ou seja, os sistemas a definir e implementar devem ser implícitos a medida que possa servir na utilização de diversas unidades de negócios, produtos ou facilitar na segmentação de clientes.
- Alinhar os processos de gestão, como a integração de estratégias, operações e recursos que permitam a criação de valor;
- Alinhar os interesses dos colaboradores com os objetivos estratégicos definidos pela empresa, permite a avaliação mais justa do desempenho e recompensas pelos seus respectivos desempenhos, o que contribuirá de forma positiva para a criação de valor.

EVA é uma medida de desempenho interno que permite à empresa estabelecer metas de gerência em diversos níveis hierárquicos, permitindo assim atribuir a cada nível hierárquico um indicador de valor compatível a cada característica operacional, a fim de fortalecer a cultura organizacional da empresa e naturalmente a criação de valor (Escuin, 2010).

De acordo com o autor, o foco da medida do EVA salienta três (3) objetivos:

- Melhorar os lucros operacionais sobre a mesma base de capital: É sabido que o EVA se concentra no desempenho operacional da empresa, ajustando assim o ganho operacional para cobrir o custo do capital e não levando em consideração os custos não operacionais. Estes lucros operacionais podem ser atingidos por meio de produtos e serviços diferenciados, ou seja, o aumento da eficiência operacional “aumentar a produtividade sem aumentar os custos ou necessidade de novos investimentos”, melhoria de processos internos, treinamento e capacitação da equipa e por fim, a satisfação e fidelização do cliente. O aumento do lucro influencia diretamente o EVA de maneira positiva, sendo que aumenta o resultado líquido da empresa.
- Investir capital onde o retorno é superior ao custo de capital: Há criação de valor para os acionistas quando o retorno sobre o investimento realizado for superior ao custo de capital investido no negócio. Neste contexto, os investidores devem investir em projetos

que geram retornos, visto que investir na eficiência operacional da empresa ou negócio aumenta o EVA desde que o retorno desse investimento seja superior ao custo do capital utilizado no negócio.

- Racionalizar ou liquidar investimentos cujos retornos inferiores ao custo de capital: Como abordado no segundo ponto, quando o retorno sobre o investimento for inferior ao custo do capital o investidor deve racionalizar o investimento, isto é, por meio de vendas dos ativos, eliminar desperdícios, reduzir os custos desnecessários e alocar o capital de maneira mais estratégica e cuidadosa.

Em suma, o EVA é a redenominação do resultado residual, os investidores vão investir em negócios cujos retornos sejam superiores ao custo do capital, ou seja, é necessário que o retorno compense o risco incorrido. Assim como o ROI, o EVA também apresenta as suas inconveniências.

2.7.2.1- Limitações do EVA

O EVA embora seja uma métrica útil para avaliar o valor criado apresenta algumas limitações que fazem com que este deva ser usado com cuidado, complementado por outras métricas de avaliação de desempenho. De acordo com Carvalho (2014), o EVA pode levar os gestores a subinvestir, ou seja, investir menos do que era suposto em ativos tangíveis ou intangíveis pelo fato do gestor não esperar um retorno imediato.

O EVA não fornece indicações sobre as expectativas futuras e, apesar de ponderar o valor criado num dado período, não permite saber o valor que este irá criar no futuro.

O EVA apresenta algumas dificuldades nas empresas de pequena dimensão, pelo fato de exigir uma contabilidade mais sofisticada o que dificulta as empresas com menos recursos financeiros e administrativos. Isto pode acontecer principalmente nos ajustes do custo médio ponderado de capital, variável que exige uma estrutura de capital eficiente e consolidada, o que acaba por tornar complicado e muito mais custoso para a empresa.

Segundo Regis, Santos e Santos (2010), o indicador EVA pode apresentar 4 limitações que por vezes acaba por prejudicar a empresa, estas podem ser:

- O EVA pode limitar o crescimento da empresa. Isto deve-se a não fornecimento das expectativas futuras, as empresas podem esperar os resultados mais rápidos e ignorar os projetos demorados com maior rentabilidade futura.
- Dificuldades de contrair os empréstimos junto às instituições financeiras, pois para

a apuração do EVA leva em consideração quitação dos empréstimos contraídos junto os terceiros, isto acontece por via de capital investido que pode ser capitais próprios ou capitais alheios.

- Foco excessivo no lucro gerado, pois o indicador prioriza o ganho financeiro.
- As empresas podem ser movidas exclusivamente pelos interesses financeiros, não a criação de valor para o seu acionista

Para Pike e Neale (1999) o EVA apresenta alguns problemas pelo fato de ser uma métrica que dificulta as empresas de menor capital, poucas empresas possuem recursos necessário para calcular o EVA. Para os autores, o EVA (...)

- Baseia no valor contabilístico e não no valor do mercado, o que não lhe permite criar expectativas futuras.
- A alocação de despesas entre as unidades de negócios é um dos problemas do EVA.
- Em geral, é sempre menor nos primeiros anos, e este problema pode dificultar a determinação do custo de capital nas unidades de negócios individuais.

De acordo com Hopp (1999), afirma que um dos problemas do EVA é levar em consideração para o seu cálculo o lucro contábil em vez de usar o fluxo de caixa do período.

Segundo Carvalho (2014), esta métrica não permite comparar unidades de negócios ou empresas com dimensões diferentes; permite medir o lucro e o valor criado de cada período, mas, a curto prazo, porém não dá expectativas futuras; Não considera a qualificação dos serviços prestados ao cliente e ignora a distribuição dos dividendos.

Num cenário de inflação, o EVA não é o indicador correto para a avaliação do valor criado, pois para o seu cálculo baseia nos valores contabilísticos e a inflação provoca distorções quer no valor dos ativos quer nos resultados.

Em suma, estas inconveniências fazem com que o EVA sozinho não sirva para eliminar as incertezas do valor criado, deve ser usado com cautela como métrica da avaliação de performance e ser completado com as outras métricas.

2.7.3- Cash Value Added

O conceito do CVA foi introduzido pelo Boston Consulting Group (BCG) em 1996 como uma alternativa ao EVA enquanto métrica de medição de criação de valor. Esta métrica de avaliação de performance é semelhante ao EVA, para o seu cálculo leva em consideração o NOPAT

(resultado líquido), adicionado das depreciações contabilísticas e provisões, menos a amortização económica e o custo do capital investido.

Segundo Nascimento (2019) «o CVA consiste na comparação entre fluxos gerados e os necessários à sua geração».

Na prática, o CVA é definido como o NOPAT (resultado operacional após a dedução dos impostos), adicionado das amortizações contabilísticas (Am), deduzido das amortizações económicas (AE) e o custo de capital (CI x WACC).

A incorporação da depreciação económica é uma das vantagens do CVA em comparação com a métrica anterior, visto que, permite ter a real estimativa da depreciação dos ativos fixos. Além disso, no cálculo do CVA não inclui os encargos relativos a amortização, o Capital Investido é reportado bruto e não líquido de depreciações como acontece no caso da outra métrica (Santiago, 2014).

De acordo com Ottosso e Weissenrieder (1996:1) o CVA diferente das outras métricas de avaliação de desempenho empresarial utiliza os custos em termos de cash e não em percentagem para medir o custo de oportunidade do capital.

O CVA fornece aos investidores um feedback importante relativamente às informações financeiras dos investimentos realizados no passado, para que estes não tomem as mesmas decisões precárias do passado e identificar os investimentos que possam ser rentáveis futuramente para os investidores (Ottosso e Weissenrieder, 1996:1). O CVA representa a riqueza em cash produzida durante o ano fiscal no setor financeiro, seja pelos fornecedores (acionistas e credores), colaboradores, governo e empresa (Poorzamani e Otari, 2015).

Segundo Mota e Oliveira (2014), no estudo realizado sobre a análise comparativa entre o EVA e CVA, afirmam que o CVA semelhante ao EVA, inspirou-se no conceito do lucro residual. O indicador representa o excedente gerado após o requerimento e retorno do capital investido ter sido atendido pelo fluxo de caixa operacional do negócio realizado.

A métrica CVA é o tópico relevante da discussão da gestão, a atenção se concentra mais nele e não nos assuntos contabilísticos que não criam valor, visto que ele permite medir o cash flow e tem como objetivo refletir se os investimentos estratégicos são rentáveis ou não (Ottosso e Weissenrieder, 1996).

De acordo com Ottosson e Weissenrieder (1996:1), o modelo CVA tem como foco principal auxiliar os gestores na tomada de decisão estratégica e medir a rentabilidade, porém, não serve

para orientar os funcionários, os meios de comunicação social, autoridades fiscais, etc.

2.7.3.1- Limitações do CVA

Esta métrica apesar de ser para avaliar a geração de caixa comparado ao custo de capital, apresenta algumas inconveniências que dificultam a sua aplicabilidade em certas circunstâncias.

A não consideração da depreciação económica é uma das críticas principais à esta métrica, pois a depreciação económica reflete a perda real dos ativos ao longo do tempo.

O CVA concentra-se na avaliação de empresas, isto limita a sua capacidade na criação de valor para os acionistas semelhante ao EVA (Carvalho, 2014).

O foco principal desta métrica é a geração do fluxo de caixa e este fluxo não inclui a depreciação económica, o que pode levar a uma distorção da visão no que diz respeito à criação de valor. Ao ignorar a depreciação económica pode por vezes superestimar o valor criado principalmente nas empresas com grandes ativos fixos, independentemente se esses ativos geram o fluxo favorável de caixa, pode reduzir o seu valor de mercado, o que reflete uma perda económica que não é incluído pelo indicador Cash Value Added.

Capítulo III - Método de pesquisa

Neste capítulo são apresentados os processos e suportes para elaboração desta dissertação científica.

Para a elaboração deste trabalho foram utilizados como objetos de estudo duas empresas nacional: o grupo Caixa Geral de Depósitos e grupo Fidelidade Seguros. A escolha justifica-se pela grandeza e relevância das duas empresas no mercado nacional e internacional e a facilidade e transparência das suas informações financeiras.

Foi feito um enquadramento teórico sobre o tema, capítulo que teve como suporte os livros, dissertações científicas, jornais, entre outros.

O estudo compreendeu os exercícios financeiros de 2019, 2020 e 2021, de forma a compreender a resiliência e eficiência das empresas antes, durante e pós a crise pandémica que afetou a economia nacional e mundial.

A coleta de dados teve suporte de várias fontes, sejam fontes primárias e secundárias. A presente dissertação tem como suporte os documentos institucionais, as demonstrações financeiras (relatórios e contas) disponibilizadas nos sites das empresas em estudo, onde constam balanço patrimonial, demonstração de fluxo de caixa, demonstração dos resultados, e das entidades como Banco de Portugal, ASF e APB.

Os indicadores utilizados para a medição de valor para os acionistas são: ROI, EVA e CVA, foram calculados sob forma de tabelas, utilizando as fórmulas indicadas a cada métrica.

Após a recolha e tratamento dos dados foi feito o processo de análise e interpretação dos resultados, resumo apresentado sob forma de gráficos explicativos que ilustram a evolução e comportamento de cada métrica e as suas comparações.

Por fim, foi feita a conclusão final baseada nos resultados obtidos das empresas através dos cálculos de métricas de medição do valor para os acionistas.

Capítulo IV - Estudo empírico

No presente capítulo será feito o estudo empírico, apresentando o método escolhido para a avaliação dos indicadores, seguido da caracterização das empresas escolhidas para o estudo, descrição do estudo e por fim a conclusão obtida através dos resultados gerados dos cálculos.

4.1- Método de pesquisa

Ao longo dos últimos anos têm sido feitos vários estudos sobre a criação de valor e consequentemente os indicadores ou métricas para a sua medição. Segundo Krámna (2014), o objetivo da avaliação pode ser alcançado quando o método que nele escolhido para o atingir for correto. Uma boa avaliação varia muito da forma como vai ser executada, os métodos escolhidos para a sua execução e quem vai executá-la.

Na presente dissertação foi realizada um estudo empírico (comparativo) das duas das maiores empresas nacionais que atuam em setores distintos, nomeadamente, grupo Caixa Geral de Depósitos (bancário) e grupo Fidelidade (segurador).

Para o estudo foi utilizado como base de apoio para o cálculo dos indicadores e as variáveis, as informações financeiras (relatórios e contas anuais consolidadas das empresas em amostra) publicadas pelas mesmas.

4.2- Característica das empresas estudadas

4.2.1- O grupo Caixa Geral de Depósitos

O grupo Caixa Geral de Depósitos é uma referência nacional e internacional, constitui o maior grupo bancário nacional. A CGD foi fundada em 1876 pela carta de lei de 10 de abril, durante o período de reinado de D. Luís, sendo na altura Ministro da Fazenda Serpa Pimentel e presidente do 34º Governo Constitucional Fontes Pereira de Melo. O grupo é detido pelo estado português e desempenha um papel crucial no sistema financeiro e na economia portuguesa.

O quadro 1 ilustra um resumo do grupo relativamente aos objetivos estratégicos, missão, visão, valores, sustentabilidade, presença nacional e internacional.

Quadro 1- Grupo Caixa Geral de Depósitos

Objetivos Estratégicos	Eficiência, prudência, robustez, solidez e rendibilidade.
Missão	A CGD tem como missão a criação de valor para a sociedade portuguesa, prestando serviços bancários de qualidade aos particulares e às empresas, contribuindo assim para a melhoria do bem-estar das famílias portuguesas e para o desenvolvimento do setor empresarial, gerando a rendibilidade adequada para o acionista.
Visão	A visão do acionista para a CGD é a de uma instituição de referência no sistema financeiro e líder no setor bancário em Portugal, que se pauta em permanência por potenciar as suas vantagens competitivas e garantir níveis de solidez, rendibilidade, serviço e eficiência em linha com as melhores práticas do setor bancário europeu
Valores	Confiança, rendibilidade, transparência, integridade, profissionalismo, proximidade, responsabilidade, cultura de risco e rigor e inovação.
Sustentabilidade	Desenvolvemos a nossa atividade respeitando os compromissos económicos, sociais e ambientais que assumimos. A sustentabilidade da CGD e das comunidades onde se insere é um tema presente do nosso dia-a-dia para o qual existem estratégias, modelos de gestão e normativos internos. Caso pretenda saber mais procure por “Sustentabilidade” no Somos Caixa.
Presença Nacional	Portugal continental e regiões autónomas.
Presença internacional	Alemanha, Bélgica, França, Luxemburgo, Reino Unido, Suíça, África do Sul, Angola, Cabo-Verde, Moçambique, São Tomé e Príncipe, Brasil, Canada, Venezuela, China, Índia e Timor-Leste.

Fonte: Caixa Geral de Depósitos (2024)

Como se pode observar no quadro 1, o resumo acima contribui para construir uma vantagem competitiva face aos concorrentes do setor. O grupo CGD pertence ao estado, o que permite injetar mais capital quando necessário o que ajuda tornar mais solido, permitindo investir e operar de maneira eficiente para atingir os seus objetivos.

No conceito “criação de valor”, o grupo CGD afirma que (...)

«O objetivo principal é a criação de valor para a sociedade portuguesa, através da forma como opera, prestando serviços bancários de qualidade aos seus clientes (particulares e empresas), diversificando os seus produtos e serviços financeiros de qualidade, através do acesso a um conjunto diversificado de produtos e serviços financeiros de qualidade, baseado num modelo

de governo societário eficiente e no respeito dos mais elevados padrões éticos» (CGD, 2024).

O anexo 1 ilustra a organograma do grupo CGD. Este último opera tanto no território nacional como no internacional, eis as diversas funções do grupo:

- Banca Comercial: O grupo CGD desenvolve a sua atividade numa ótica de banca universal no território nacional e internacional, atendendo particulares, empresas e governo, cujas funções captação de depósitos dos mesmos, tais como: contas à ordem, poupanças, entre outras, utiliza depois estes recursos para conceder os créditos aos deficitários. O grupo através da sua função de banca comercial, também desempenha a função de intermediação financeira, dentre os que tem recursos em excedente e os deficitários.
- Gestão de Ativos: A gestão dos seus ativos faz-se no território nacional, através das sociedades instrumentais Caixa Gestão de Ativos e Fundo de Pensões. Esta função é essencial para o grupo, permite-lhe otimizar os seus investimentos a fim de obter os melhores retornos e mitigar os potenciais riscos.
- Outras Participações Relevantes: Pela sua grandeza e renome nacional, o grupo detém participações em outras empresas, tais como: Fidelidade - Companhia de Seguros, SA, Banco Internacional de São Tomé e Príncipe (BISTP), Crédito Especializado.
- Banca de Investimento: Esta função é estratégica, permite-lhe captar recursos através dos investimentos ou projetos realizados. O grupo CGD desempenha a função de «banca de investimento, capital de risco e corretagem da plataforma de banca de investimento do Grupo Caixa Geral de Depósitos, em Portugal e no estrangeiro (CGD, 2024).
- Imobiliário: Esta função tem um papel importantíssimo na gestão do portefólio imobiliário do grupo, na gestão dos ativos. É feita pelas empresas do Grupo Caixa Geral de Depósitos cujas funções estão voltadas a este fim.
- Outras empresas: O grupo detém várias outras empresas que contribuem para a melhoria e a gestão dos pontos anteriormente mencionados. A Caixa-Participações, SGPS, S.A, trata-se de uma holding detida pelo grupo, cujo objeto a gestão das participações do grupo em outras empresas listadas acima. O Caixa - Serviços Partilhados, A.C.E. «é um Agrupamento Complementar de Empresas que tem por objeto prestar serviços de negociação e de compras de bens e serviços, na ótica de unidade de serviço partilhado para a Caixa Geral de Depósitos e Entidades do Grupo CGD (CGD, 2024)».

Todas estas empresas e as suas respetivas funções contribuem para o melhor funcionamento do grupo, permitindo-lhe concretizar os seus objetivos e operar de maneira eficiente.

4.2.2- O grupo Fidelidade

O Grupo Fidelidade Seguros é uma das maiores e mais antigas seguradoras do país. Fundado em 1808 inicialmente como Seguradora Bonança, e atua no setor segurador. A Fidelidade Seguros desempenha um papel importante no sistema financeiro português, contribui para a proteção dos riscos financeiros em caso de sinistros em contrapartida da apólice pago pelo segurado.

O quadro em baixo ilustra um resumo do grupo relativamente aos objetivos estratégicos, missão, visão, valores, sustentabilidade, presença nacional e internacional.

Quadro 2- Grupo Fidelidade

Objetivos Estratégicos	Impulsionar o crescimento, otimizar a rentabilidade, centrar no cliente e mobilizar a organização.
Missão	Apoio ao desenvolvimento, construir uma sociedade sustentável, educar, servir, acompanhar e cuidar das pessoas ao longo da vida, através dos seus produtos e serviços de qualidade.
Visão	Preparar o futuro, contribuir para a resiliência da sociedade, impactando positivamente todos os seus stakeholders.
Valores	Acredita na vida e apoia quem sonha. Estes princípios fazem a marca sentir-se mais humana e cumprir a sua missão.
Sustentabilidade	A sustentabilidade no grupo Fidelidade está associada a sete objetivos: A melhoria de saúde e bem-estar, trabalho descente e crescimento económico, indústria, inovação e infraestrutura, redução das desigualdades, consumo e produção responsável, ação climática e parceria para os objetivos.
Presença Nacional	Portugal continental e regiões autónomas.
Presença internacional	Angola, Cabo Verde, Espanha, França, China, Moçambique, Peru, Bolívia, Paraguai, Chile e Liechtenstein

Fonte: Fidelidade (2023)

Como se pode observar no quadro 2, os pontos contribuem para a boa funcionalidade do grupo Fidelidade no território nacional e internacional, permitindo-lhe conjugar a tradição e inovação para operar de forma eficaz e eficiente, protegendo assim financeiramente os indivíduos em caso de sinistros ou outros eventos imprevisíveis.

Algumas marcas importantes do grupo fidelidade são as seguintes:

- Multicare: É a marca de saúde que inicialmente pertencia ao grupo CGD. Fundada em 9 de março de 2007, é uma seguradora de ramo vida.
- OK! Seguros: Funciona com base em três pilares: Mobilidade, Casa e Família. A seguradora existe há mais de 25 anos. A seguradora «fez da inovação, da tecnologia, e da simplificação do processo de venda de seguros a sua imagem de marca (Fidelidade, 2023)».
- Fidelidade Property: É uma das marcas do grupo Fidelidade cuja função a gestão de imóveis e dos investimentos destinados ao fim, no território nacional e internacional.

A diversificação de sinergias entre as empresas contribui para o funcionamento integral do grupo, atuando em setores diferentes e atingindo diversos nichos do mercado.

A criação de valor para os clientes, colaboradores, parceiros e acionistas é o objetivo primordial do grupo Fidelidade, atender de maneira equilibrada e eficiente todos os stakeholders que participam do seu ecossistema, não preocupando apenas com a rentabilidade, mas também, com outros fatores que relevam e consolidam a marca no mercado.

Todos estes pilares e fatores são fundamentais para o sucesso do grupo Fidelidade, permitindo-lhe se manter como empresa líder e mais antiquado do setor segurador português, e facilitando a sua expansão no território internacional.

4.3- Descrição dos métricas e definição das variáveis para efeito da sua operacionalização

No enquadramento teórico fez-se uma abordagem profunda dos estudos feitos por outros autores sobre as métricas. No entanto, a diversidade de opiniões relativamente as suas vantagens e inconveniências torna-se um desafio. A escolha da métrica para a medição de valor criado para o acionista pode depender da eficiência na avaliação que ela fornece. Portanto, é necessário conjugar as métricas para uma medição mais correta e menos incerta. Nesta subsecção serão apresentadas e interpretadas as fórmulas de cálculo das métricas escolhidas para a medição de valor.

4.3.1- Return on investment

De acordo com a revisão da literatura existem várias maneiras de calcula do retorno sobre

investimento.

De acordo com Carvalho (2014), diferentes dos outros indicadores de avaliação de performance empresarial, «trata-se de um indicador apresentado em forma de rácio em que o aumento do seu resultado pode ser influenciado pelo aumento do numerador (resultados) ou diminuição do denominador (investimentos)».

Num investimento, o comportamento do ROI numa empresa reflete oportunidades e ameaças:

- O ROI positivo indica que o investimento gerou lucro. Quanto maior o ROI, mais lucrativo foi o investimento.
- O ROI negativo indica que o investimento gerou uma perda.
- O ROI nulo ou (0) indica que não houve o ganho e nem a perda, ou seja, houve apenas a recuperação do valor investido.

O ROI pode ser calculado através da seguinte fórmula:

$$\text{ROI} = \frac{\text{Resultados Líquidos}}{\text{Valor Contabilístico dos Activos}} \quad (4.1)$$

O indicador ROI pela sua fórmula direta de cálculo, incorpora de forma direta os rendimentos, gastos e investimentos para avaliar a eficiência do investimento em gerar retorno. Segundo Carvalho (2014), ao calcularmos o ROI pela fórmula (3.1), há um risco de não separar as decisões operacionais das financeiras, o que pode resultar numa má interpretação relativamente ao retorno do investimento. Por exemplo, este indicador pela sua forma simples de cálculo, não separa os resultados operacionais dos financeiros, ou seja, não permite ilustrar as origens dos custos ou gastos. Para Carvalho (2014), esta situação ocorre quando por exemplo, a empresa financiar o seu investimento com capitais próprios em detrimento dos capitais alheios e vice-versa. O financiamento através dos capitais próprios aumenta consequentemente o resultado líquido da empresa pelo fato de não existir juros e outros encargos a pagar, e incorre menos risco financeiro, o que aumenta o ROI. Entretanto, em situação contrária, ao optar pelos capitais alheios terá ela de pagar os juros e incorrer mais risco.

No entanto esta distorção pode ser ultrapassada, utilizando a fórmula seguinte para calcular o retorno sobre o investimento:

$$\text{ROI} = \frac{\text{Resultados Líquidos} + \text{Juros} (1-t)}{\text{Valor Contabilístico dos Activos}} \quad (4.2)$$

Em que:

t representa a taxa marginal do imposto

Ao calcularmos o ROI através da fórmula (4.2), fornece menos incerteza na avaliação do retorno sobre investimento em comparação com a fórmula (4.1). Isto porque, ao introduzimos os juros evita a sobrevalorização do indicador, e permite distinguir as origens dos ganhos ou custos. Segundo Rappaport (1998: 21, citado por Carvalho, 2014), o projeto ou investimento só será aceito quando há criação de valor, isto é, quando a taxa «fronteira da taxa ROI mínima para um determinado projeto ou investimento, ou seja, se a taxa ROI for superior a esta taxa fronteira».

Porém, para o nosso estudo escolhe-se utilizar a fórmula mais simples por tratar-se de duas entidades de setores diferentes e com volumes de juros distintos.

4.3.2- Economic Value Added

O EVA é uma das métricas financeira de medição do valor criado para o acionista, permite medir a capacidade da empresa em gerar o valor para os donos. De acordo com Teixeira et al. (2022), «o EVA é uma medida de avaliação do desempenho financeiro da empresa, que procura medir o valor criado pela gestão. Esta criação de valor poderá existir sempre que o resultado obtido do investimento ou projeto for superior ao custo de capital. Segundo os autores, o EVA pode ser determinado através da seguinte fórmula:

$$\text{EVA} = \text{ROLI} - \text{Investimento} \times \text{Custo de Capital} \quad (4.3)$$

Em que:

ROLI representa os resultados operacionais líquidos de imposto.

A determinação do valor económico adicionado através da fórmula 4.3 permite a empresa avaliar a criação de valor de maneira mais correta e sem ignorar os custos financeiros aplicados no investimento ou negócio.

Existem várias fórmulas para o cálculo do EVA, porém, para o nosso estudo utilizamos a mais antiquada, pertencente aos fundadores da própria métrica. De acordo com Stewart (1991), podemos calcular o EVA pela seguinte formula:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} \times \text{CI} \quad (4.4)$$

Em que:

NOPAT – Net Operating Profit After Taxes (Resultado Operacional Líquido após Imposto)

WACC – Weighted Average Cost of Capital (Custo Médio Ponderado do Capital)

CI – Capital Investido

A determinação do valor do EVA através da fórmula 4.4 permite medir o verdadeiro valor criado para o acionista, ao considerar o custo médio ponderado de capital. Esta forma de cálculo do indicador evita a sua sobreavaliação, garantindo que as empresas não foquem apenas nos lucros, mas também, nos custos associados ao investimento (custo do capital próprio e da dívida).

Se colocamos em evidência o EVA Spread, é necessário conhecer o ROI, WACC e o Capital Investido. O EVA Spread pode ser calculado através da seguinte fórmula:

$$\text{EVA} = (\text{ROI} - \text{WACC}) \times \text{CI} \quad (3.5)$$

De acordo com Galvão *et al.* (2020), a expressão (ROI - WACC) representa o ROI residual. Esta expressão permite medir a criação ou destruição de valor.

ROI > WACC, há criação de valor, a empresa gerou um retorno sobre o investimento acima do seu custo de capital.

ROI = WACC, significa que existe um equilíbrio, ou seja, não há criação nem destruição de valor.

ROI < WACC, há destruição de valor, a empresa gerou um retorno sobre o investimento abaixo do seu custo de capital.

4.3.2.1- NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)

Para o cálculo do EVA devemos sempre levar em consideração o NOPAT. O NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) ou Lucro Operacional Líquido Após Imposto em português é o lucro gerado pela empresa após o pagamento dos juros. O valor do NOPAT pode ser retirado das demonstrações financeiras das empresas, neste caso, as empresas escolhidas para o nosso estudo, nomeadamente Grupo CGD e Grupo Fidelidade. De acordo com Carvalho (2014), também podemos determinar o NOPAT através do esquema seguinte:



Figura 6- Esquema de Apuramento NOPAT

Fonte: Adaptado de Carvalho (2014)

Como se pode observar na figura 6, a apuração do NOPAT através deste esquema é a forma mais comum e popular. Passa pela soma de todos os rendimentos subtraídos dos gastos operacionais e CMVMC, dá origem ao EBITDA. Este último quando retiramos o imposto teremos o nosso NOPAT (resultado líquido).

4.3.2.2- Capital investido

O capital investido representa os recursos financeiros utilizados no investimento, ou seja, o financiamento em geral, seja através dos capitais próprios ou alheios.

Segundo Carvalho (2014, p. 57), podemos definir o CI como «à soma do património líquido que pertence ao investidor com os empréstimos e financiamentos, de curto e longo prazo, pertencentes a credores».

De acordo com Santiago (2023) o capital investido de uma empresa pode ser determinado através da soma do capital próprio, passivos não correntes e os passivos correntes, este último corresponde aos empréstimos.

Em análise financeira é muito mais comum calcular o capital investido ou empregado para separar os ativos reais das instituições financeiras das obrigações financeiras cujas instituições

estão sujeitas a remunerar os juros. Para isto, o capital investido representa a diferença entre o ativo total e os passivos não remunerados, ou seja, os passivos que não englobam o pagamento de juros.

$$\text{Capital Investido} = \text{Ativo Total} - \text{Passivos Não Remunerados} \quad (4.6)$$

4.3.2.3- Custo de capital

O conceito de custo de capital é primitivo, abordado por vários autores. Teixeira et al. (2022, p. 246), o «custo de capital» é normalmente associado ao retorno que determinado investimento deve proporcionar, sendo definido como a taxa de remuneração exigida pelos investidores, tendo em conta o risco de negócio. A decisão de investimento é fortemente influenciada pelo custo de capital, visto que, um investimento para ser aprovado o seu retorno mínimo que ela gerará precisa ser suficiente a medida que a empresa possa compensar os investidores.

Segundo Gimenes et al (2009, p. 9), o custo de capital «representa a taxa de retorno mínima que acionistas e credores exigem para financiar projetos de investimento a um dado nível de risco, assegurando o valor de mercado das ações da empresa».

Um investimento pode ser financiado por via de capital próprio ou/e capital alheio, o custo associado a este financiamento é nomeado custo de capital.

De acordo com Pacheco et al. (2024), uma empresa que pretende atingir uma estrutura financeira estável e ótima deve ser capaz de minimizar os seus gastos financeiros e aumentar o seu valor. Para tal, é importante avaliar todos os custos associados ao investimento, seja o custo de capital próprio, do capital alheio (ou endividamento por via dos credores) e do custo medio ponderado. A apuração destes custos pode ser fundamental para a gestão estratégica e contribuir para melhorar a decisão do investimento.

4.3.2.4- WACC (Weighted Average Cost of Capital)

A apuração do custo de capital pode ser feita através do cálculo do WACC. Este último permite determinar o custo de capital próprio e o custo de endividamento (capital alheio).

Teixeira et al. (2022), as empresas podem ser financiadas através dos capitais próprios e capitais alheios. O custo específico associado a estes capitais varia em conformidade com o seu risco. Isto é, os investimentos expostos a mais risco tendem a ter uma remuneração mais elevada.

Todo financiamento tem o seu custo específico, um financiamento através dos capitais próprios pode ser mais custoso, porém, apresenta maior risco. Os acionistas se preocupam mais com a gestão do investimento que os credores, pois se o investimento não for rentável o suficiente serão eles os últimos a serem recompensados.

De acordo com Teixeira et al. (2022), o surgimento do custo médio ponderado do capital deve-se ao fato dos investidores prioritários, ou seja, os mais expostos ao risco exigirem maior remuneração em compensação do risco incorrido, e as taxas de juros exigidas são maiores que as dos terceiros. Estes investidores por serem prioritários se preocupam mais com a gestão do investimento, no caso de falência da empresa serão eles os últimos a serem remunerados após o pagamento dos terceiros.

De acordo com Teixeira et al. (2022, p. 247), o «WACC é constituído pela soma dos capitais próprios e dos passivos, devidamente ponderados pelo seu peso no financiamento do ativo».

Segundo Pacheco et al. (2024), podemos apurar o WACC com base no nível de autonomia financeira da empresa. Isto é, as empresas com a capacidade de financiar o investimento com os seus próprios meios sem existir a necessidade de recorrer aos terceiros. Para o autor, podemos calcular o WACC através da seguinte fórmula:

$$\text{WACC} = \frac{\text{CP}}{\text{ATIVO}} \times \text{Ke} + \frac{\text{PASSIVO}}{\text{ATIVO}} \times \text{Kd} (1-t) \quad (4.7)$$

Em que:

CP – Representa os capitais próprios;

Kd – Representa a Taxa de Endividamento (custo do financiamento)

t – Representa a taxa de imposto;

Ke – Representa o Custo do Capital Próprio (retorno exigido pelos acionistas).

O cálculo do WACC através da fórmula 3.6 permite as empresas avaliar os projetos ou/e investimentos e medir o risco associado de forma precisa. Para o modelo de avaliação, este indicador é equivalente à taxa de desconto (DCF).

O quadro 3 em baixo explica o comportamento das empresas em relação ao WACC.

Quadro 3- WACC

WACC Elevado	WACC Baixo
<ul style="list-style-type: none">✓ Dificuldade de obter financiamentos às taxas de juros mais baixas.✓ Aumento do risco financeiro.✓ Redução do valor dos CF futuros.	<ul style="list-style-type: none">✓ Facilidade de obter financiamentos às taxas de juros mais baixas.✓ Valorização do investimento✓ Aumento da rentabilidade

Fonte: Elaboração própria

De acordo com o quadro 3 acima ilustrado, quando o WACC é demasiado alto a empresa tem de melhorar os fatores resultantes da destruição de valor. Para isso, é necessário a adoção da estratégia de revisão da sua estrutura de capital, entender melhor o mercado em que atua para evitar os riscos elevados, pois quanto maior o risco associado ao financiamento maior será a taxa de juro exigida por parte dos investidores, aumento da eficiência operacional e redução dos custos podem melhorar a sua margem financeira, procurar financiamento com melhores taxas, entre outros.

Quando o WACC é baixo, a empresa deve aproveitar das oportunidades mencionadas no quadro 4.3 para adquirir vantagem competitiva face aos seus concorrentes, seja expandindo o seu mercado, alavancar o máximo possível o seu capital e imunizar-se contra as possíveis oscilações do mercado, entre outras.

4.3.2.5- Custo do capital próprio (K_e)

O financiamento dos investimentos ou projetos das empresas podem ser feitos através dos capitais próprios (quando o financiamento provém dos gestores) e capitais alheios (quando o mesmo provém dos terceiros). Este financiamento tem sempre um custo, e a rentabilidade exigida pelos gestores é o custo do capital do capital próprio da empresa. De acordo com Cunha, Martins e Assaf Neto (2014), o endividamento por parte das empresas é o value drivers para a criação de valor, porém, tem uma influência forte no comportamento dos cash flows, sejam positivos ou negativos.

De forma geral, o K_e representa a taxa de retorno mínima exigida pelos acionistas para investir os capitais no negócio.

Segundo Pacheco et al (2024, p 32), «o custo do capital próprio (K_e) exigido aos gestores de uma empresa, representa o retorno (rentabilidade) que os investidores esperam de um

investimento dado o seu risco específico e é calculado pela expressão»:

$$K_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f) \quad (4.8)$$

Em que:

r_f = Rendibilidade de um ativo sem risco

r_m = Rendibilidade esperada do mercado

$(r_m - r_f)$ = Prémio de risco esperado do mercado

β = Risco do ativo

Como podemos observar na fórmula 3.7, o custo de capital próprio é fortemente influenciado pelo nível de risco que o investimento dos gestores está exposto, este risco pode derivar-se de dois tipos:

Pacheco et al (2024, p. 32), o risco total decompõe-se em dois tipos de risco:

- Risco de mercado ou sistemático

O risco de sistemático é o risco que afeta o mercado no seu todo e não pode ser eliminado através da diversificação. Este tipo de risco está relacionado aos fatores macroeconómicos e fogem do controle das empresas, por exemplo: Crise económica ou política, inflação e aumento da taxa de juro, alteração negativa no preço de combustível, etc.

- Risco específico ou não sistemático

O risco específico é risco diversificável e é específico à empresa ou setor. Segundo Filho, Losso e Sande (2024, p. 4), «O risco diversificável se refere aos riscos específicos de uma empresa ou setor que podem ser eliminados pela diversificação do portfólio».

A diversificação da carteira de investimento minimiza ou/e elimina o risco não sistemático, depende muito da posição da empresa no mercado face aos seus concorrentes. Este risco pode surgir por causa da inovação de produtos concorrentes, mudança na gestão da empresa, ineficiência operacional, falência da empresa, etc.

4.3.2.6- Custo do capital alheio (K_d)

No contexto geral, as empresas preferem obter financiamento junto aos terceiros, o que por vezes apresenta custos mais baratos que os financiamentos por via dos gestores.

Segundo Catapan, Catapan e Catapan (2010, p. 179), o custo de capital alheio é «a taxa de retorno que os credores exigem para emprestar capitais ou recursos adicionais à empresa representa o custo que esta terá de pagar por este novo capital externo, ou de terceiros».

Para Pacheco et al. (2024, p. 37), «o custo de financiamento ou custo de capital alheio (K_d) o preço a pagar para recorrer alheios». Entretanto, de acordo com o autor, este custo pode ser influenciado por vários fatores, incluindo:

- Taxas de juros do mercado: quando as taxas de juros do mercado aumentam, o custo de financiamento aumenta e fica mais caro para as empresas que pretendem obter financiamento. Porém, uma diminuição das mesmas provoca uma diminuição do custo de capital alheio e facilita a captação de recursos por meio das dívidas. Segundo Pacheco et al. (2024, p. 37), as taxas de juros do mercado «representam a remuneração exigida pelas instituições financeiras ou por terceiros – fornecedores ou outros credores – numa operação de crédito.
- Risco específico da empresa: o custo de capital alheio depende muito do risco específico da empresa no momento de contrair um empréstimo junto às instituições financeiras. Quanto maior o risco de reembolso do financiamento mais elevado é o custo de capital alheio. Isto acontece quando as taxas de juros são fixadas pelas entidades emissoras do crédito, estas preocupam com o rating da empresa, nível de endividamento, entre outros. Para cada empresa é atribuído um rating para o financiamento em questão, que são atribuídos pelas agências de Rating e a empresa paga para o ter.

Em suma, as entidades emissoras de crédito para conceder um empréstimo/credito às empresas, levam em consideração o rating da empresa, histórico de pagamento, estrutura de gastos, periodicidade da dívida...

- Taxa de imposto sobre o rendimento: o custo do financiamento é fortemente influenciado pela taxa de imposto sobre o rendimento, isto deve-se ao efeito fiscal, ou seja, aos juros pagos que normalmente são deduzidos do imposto de renda. Para Pacheco et al. (2024, p. 37), «quanto menor o nível de incidência fiscal, maior o K_d devido aos benefícios fiscais obtidos por via da contabilização dos gastos financeiro, considerando que $K_d = K'd(1 - t)$ ».

De forma geral, o cálculo de K_d requer a coleta de várias informações detalhadas que por vezes acaba por ser mais difícil de realizar. De acordo com Pacheco et al. (2024), estas complicações

condicionam o cálculo do custo de capital alheio e que por fim os analistas acabam por fazê-lo de maneira mais simplificada possível, utilizando a fórmula seguinte:

$$K_d = \frac{\text{Juros e gastos similares suportados}}{\text{Passivo}} \quad (4.9)$$

Como se pode observar na fórmula (4.8), o cálculo do custo do financiamento é feito de forma simples, fazendo produto dos juros e gastos similares suportados e o passivo da empresa. Os juros e gasto similares suportados podem ser retirados das demonstrações dos resultados e o passivo do balanço da empresa.

4.3.3- Cash Value Added

A utilização do indicador CVA requer para as empresas elaboração das estratégicas. Estas estratégias podem servir de catalisadores para uma avaliação mais eficiente da criação de valor para o acionista.

Segundo Weissenrieder (1998), a adoção da métrica CVA como medida de avaliação da criação de valor, permite as empresas classificar os investimentos em duas categorias importantes: os investimentos estratégicos e não estratégicos. Os investimentos estratégicos estão mais centrados na criação de valor para o acionista, tem como o foco principal os objetivos da empresa no longo prazo, ao passo que os investimentos não estratégicos são investimentos que indiretamente podem impactar a criação de valor, mas, o foco principal é a geração da rentabilidade para a empresa, ajuda manter o objetivo estratégico da empresa.

Para o autor, há criação de valor quando o Cash Flow Operacional for superior à sua demanda. De acordo com o autor podemos determinar o CVA através do esquema seguinte:

Quadro 4- Apuramento do Cash Value Added

+	Sales
-	Cost
=	Operating Surplus
+/-	Working Capital Movement
-	Non-strategic Investments
=	Operating Cash Flow
-	Operating Cash Flow Demand
=	Cash Value Added (CVA)

Fonte: Adaptado de Weissenrieder (1998)

Como se pode observar no quadro 4, o apuramento do CVA passa pela determinação do excedente operacional, Cash flow operacional deduzido do Operating Cash Flow Demand.

Segundo Carvalho (2014), podemos calcular o CVA através da fórmula seguinte:

$$CVA_i = NOPAT + Am_i - AE_i - CI \times WACC_i \quad (4.10)$$

Em que:

NOPAT representa o Resultado Operacional Líquido de Impostos relativo ao ano i ;

Am_i representa as Amortizações Contabilísticas relativas ao ano i ;

AE_i representa as Amortizações Económicas relativas ao ano i ;

CI representa o Capital Investido no início do período e que pode ser apresentado como a soma do capital próprio e do capital alheio;

$WACC_i$ representa o Custo Médio Ponderado do Capital relativo ao ano i

4.4- Demonstração dos cálculos

Neste capítulo foram efetuados os cálculos dos indicadores e variáveis que englobam os seus cálculos., com base nas informações financeiras divulgadas pelas empresas em amostra no horizonte temporal compreendido de 2019 a 2021.

Para o cálculo das variáveis e indicadores do grupo CGD e Fidelidade foram utilizados os valores reclassificados, ou seja, valores *reexpressos* devido os ajustes das informações financeiras das empresas a fim de evitar distorções nos valores.

4.4.1- Cálculo do return on investment (ROI)

Os valores utilizados para o cálculo dos indicadores do grupo CGD foram convertidos para valores em milhões de euros.

Para o cálculo do ROI foi utilizado a fórmula 4.1, o quadro em baixo demonstra o cálculo de maneira mais detalhada.

Os resultados líquidos foram retirados das demonstrações dos resultados e os valores contabilísticos dos ativos do balanço das empresas em estudo.

O ROI resulta do produto do resultado líquido com o valor contabilístico dos ativos.

Tabela 2- Cálculo do ROI de grupo CGD.

(valores em milhões de euros)

Períodos	2019	2020	2021
Resultado líquido	775.93	491.59	583.36
Valor contabilístico dos ativos	85.776	91.368	104.018
ROI	0,90%	0,54%	0,56%

Fonte: Elaboração própria

Tabela 3- Cálculo do ROI de grupo Fidelidade.

(valores em euros)

Períodos	2019	2020	2021
Resultado Líquido	200.396	222.329	270.242
Valor Contabilístico dos Ativos	20.188.004	19.297.206	20.350.385
ROI	0,99%	1,15%	1,33%

Fonte: Elaboração própria

4.4.2- Cálculo do Economic Value Added (EVA)

Para a obtenção dos EVAs das duas empresas começa-se por calcular as variáveis resultantes ao cálculo do indicador: As variáveis como capital investido, WACC, taxa efetiva, entre outras.

Para o cálculo do capital investido do grupo Fidelidade foi utilizada para o cálculo a fórmula

4.6, isto é, a diferença entre o total do ativo e os passivos não remunerados, ou seja, os passivos cujas operações não envolvem o pagamento de juros.

Capital Investido = Total do ativo – Passivos não remunerados.

Tabela 4 - Cálculo do Capital Investido de grupo CGD.

(valores em milhões euros)

Períodos	2019	2020	2021
Total do ativo	85.776	91.368	104.018
Passivos não remunerados	72553	78149	85069
- Recursos de clientes	65.792	72.744	79.031
- Passivos financeiros	909	921	382
- Passivos não correntes detidos para venda	981	140	887
- Provisões	1.044	1.045	974
- Outros passivos	3.827	3.299	3.795
Capital Investido	13.223	13.219	18.949

Fonte: Elaboração própria

A rubrica “*Passivos de um grupo para alienação classificado como detido para venda*” foi considerada passivo remunerado devido a espera do processo de alienação. No entanto fica difícil distinguir a natureza do passivo até à venda ser concluída, o que normalmente ocorre dentro de 12 meses.

Tabela 5- Cálculo do Capital Investido de grupo Fidelidade.

(valores em euros)

Períodos	2019	2020	2021
Total do ativo	20.188.004	19.297.206	20.350.385
Passivos não remunerados	6.869.038	6.725.708	7.130.418
- Provisões técnicas	5.893.946	5.649.819	5.935.387
- Outras provisões técnicas	-	8.969	23.212
- Passivos por benefícios pós-emprego e outros benefícios de longo prazo	87	341	356
- Outros credores por operações de seguros e outras operações	389.204	433.638	542.156
- Passivos por impostos	217.214	254.603	191.109
- Acréscimos e diferimentos	235.946	257.893	276.255
- Outras Provisões	132.641	120.445	161.943
Capital Investido	13.318.966	12.571.498	13.219.967

Fonte: Elaboração própria

Para obtenção do capital alheio de grupo CGD foi levado em consideração o *passivo total*, incluindo as obrigações estimadas (provisões), os passivos detidos que estão à espera da alienação (passivos não correntes detidos para venda), e entre outros.

Para o cálculo do WAAC foram excluídos os interesses minoritários por serem direitos de terceiros ou patrimónios líquidos em empresas subsidiárias que não são alvos da nossa avaliação.

O imposto sobre os resultados representa a soma dos impostos correntes e os diferidos e a taxa de imposto efetiva representa a divisão entre a rubrica imposto sobre os resultados e os resultados antes dos impostos.

O total do ativo e passivo do grupo CGD foi retirado do balanço consolidado do grupo, cuja rubrica «*Atividade consolidada*».

O total do ativo e passivo do grupo Fidelidade foi retirado das informações financeiras do grupo, cuja rubrica «*Demonstração da posição financeira consolidada*».

Para o cálculo do WACC foi utilizada a fórmula 4.7, como se pode observar na tabela 6.

Tabela 6 - Cálculo do WACC de grupo CGD.

(valores em milhões euros)

Períodos	2019	2020	2021
Capital Próprio	8.566	8.701	9.287
Capital Alheio	77.210	82.668	94.731
Total do Capital Próprio e Capital Alheio	85.776	91.368	104.018
Total do Ativo	85.776	91.368	104.018
Total do Passivo	77.210	82.668	94.723
Taxa de Imposto Efetiva	27,9%	22%	29%
Taxa de Custo do Capital Próprio (Ke)	16,96%	-32,48%	48,21%
Taxa de Custo do Capital Alheio (Kd)	14,95%	10,22%	4,65%
WACC	0,16%	-0,22%	0,13%

Fonte: Elaboração própria**Tabela 7- Taxa de imposto efetiva de grupo CGD.**

(valores em milhares euros)

Períodos	2019	2020	2021
Resultados antes de impostos	1.091.784	653.285	837.027
Imposto sobre os resultados	305.016	144.090	243.011
Taxa de Imposto Efetiva	27,9%	22%	29%

Fonte: Elaboração própria

Para obtenção do capital alheio de grupo Fidelidade foi levado em consideração o *passivo total*, incluindo as provisões (que em geral representa a maior parte dos passivos das empresas de seguro, resseguradoras).

Tabela 8- Cálculo do WACC de grupo Fidelidade.

(valores em milhões euros)

Períodos	2019	2020	2021
Capital Próprio	2.792	3.111	3.055
Capital Alheio	16.921	15.726	16.731
Total do Capital Próprio e Capital Alheio	20.188	19.297	20.350
Total do Ativo	20.188	19.297	20.350
Total do Passivo	16.921	15.726	16.731
Taxa de Imposto Efetiva	12,7%	28,5%	44,8%
Taxa de Custo do Capital Próprio (Ke)	16,96%	-32,48%	48,21%
Taxa de Custo do Capital Alheio (Kd)	0,74%	0,78%	1,24%
WACC	0,01%	-0,02%	0,04%

Fonte: Elaboração própria**Tabela 9 -** Taxa de Imposto Efetiva de grupo Fidelidade.

(valores em euros)

Períodos	2019	2020	2021
Resultados Antes de Impostos	231.893	305.343	406.991
Imposto Sobre os Resultados	29.353	87.071	182.465
Taxa de Imposto Efetiva	12,7%	28,5%	44,8%

Fonte: Elaboração própria

Para o cálculo do custo de capital próprio foi calculado o risco do ativo (beta) para o período de 01/01/2019 à 31/12/2021, foi calculado de forma separada (cada ano de exercício) e utilizado como referência para o cálculo os preços do fecho retiradas do site de **investing.com**, disponível em <https://pt.investing.com/etfs/ishares-stoxx-europe-600-de-historical-data?cid=1054734>. Os Betas correspondem ao setor bancário e segurador, foi utilizado como índice de referência **iShares STOXX Europe 600 UCITS ETF (DE)**, *ticker* (EXSA).

Para o cálculo do Beta foi feito produto da covariância de retornos dos setores com os retornos do mercado sobre a variância dos retornos do mercado. Foi utilizada a fórmula

COVARIÂNCIA.P do Excel para obter as covariâncias.

As rendibilidades do setor bancário e segurador foram consideradas como as das empresas em estudo, pelo facto de não serem cotadas na bolsa de valores.

As rendibilidades do ativo sem risco foram retiradas do site do banco de Portugal, disponível em <https://bpstat.bportugal.pt/serie/12099464> sendo obtidas das taxas de rendibilidade do ativo sem risco cujo prazo residual de 10 anos, utilizando como referência as obrigações do tesouro de Portugal para obter as taxas de juros sem risco. Para este último foram consideradas as taxas mensais, cuja referência do cálculo os preços do fecho (mês de dezembro).

Para o cálculo do custo de capital próprio (K_e) foi utilizada a fórmula 4.8, como se pode observar na tabela 10.

Tabela 10 - Cálculo do Custo de Capital Próprio (Modelo CAPM).

	Caixa Geral de Depósitos			Fidelidade		
Períodos	2019	2020	2021	2019	2020	2021
beta (β)	1,11	1,34	1,28	1,11	1,34	1,28
Rf	0,41%	0,03%	0,36%	0,41%	0,03%	0,36%
Rm	15,32%	-24,23%	37,74%	15,32%	-24,23%	37,74%
(Rm - Rf)	14,91%	-24,26%	37,38%	14,91%	-24,26%	37,38%
CoE (K_e)	16,96%	-32,48%	48,21%	16,96%	-32,48%	48,21%

Fonte: Elaboração própria

Como pode se observar na tabela 11, para obter a taxa do capital alheio foi efetuada a divisão entre os juros suportados correspondente a rubrica “*juros e encargos similares*”, informações retiradas das demonstrações financeiras consolidada, e o total do capital alheio, que corresponde ao total do passivo remunerado.

Tabela 11 - Cálculo do Custo do Capital Alheio de grupo CGD.

(valores em milhões euros)

Períodos	2019	2020	2021
Juros e Gastos Similares Suportados	696.03	461.79	448.93
Total do Passivo Remunerado	4.657	4.519	9.663
- Rec. bancos centrais e instit. de crédito	1.078	2.031	6.755
- Responsab. representadas por títulos	2.463	1.371	1.790
- Passivos subordinados	1.116	1.117	1.118
Kd	14,95%	10,22%	4,65%

Fonte: Elaboração própria

Tabela 12 - Cálculo do Custo do Capital Alheio de grupo Fidelidade.

(valores em euros)

Períodos	2019	2020	2021
Gastos financeiros	74.630	69.987	119.545
Total do Passivo Remunerado	10.051.605	9.009.011	9.624.197
- Passivos financeiros da componente de depósito de contratos de segur. (...)	8.925.002	8.360.122	8.118.826
- Passivos financeiros detidos para negociação	82.035	-	-
- Passivos financeiros valorizados ao justo valor através de ganhos e perdas	-	38.010	299.670
- Outros passivos financeiros	1.043.486	610.305	1.201.941
- Passivos de um grupo para alien (...)	1.082	574	3.760
Kd	0,74%	0,78%	1,24%

Fonte: Elaboração própria

Para o cálculo do EVA de grupo CGD e Fidelidade foi utilizada a fórmula 3.4 como se pode observar na tabela 13 e 14.

O EVA em percentagem foi calculado através do produto do EVA sobre o capital investido multiplicado por 100.

Tabela 13 - Cálculo do EVA de grupo CGD

(valores em milhões euros)

Períodos	2019	2020	2021
NOPAT	775.93	491.59	583.36
WACC	0,16%	-0,22%	0,13%
CI	13.223	13.219	18.949
EVA	755	521	559
EVA em (%)	5,71%	3,94%	2,93%

Fonte: Elaboração própria**Tabela 14 - Cálculo do EVA de grupo Fidelidade**

(valores em euros)

Períodos	2019	2020	2021
NOPAT	200.396	222.329	270.242
WACC	0,01%	-0,02%	0,04%
CI	13.318.966	12.571.498	13.219.967
EVA	199.064	224.843	264.954
EVA em (%)	1,49%	1,79%	2%

Fonte: Elaboração própria**4.4.3- Cálculo do Cash Value Added (CVA)**

Para o cálculo deste indicador, as depreciações contabilísticas do grupo CGD foram retiradas das Demonstrações Consolidadas de Resultados por Natureza, cuja rubrica «Depreciações e amortizações».

Para o cálculo das depreciações contabilísticas do grupo Fidelidade foi feita a soma da amortização dos ativos tangíveis, depreciação de ativos de direito de uso de acordo com IFRS 16 e a amortização dos ativos intangíveis. Os respetivos valores foram retirados das demonstrações dos fluxos de caixa consolidado, cuja rubrica «Fluxo de Caixa das atividades operacionais».

Tabela 15- Cálculo das Depreciações Contabilísticas de grupo Fidelidade

(valores em euros)

Períodos	2019	2020	2021
Amortização de ativos tangíveis	15.461.231	15.977.443	15.684.217
Depreciação de ativos de direito de uso (IFRS 16)	21.978.584	30.411.314	31.955.293
Amortização de ativos intangíveis	8.375.032	6.988.515	8.760.469
Total das Depreciações Contabilísticas	45.814.847	53.577.272	56.399.979

Fonte: Elaboração própria

Para as amortizações económicas foram considerados os valores da depreciação contabilística como um *proxy*, os valores que já estão apurados nas demonstrações dos resultados do grupo CGD. Quanto ao grupo Fidelidade, os valores das depreciações contabilísticas foram retirados da tabela 15, e os mesmos considerados como um *proxy* para as amortizações económicas. Poderia ser calculada através da diferença entre o valor atual dos ativos e o seu valor de reposição ao longo do período, o que exigiria uma estimação dos valores de mercado das respetivas empresas em estudo. Entretanto, as empresas (grupo CGD e o grupo Fidelidade) não estão cotadas na bolsa, por isso, foi simplificada utilizando os valores das depreciações contabilísticas como referência para as amortizações económicas.

Para o cálculo de CVA foi utilizada a fórmula 4.10, que engloba no seu cálculo o NOPAT, o WACC, as amortizações contabilísticas e económicas e o capital investido.

O CVA em percentagem foi calculado através do produto do CVA sobre o capital investido multiplicado por 100.

Tabela 16 - Cálculo de CVA de grupo CGD

(valores em milhares euros)

Períodos	2019	2020	2021
NOPAT	775.928	491.592	583.361
WACC	0,19%	- 0,22%	0,13%
CI	13.223.000	13.219.000	18.949.000
Am	94.255	97.535	108.830
Ae	94.255	97.535	108.830
CVA	750804	520674	558727
CVA em (%)	5,67%	3,94%	2,95%

Fonte: Elaboração própria**Tabela 17 - Cálculo de CVA de grupo Fidelidade**

(valores em euros)

Períodos	2019	2020	2021
NOPAT	200.396	222.329	270.242
WACC	0,01%	-0,02%	0,04%
CI	13.318.966	12.571.498	13.219.967
Am	45.814.847	53.577.272	56.399.979
Ae	45.814.847	53.577.272	56.399.979
CVA	199.064	224.843	264.954
CVA em (%)	1,49%	1,79%	2%

Fonte: Elaboração própria

Na tabela seguinte consta o resumo dos resultados obtidos das variáveis necessárias ao cálculo dos indicadores e dos indicadores escolhidos para o nosso estudo.

Tabela 18 - Resumo percentual de grupo CGD e Fidelidade

Períodos	Caixa Geral de Depósitos			Fidelidade		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Kd	14,95%	10,22%	4,65%	0,74%	0,78%	1,24%
Ke	16,96%	-32,48%	48,21%	16,96%	-32,48%	48,21%
WACC	0,16%	-0,22%	0,13%	0,01%	-0,02%	0,04%
ROI	0,90%	0,54%	0,56%	0,99%	1,15%	1,33%
EVA=CVA	5,71%	3,94%	2,93%	1,49%	1,79%	2%

Fonte: Elaboração própria

4.5- Análise e Interpretação dos resultados

Ao efetuar os cálculos dos indicadores pode-se observar através das tabelas, as suas evoluções e comportamento diferentes um do outro. No entanto, de acordo com os resultados obtidos, as empresas criaram mais valor para os seus acionistas com uns e menos com os outros indicadores. A figura em baixo ilustra as evoluções dos resultados das métricas em estudo.

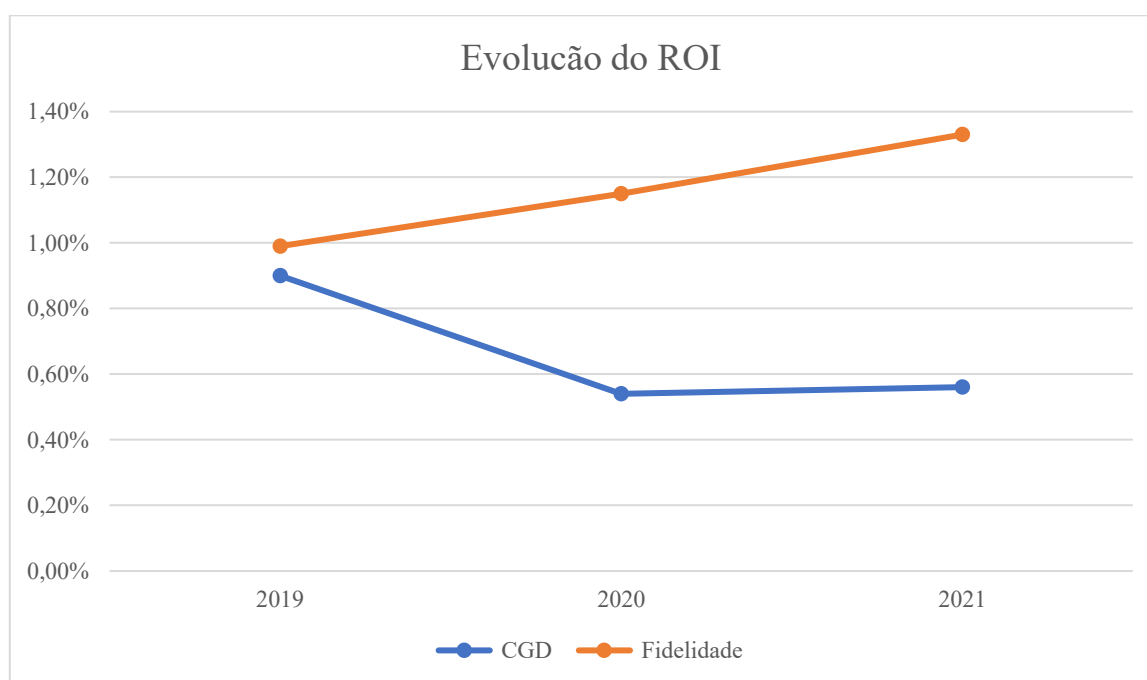


Figura 7- Evolução de ROI de grupo CGD e Fidelidade

Fonte: Elaboração própria

Como se pode observar na figura 7, o ROI do grupo CGD teve uma evolução positiva em 2019,

gerando um retorno financeiro proporcionalmente baixo em comparação ao valor dos ativos aplicados no investimento.

O ano 2020 foi marcado pelos acontecimentos negativos que afetaram negativamente a economia portuguesa e mundial, devido ao surgimento da crise pandémica várias empresas menos resilientes não conseguiram se manter, gerando resultados negativos. Neste ano, o retorno sobre o investimento do grupo CGD diminuiu em comparação ao ano anterior (2019) devido a crise de coronavírus que afetaram negativamente as atividades operacionais da empresa. O resultado líquido diminuiu e os ativos aumentaram, o que consequentemente culminou na diminuição do retorno sobre o investimento. Em 2021, o ROI melhorou, porém, ainda distante do ano 2019.

O resultado líquido gerado é positivo, embora baixo, o que significa que a empresa está gerando um lucro baixo em relação ao capital aplicado. Esta situação pode comprometer a competitividade ao longo prazo, a não ser que o ROI esteja acima ou igual a média do setor bancário em geral.

- Quanto à criação de valor, o indicador ROI sozinho não nos permite concluir se a empresa cria ou destrói o valor para os seus acionistas. Para tal, é importante compará-lo ao WACC do mesmo ano. No entanto:

Em 2019: $ROI = 0,90\% > WACC = 0,16\%$, há criação de valor e a empresa gerou retorno acima do exigido pelos seus acionistas.

Em 2020: $ROI = 0,54\% > WACC = -0,22\%$, há criação de valor e a empresa gerou retorno acima do exigido pelos seus acionistas, apesar de apresentar o retorno positivo baixo.

Em 2021: $ROI = 0,56\% > WACC = 0,13\%$, há criação de valor e a empresa gerou retorno acima do que os seus acionistas exigem.

Quanto à evolução do ROI do grupo Fidelidade, o ROI do grupo Fidelidade demonstrou um comportamento positivo e uma evolução crescente em comparação ao grupo CGD. Em 2019, apresentou um retorno sobre investimento positivo, porém, baixo. Em 2020, o grupo Fidelidade permaneceu resiliente apesar da crise pandémica, conseguiu gerar um retorno superior ao ano anterior. Este aumento deve-se a diversificação do portefólio do grupo e a receita recorrente pago pelos clientes tendo em conta ao setor de atuação, um setor com menor risco de incumprimento que lhe permite apresentar uma posição sólida em termos de capital. As provisões técnicas diminuíram (redução da sinistralidade) de 2019 para 2020 cerca de 4%, o que permitiu a empresa a obter melhor resultado sem comprometer a sua solvência. Em 2021,

as provisões técnicas aumentaram, porém, os prémios brutos emitidos no mesmo ano aumentaram cerca de 9%, o que permitiu com que as reservas, o resultado líquido e a solvência melhorassem, assim como houve forte crescimento do ramo vida que permitiu expandir mais o negócio internacionalmente e aumentar assim sua cota de mercado no território nacional.

➤ Quanto à criação do valor do grupo Fidelidade:

Em 2019: $ROI = 0,99\% > WACC = 0,01\%$, há criação de valor.

Em 2020: $ROI = 1,15\% > WACC = -0,02\%$, há criação de valor.

Em 2021: $ROI = 1,33\% > WACC = 0,04\%$, há criação de valor.

Quanto ao *EVA* e *CVA*, os comportamentos das duas empresas em relação aos resultados obtidos através desta métrica são favoráveis, porém, com movimentos contrários. A figura 8 ilustra a evolução do EVA e CVA dos dois grupos:

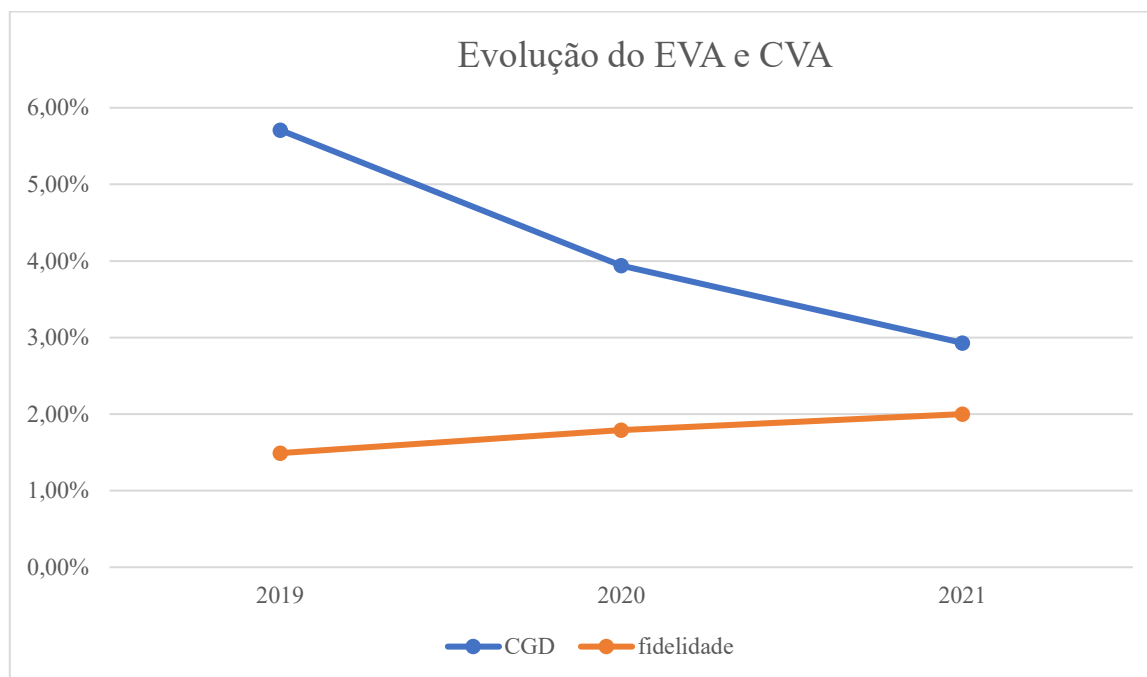


Figura 8- Evolução de EVA e CVA de grupo CGD e Fidelidade

Fonte: Elaboração própria

Como se pode observar na figura 8, o EVA E CVA do grupo CGD apresentaram um comportamento similar ao seu retorno sobre investimento nos dois primeiros anos. Isto porque, em 2019 o resultado obtido é extremamente elevado e favorável em comparação ao seu custo de oportunidade de capital associado ao investimento, este último não cresceu de maneira proporcional permitindo assim a empresa gerar um EVA elevado. De acordo com Jordan,

Neves e Rodrigues (2021) o EVA pode ser definido como a margem gerada por uma empresa depois de cumprir todos os fatores que lhe foram afetos, incluído as remunerações exigidas pelos investidores. Deste modo, a métrica tem mais como foco a criação de valor para o acionista. O WACC deste período é extremamente atrativo, baixo permitiu a empresa contrair dívidas com custos muito baixo o que torna benéfico e facilita a criação de valor.

Em 2020, assim como ROI, o EVA da CGD também sofreu uma oscilação negativa devido ao surto pandémico que afetou a economia mundial. Neste período, o resultado líquido gerado pelo grupo CGD diminuiu cerca de 36,64% em comparação ao ano anterior, e um custo de oportunidade de capital negativo devido ao colapso e oscilações do mercado no início de 2020, o que causou a rentabilidade esperada do mercado negativa e conseqüentemente o respetivo prémio de risco. Em 2021, começou a era da recuperação financeira pós-pandemia, foi influenciado pela vacinação e reabertura da economia. Deste modo, as operações das empresas voltaram ao normal e as expectativas em relação ao lucro melhoraram. O spread de crédito diminuiu, as dívidas ficaram mais baratas, isto porque a taxa do custo de capital alheio (K_d) baixou bruscamente de 10,22% para 4,65%, e o custo de capital próprio (K_e) voltou a subir de negativo para mais do dobro do ano 2019.

Os WACCs do grupo CGD são menos atrativos que os do grupo Fidelidade, isto porque, os ramos de atuação influenciam bastante. O grupo CGD por ser da área da banca existe mais risco e volatilidade em relação aos seus resultados. Além disso, as estruturas de capital dos bancos são reguladas por Basileia III, o que não os permite alavancar fora dos limites estabelecidos. Deste modo, os bancos tendem a se financiar às taxas próximas do mercado interbancário. Ao passo que o grupo Fidelidade atua no setor segurador, um setor mais seguro e previsível, fator favorável que lhe permite contrair dívidas aos custos mais baixos que o grupo CGD.

- Quanto à criação de valor do grupo CGD na ótica do EVA e CVA, há criação de valor quando o EVA e CVA forem superiores aos seus custos de oportunidade do capital investido. Entretanto:

Em 2019: $EVA = CVA = 5,71\% > WACC = 0,16\%$, há criação de valor.

Em 2020: $EVA = CVA = 3,94\% > WACC = -0,22\%$, há criação de valor.

Em 2021: $EVA = CVA = 2,93\% > WACC = 0,13\%$, há criação de valor.

Para o grupo Fidelidade, teremos assim:

Em 2019: $EVA = CVA = 1,49\% > WACC = 0,01\%$, há criação de valor.

Em 2020: $EVA = CVA = 1,79\% > WACC = -0,02\%$, há criação de valor.

Em 2021: $EVA = CVA = 2\% > WACC = 0,04\%$, há criação de valor.

Quanto ao CVA, ao contrário da CGD, a Fidelidade apresentou uma evolução crescente e positiva. Isto é, a empresa conseguiu gerar resultados positivos nos três anos em estudo, apesar da crise pandémica início do ano 2020 ter afetada negativamente a economia nacional e mundial o grupo permaneceu-se resiliente gerando resultados atrativos, melhores anos após anos. Isto porque, os resultados líquidos aumentaram de quase 11% em 2020 e 21,5% em 2021, além de ser mais atrativo o custo da dívida em 2020. Outro fator explicativo da evolução crescente do CVA e EVA do grupo Fidelidade é a diminuição do CI nos anos 2020 e 2021, diminuíram de 5,6% em 2020 e 0,74% em comparação com o ano 2019, isto deve-se a diminuição de despesas com sinistros, líquidos de resseguro, gastos administrativos, gastos financeiros, Comissões de contratos de seguro e operações considerados para efeitos contabilísticos como contratos de investimento ou como contratos de prestação de serviços, entre outros.

Quando ao CVA grupo CGD, igualmente ao EVA, o CVA do grupo CGD diminuiu no segundo ano de estudo (2020) devido as mesmas razões explicadas para com o EVA. Os resultados são simétricos devidos os valores das depreciações contabilísticas e amortizações económicas serem iguais, o que acaba por simplificar a fórmula do CVA tornando-a igual a do EVA para as duas empresas do nosso estudo.

Todos estes fatores contribuíram para gerar melhor resultado e diminuir os gastos, alavancar o capital aos custos extremamente baixos, permitindo assim ter a melhor eficiência e criar mais valor para os acionistas.

4.5.1- Comparação das métricas em estudo

A elaboração e implantação das métricas em uma empresa variam consoante os objetivos e metas que a empresa almeja alcançar. Entretanto, depende do seu foco principal, e estas métricas deverão ser adaptadas às estratégicas corporativas das empresas.

A CGD e Fidelidade Seguros são empresas de grande dimensão, com resultados e lucros muito elevados, porém, só isso não é suficiente para tirarmos conclusão sobre a criação de valor. No entanto, podemos assim concluir que:

➤ Na ótica do ROI

Em 2019, 2020 e 2021, o grupo Fidelidade Seguros criou mais valor que o grupo CGD, gerou um retorno sobre investimento melhor, com o custo da dívida mais barato que permite atrair os investidores. Em outras palavras, o seu ROI é superior e apresenta WACC mais baixo e atrativo que a CGD. Este último teve uma oscilação negativa em 2020 e voltou a melhorar em 2021, porém, ainda assim abaixo dos resultados obtidos pela Fidelidade.

➤ Na ótica do EVA e CVA

Em 2019, 2020 e 2021, as duas empresas apresentaram resultados atrativos, porém, em proporções diferentes. Há criação de valor nas duas empresas, porém, a CGD apesar do custo da dívida ser maior e os EVAs e CVAs decrescentes, criou mais valor para os seus acionistas que o grupo Fidelidade nos três anos de estudo.

Entretanto, as duas empresas reagiram de maneira diferente nos três anos em análise face ao risco sistemático, ou seja, as variações do mercado. Em 2019, o setor bancário e segurador português foi 11% mais volátil que o mercado financeiro nacional, apresentando assim um beta de 1,11, fator importantíssimo na geração dos resultados positivos e criação de valor sustentável para os seus acionistas. Em 2020, o risco sistemático aumentou cerca de 34% acima do mercado, fator culminante da rendibilidade do mercado negativos nas duas empresas. Este feito reflete o impacto negativo da pandemia, aumentaram as incertezas e o risco de inadimplência, provocando uma instabilidade financeira. Em 2021, o beta diminuiu levemente para 1,28 em relação a 2020, mas, longe de atingir o primeiro ano de análise. Entretanto, quanto maior o beta maior a exposição da empresa ou do setor de atividade face ao risco sistemático ou do mercado, quanto maior o beta maior o retorno esperado pelos investidores. Porém, todos esses eventos macroeconómicos não as impediram de criar o valor para os seus acionistas, isto mostra a resiliência, suficiência da liquidez e a boa gestão dos riscos e dos custos.

Capítulo V: Conclusão

5.1- Principais conclusões do estudo

Neste capítulo são apresentadas as principais conclusões do nosso estudo com base nos dados obtidos nos capítulos anteriores, as limitações do estudo durante o processo e as sugestões para futuras investigações.

O foco principal deste estudo consiste em analisar e comparar a criação de valor através de três métricas: ROI, EVA e CVA, nas empresas CGD e Fidelidade Seguros, no período de 2019 a 2021.

Ao longo desta dissertação científica, foi feita um enquadramento teórico relativamente aos pontos essenciais para a compreensão e desenvolvimento do estudo, pontos que nos permite ter o conhecimento mais profundo sobre o tema.

Para esta trabalho científico foi feito um estudo de caso comparativo entres as duas empresas no contexto da criação de valor, que nos permitiu avaliar e comparar os indicadores através das informações financeiras retiradas das empresas.

As duas empresas são extremamente resilientes, com resultados positivos e valores criados para os seus acionistas. No entanto, elas apresentaram evoluções contrárias, sendo crescente para a Fidelidade e decrescente para a Caixa Geral de Depósitos.

O ano de 2020 foi marcado pela crise pandémica que afetou a economia nacional e mundial, fator culminante do impacto negativo nos resultados e as rentabilidades das empresas. Neste período, a criação de valor nas empresas foi menos centrada na maximização dos lucros a curto prazo e mais na preservação da capacidade de criar o valor ao longo prazo, adaptando produtos e serviços as situações momentâneas, e mitigar os possíveis riscos.

Na ótica do ROI, as duas empresas criaram valor para os acionistas, porém, a Fidelidade criou mais valor, mais resiliente e melhor custo médio ponderado de capital que a CGD. No entanto, de acordo com Duarte (2011) o ROI é um indicador pouco confiável no quesito criação de valor pois ele concentra mais no presente, ou seja, no exercício em causa e ignora os eventos futuros. A fidelidade apresentou resultados líquidos melhores em comparação aos seus valores contabilísticos do ativo, que lhe permite apresentar o retorno sobre o investimento mais elevado. De acordo com Carvalho (2014) o ROI é um indicador fortemente influenciado pelo ativo, fator que influencia a distorção da sua medição permitindo que as empresas maiores

apresentem resultados melhores.

Quanto ao EVA, a CGD criou mais valor que a Fidelidade, embora seja decrescente nos dois (2) últimos anos (o que é normal para empresa devido ao setor de atuação), apresentou melhores resultados que a Fidelidade. Este último foi resiliente e eficiente criando valor de maneira crescente nos três (3) anos de estudo, isto porque se expõe menos ao risco que a CGD e depende menos das oscilações do mercado financeiro. De acordo com Nascimento (2019, p 40) o EVA «o EVA tem sido apontado como uma forma de medir adequadamente a criação de valor da empresa». Este indicador influencia bastante na gestão de uma empresa, mede o lucro económico depois da remuneração dos capitais, influencia a tomada de decisão, política de financiamento e decisão de investimento (as empresas tendem a aceitar apenas os projetos cujos EVAs positivos).

Na ótica do CVA, quanto à criação de valor, os resultados são similares ao EVA devido as depreciações contabilísticas serem utilizadas como proxy para as amortizações económicas, fator simplificador da fórmula do cálculo do CVA tornando-a igual a do EVA. Entretanto, as duas empresas criaram valor para os seus acionistas. Para Nascimento (2019) o CVA é a melhor métrica para a medição de valor, pois incorpora no seu cálculo a amortização económica para fazer face os enviesamentos presentes no EVA.

De modo a avaliar a capacidade das métricas com base na criação de valor constata-se que o CVA é a melhor métrica para a sua avaliação, pois permite avaliar o cash flow. Desta forma, permite a empresa informar-se sobre os investimentos passados e como estes podem influenciar os seus investimentos poder ser futuramente benéficos para os seus acionistas.

5.2- Limitações do estudo

Quanto a limitações do estudo, é importante destacar a dificuldade em calcular o custo médio ponderado de capital (WACC), devido ao cálculo do custo de capital próprio (K_e) através do modelo CAPM. Houve uma dificuldade em obter o valor do BETA, que pela sua complexidade de cálculo foi necessário recorrer aos preços das cotações (fecho) correspondentes aos dois setores (segurador e bancário), devido as empresas em estudo não serem cotadas na bolsa. Outra dificuldade encontrada refere-se ao cálculo das amortizações económicas (durante o cálculo do valor de CVA), devido as empresas em estudo não estarem cotadas na bolsa. Fator resultante da simplificação da fórmula do CVA, utilizando a depreciação contabilística como um *proxy* da depreciação económica para as duas empresas tornando a fórmula semelhante à do EVA.

5.3- Sugestões para futuras investigações

Para as futuras investigações, considera-se que pode ser pertinente ampliar o período de análise para mais de três anos, incluindo o aumento dos indicadores de medição de valor. Considera-se também pertinente a comparação das métricas de criação de valor com as de avaliação de performance empresarial, isso incluindo a análise entre o setor bancário e segurador português. O presente estudo baseou-se nas empresas não cotadas, entretanto, considera-se benéfico replicar o mesmo estudo, porém com empresas cotadas na bolsa ou entender a similaridade e diferença na criação de valor entre uma empresa cotada e a não cotada na bolsa. Por fim, seria importante avaliar empresas do mesmo setor, ou empresas de países diferentes, porém que atuam no mesmo setor.

Referências bibliográficas

- Almeida, L. S. F. D., Neto, J. V., Salles, M. T., Soares, C. A. P. & Esteves, Y. D. O. (2016). Análise comparativa entre o EVA e os indicadores financeiros (contábeis) tradicionais de empresas da construção civil brasileira: um estudo documental. *Gestão & Produção*, 23(4), 733-756.
- APB. (2023). *Relatório de Análise da Atividade Bancária*. Disponível em https://www.apb.pt/content/files/raab_2023.pdf
- APB. (2024). *Overview do Setor Bancário Português*. Disponível em https://www.apb.pt/content/files/overview_do_setor_bancario_portugues_pt_junho_2024.pdf
- APB. (2024). *Síntese de Indicadores do Setor Bancário*. Disponível em https://www.apb.pt/content/files/2024.12.31_-_sintese_de_indicadores_-_set_2024.pdf
- ASF. (2023). *O Mercado*. Disponível em <https://www.asf.com.pt/documents/42559/1735061/O+Mercado.pdf/1246e0cc-6da3-48da-aad9-077eb12d5456?version=2.0&t=1726866947481>
- ASF. (2024). *Prémios de Seguro Direto da Atividade Seguradora 2024*. Disponível em https://www.asf.com.pt/documents/42559/1577109/PSDAS_2024.pdf/861a5c0d-2a51-fc1f-9c38-62470cd58396?version=3.0&t=1738082907960
- Assaf Neto, A. (1999). *A Contabilidade e a Gestão Baseada no Valor*. Universidade de São Paulo - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, VI Congresso Brasileiro de Custos, São Paulo, Brasil. Disponível em <https://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/view/3142/3142>
- Assaf Neto, A. & Araújo, A. M. P.D. (2001). *A Contabilidade e a Gestão Baseada no Valor*. Universidade de São Paulo – FEA - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo, Brasil. Disponível em <https://intercostos.org/documentos/congreso-07/Trabajo084.pdf>
- Assaf Neto, A. & Araújo, A. M. P.D. (2003). A contabilidade tradicional e a contabilidade baseada em valor. *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, 14(33), 16-32
- Assaf Neto, A. (2009). *Finanças Corporativas e o Valor* (4ª ed.). São Paulo: Atlas S.A.
- Assaf Neto, A. (2014). *Finanças Corporativas e o Valor* (7ª ed.). São Paulo: Atlas S.A.

- Assaf Neto, A. (2017). *Valuation: Métricas de Valor & Avaliação de Empresas* (2ª Ed). São Paulo: Atlas S.A.
- Batista, A. L. C. R. (2017). *Corporate Governance e Criação de Valor nas Empresas da Euronext Lisbon*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra, Coimbra, Portugal. Disponível em <https://comum.rcaap.pt/entities/publication/a52870a4-904f-4202-b954-512842205267>
- Boston Consulting Group (2000). *New Perspectives on Value Creation A Study of the World's Top Performers*. Disponível em <https://media-publications.bcg.com/pdf/VCR/2000-VCR-New-Perspectives-on-Value-Creation.pdf>
- Bukvic, V. (2016). Value Based Management with some Practical Exemples in Slovenian Industries. *Advances in Business-Related Scientific Research Journal*, 7(2), 7-17. Disponível em https://www.researchgate.net/publication/335919468_Value_Based_Management_With_Some_Practical_Examples_In_Slovenian_Industries
- Cabello, O.C & Parisi, C. (2006). *Análise das Práticas de Gestão Baseada em Valor: Um Estudo de Caso em Usina Açucareira do Brasil*. Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração. Salvador, Brasil. Disponível em https://arquivo.anpad.org.br/diversos/down_zips/10/enanpad2006-ficb-0912.pdf
- Caixa Geral de Depósitos. (2019). *Relatório de Gestão e Contas*. Disponível em <https://www.cgd.pt/Sustentabilidade/Desempenho/Documents/Relatorio-Contas-CGD-2019.pdf>
- Caixa Geral de Depósitos. (2020). *Relatório de Gestão e Contas*. Disponível em <https://www.cgd.pt/Investor-Relations/Informacao-Financeira/CGD/Relatorios-Contas/2020/Documents/Relatorio-Contas-CGD-2020.pdf>
- Caixa Geral de Depósitos. (2021). *Relatório de Gestão e Contas*. Disponível em <https://www.cgd.pt/Investor-Relations/Informacao-Financeira/CGD/Relatorios-Contas/2021/Documents/Relatorio-Contas-CGD-2021.pdf>
- Caixa Geral de Depósitos. (2022). *Relatório de Gestão e Contas*. Disponível em <https://www.cgd.pt/Investor-Relations/Informacao-Financeira/CGD/Relatorios-Contas/2022/Documents/Relatorio-Contas-CGD-2022.pdf>
- Caixa Geral de Depósitos. (2024). *O Grupo Caixa Geral de Depósitos*. Disponível em

<https://www.cgd.pt/Institucional/Grupo-CGD/Pages/Grupo-CGD.aspx>

- Cardoso, A. N. (2013). *Performance das Medidas de Desempenho Económico e de Criação de Valor no Setor das Telecomunicações*. Instituto Universitário de Lisboa-ISCTE, Lisboa, Portugal. Disponível em https://repositorio.iscteul.pt/bitstream/10071/6716/1/master_antonio_nunes_cardoso.pdf
- Carvalho, B. (2014). *Criação de Valor- O Cash Value Added como Métrica de Avaliação da Performance Empresarial*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Lisboa, Portugal. Disponível em <https://repositorio.ipl.pt/bitstreams/a2bd8a50-65de-466a-bf48-724fb1e03532/download>
- Carvalho, I. R. D. (2008). Gestão Baseada no Valor. *Revista OTOC*, 1(95), 50-59.
- Caselani, D. M. C. & Caselani, C. N. (2006). Direcionadores Financeiros e Não Financeiros: Impactos na Geração de Valor. 30ª Encontro da ANPAD (23 a 27 de setembro de 2006), Salvador, Brasil. Disponível em: 10 de julho de 2019, em https://arquivo.anpad.org.br/diversos/down_zips/10/enanpad2006-ficd-1949.pdf
- Catapan, A., Catapan, E. A. & Catapan, D. (2010). Cálculo do custo de capital: uma abordagem teórica. *Revista da Economia & Tecnologia*, 23(1), 175-183.
- Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (3ªed). New York: John Wiley.
- Cunha, M. F. D., Martins, E. & Assaf Neto, A. (2014). Avaliação de Empresas no Brasil pelo Fluxo de Caixa Descontado: Evidências empíricas sob o ponto de vista dos direcionadores de valor nas ofertas públicas de aquisição de ações. *Revista da Administração*, 49(2), 251-266.
- Damodaran, A. (2004). *Finanças Corporativas: Teoria e Prática* (2ª Ed). Porto Alegre: Bookman.
- Duarte, S. C. J. S. (2011). *Avaliação da Performance Empresarial: O Economic Value Added (EVA) e a sua Relação com o Valor da Empresa*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Lisboa, Portugal. Disponível em https://repositorio.ipl.pt/bitstream/10400.21/3501/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o_Susana%20Duarte_vf.pdf
- Ehrbar, A. (1999). *EVA Valor Económico Agregado: A Verdadeira Chave para a Criação de*

- Riqueza* (1ª Ed). Rio de Janeiro: Qualitymark Editora.
- Escuin, L. A. (2010). *Modelos EVA e CVA e Criação de Valor para o Acionista – relações, limitações e complementaridades*. Faculdade de Ciências Econômicas, Belo Horizonte, Brasil. Disponível em https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/BUBD-9BAHL8/1/disserta_o_leonardo_andrade_escuin.pdf
- Fernandes, A. B. (2002). *A Avaliação de Empresas não Cotadas na Bolsa pelo Método CVA: Aplicação às PME do setor de azeite em Trás-Os-Montes*. Universidade do Minho: Escola de Economia e Gestão, Braga, Portugal. Disponível em <https://bibliotecadigital.ipb.pt/bitstream/10198/3242/1/tese.pdf>
- Fernandes, E. (2022). *Estrutura de propriedade e desempenho: uma análise aplicada ao setor bancário português*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Porto, Portugal. Disponível em <https://recipp.ipp.pt/bitstreams/fc48690f-9435-492b-abce-ce4c0a3dc617/download>
- Fidelidade Companhia Seguros, S.A. (2019). *Relatório e Contas 2019*. Disponível em https://www.fidelidade.pt/PT/a-fidelidade/QuemSomos/QuemSomos/Documents/RC2019/FIDELIDADE_2019.pdf
- Fidelidade Companhia Seguros, S.A. (2020). *Relatório e Contas*. Disponível em https://www.fidelidade.pt/PT/a-fidelidade/investidores/informa%C3%A7%C3%A3o-financeira/Documents/FIDELIDADE_2020_v5.pdf
- Fidelidade Companhia Seguros, S.A. (2021). *Relatório e Contas*. Disponível em https://www.fidelidade.pt/PT/a-fidelidade/QuemSomos/QuemSomos/Documents/Relat%C3%B3rios-2021/CPR_2021_v2.pdf
- Fidelidade. (2023). *Relatório Único Integrado de Gestão 2023*. Disponível em https://www.fidelidade.pt/PT/a-fidelidade/QuemSomos/QuemSomos/Documents/RUIG_23_PT_documento_final.pdf
- Filho, E. F., Losso, D. L. & Sande, F., (2024). *Custo de Capital Próprio: uma análise crítica às adaptações do modelo CAPM para estimação em economias emergentes*. Disponível em <file:///C:/Users/Milena/Downloads/MODELO%20CAPM.pdf>
- Frezatti, F. (2001). Indicadores Financeiros de Longo Prazo: Comparação entre o Retorno sobre o Investimento e o Lucro Residual. *Revista de Administração. São Paulo*, 36 (1),

35-45.

- Galvão, R. M. M., Teixeira, A. B. S. & Nunes, S. C. D. (2020). Value Creation: EVA Value Drivers - The Case of Euronext Lisbon. *International Journal of Accounting, Finance and Risk Management*, 5(1):26-39.
- Gimenes, R. M. T., Sousa, A. F. D., Opazo, M. A. U., Gozer, I. C., Menezes, E. A. & Gimenes, F. M. P. (2009). Estimativa do Custo Médio Ponderado em Cooperativas Agropecuárias: Aplicação do Modelo de Aswath Damodaran. *Informe Gepec*, 13(1):7-21.
- Gitman, L. J. (2004). *Princípios de Administração Financeira* (10ª Ed) Traduzido por António Zoratto Sanvicente. São Paulo: Pearson Addison Wesley.
- Hammer, T. & Siegfried, P. (2022). Value-Based Controlling & International Accounting of Economic Value Added (EVA) – An Overview. *Oblik i finansi*, 2(96), 43-48.
- Hopp, J. L. R. (1999). *Geração de Valor para o Acionista na Saraiva S.A.* Editores. Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo, Brasil. Disponível em <https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/6d49fc08-7a12-4d24-b116-f757a10e448e/content>
- Jordan, H. Neves J. C. & Rodrigues, J. A. (2021). *O Controle de Gestão ao Serviço da Estratégia e dos Gestores* (11ª Ed). Lisboa: Áreas Editora.
- Júnior, A. S. (2004). *O Papel dos Valores nas Organizações, Síntese e Análise de três Metodologias de Implementação de Gestão Baseada em Valores*. Escola de Administração de Empresas de São Paulo. São Paulo, Brasil. Disponível em <https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/0414d84e-7b33-405d-81ac-b685ebf7c9e5/content>
- Kassai, J. R., Casa Nova, S. P. D. C., Santos, A. D & Assaf Neto, A. (2000). *Retorno de investimento: abordagem matemática e contábil do lucro empresarial*. São Paulo: Atlas.
- Kramná, E. (2014). Key input factors for discounted cash flow valuations. *WSEAS Transactions on Business and Economics*, 11 (1), 454–464.
- Lazonick, W. & O'Sullivan, M. (2000). Maximizing Shareholder value: A New Ideology for Corporate Governance. *Economy and Society*, 29 (1), 13-35.
- Lopes, V. R. D. (2017). *Avaliação de Empresas não Financeiras não Cotadas em Bolsa*. Instituto Politécnico de Bragança, Bragança, Portugal. Disponível em

https://bibliotecadigital.ipb.pt/bitstream/10198/17745/1/Lopes_Valdir.pdf

Martins, V. M. C. & Teixeira, A. B. S. D. (2015). *A Criação de Valor e o Economic Value Added: Um Estudo de Caso*. Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal, Setúbal, Portugal. Disponível em <https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/7940/1/A%20CRIACAO%20DE%20VALOR%20E%20O%20EVA%20com%20autores.pdf>

Menezes, J. F. & Santos, A. A. (2017). *Retorno Financeiro em Relação ao Investimento Aplicado em Marketing em Metas Crucialmente Importantes (MCI) – um estudo de caso no SICOOB CREDIFOR*. Instituto Federal de Educação, Ciências e Tecnologia, Minas Gerais, Brasil. Disponível em <https://www.formiga.ifmg.edu.br/documents/2017/PublicacoesTCCsBiblioteca/Gestao/TCC-JOELMA-FRANCIELLE-MENEZES.pdf>

Mota, H. M. V. & Oliveira, V. I. D. (2004). *Economic Value Added (EVA) e Cash Value Added (CVA): Uma análise comparativa*. Fundação Dom Cabral. Disponível em <https://ci.fdc.org.br/AcervoDigital/Cadernos%20de%20Id%C3%A9ias/2004/0417.pdf?Mobile=1&Source=%2F%5Flayouts%2F15%2Fmobile%2Fviewa%2Easpx%3FList%3D6beaddb7%2D4351%2D494c%2D9d58%2D6dc358918be9%26View%3Dbf7ddbda%2D36c4%2D452b%2D95db%2D51b60f87de4e%26RootFolder%3D%252FAcervoDigital%252FCadernos%2Bde%2BId%25u00e9ias%252F2004%26wdFCCState%3D1>

Nascimento, S. G. L. (2019). *Métricas de Criação de Valor: Economic Value Added (EVA), Cash Value Added (CVA) e Market Value-Added (MVA)*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Lisboa, Portugal. Disponível em <https://repositorio.ipl.pt/bitstream/10400.21/12764/1/Dissertaa%CC%81%E2%88%86o%20de%20 Mestrado.pdf>

Neves, J. C. D. (2007). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa*. Lisboa, Texto Editores.

Neves, J. C. D. (2011). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa* (2ª Ed). Alfragide: Texto Editores.

Neves, J. (2012). *Análise e Relato Financeiro – Uma visão integrada de gestão* (8ª Ed). Lisboa: Texto Editores.

Ottosson, E. & Weissenrieder, F. (1996:1). *Cash Value Added - A New Method for Measuring*

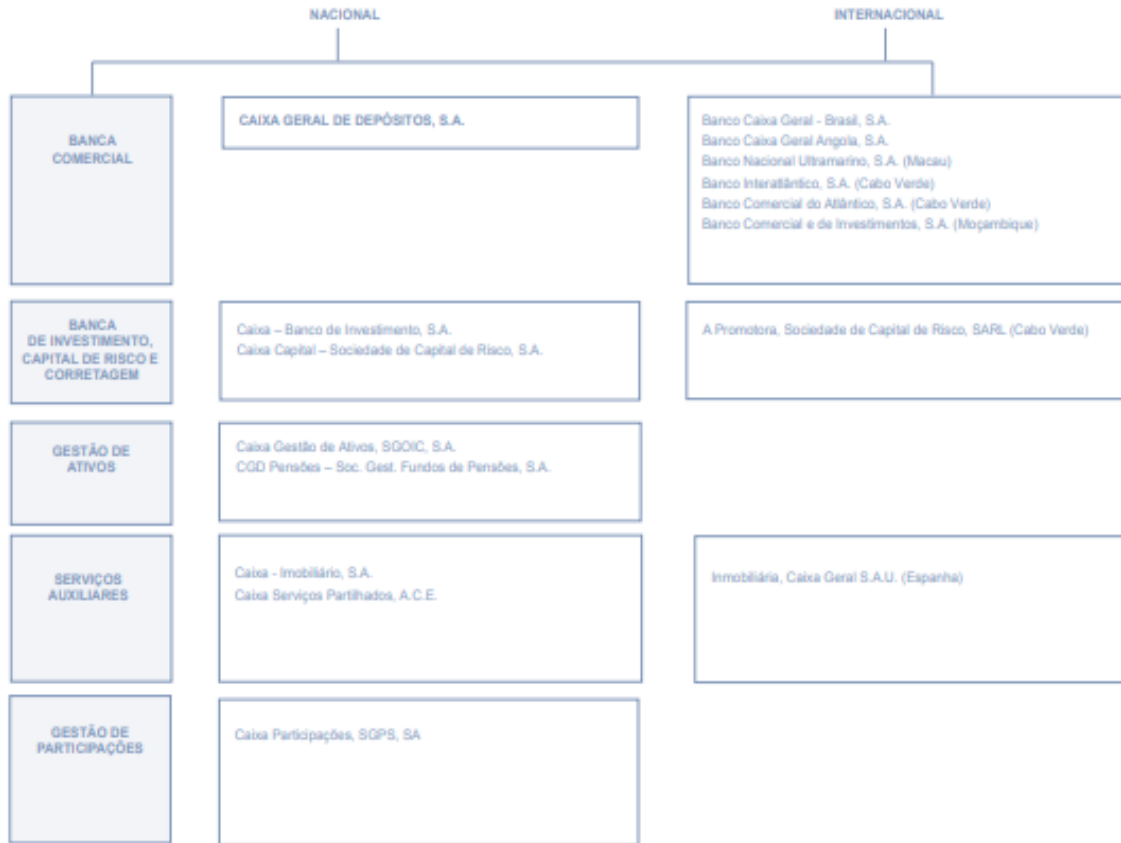
- Financial Performance*. Gothenburg University Working Paper, Gotemburgo, Suécia. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=58436
- Pacheco, L., Lobão, J., Madaleno, M., Soares, V. & Tavares, F. (2024). *Avaliação de Empresas*. (2ª Ed). Lisboa: Silabo, Lda.
- Paduam, T. C., Fabri, J. A. & L'Erario, A. (2015). Modelo para Calcular o Retorno sobre Investimento após a Implantação de Software. *Revista de Sistemas de Informação da FSMA*, 1(15), 40-51.
- Pereira, I. M. R. A. (2014). *A Importância da Gestão Baseada na Criação de Valor para o Acionista (Value-Based Management): O caso do Grupo Galp-Energia*. Instituto Politécnico do Porto: Escola Superior de Estudos Industriais, Porto, Portugal. Disponível em https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/4333/1/DM_IsaurindaPereira_2014.pdf
- Pinheiro, P. N., Galdi, F. C. & Oyadomari, J. C. T. (2012). Efeitos da Gestão Baseada em EVA nas Decisões Intemporais: Um estudo com gerentes de vendas. *Revista da Administração*, 47(2), 231-248.
- Poorzamani¹, Z. & Otari, F. (2015). Information Content of Market Value-Added (MVA) and Cash Value Added (CVA) VS Accounting Profit to Assess management Performance in the Companies Accepted in the Tehran Stock Exchange. *Indian Journal of Fundamental and Applied Life Sciences*, 5 (1), 185-193.
- Rappaport, A. (1998). *Creating shareholder value: A Guide for Managers and Investors* (1ª Ed). New York: Free Press.
- Rappaport, A. (2001). *Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores* (2ª Ed). São Paulo: Atlas.
- Rappaport, A. (2007). *A Criação de Valor para o Acionista: Um guia para investidores e gestores (Edição exclusiva para o Jornal Público)*. Portugal: Editora Planeta De Agostini, SA.
- Regis, F., Santos, R. F. D., & Santos, N. M. B. F. (2010). *Análise do Economic Value Added (EVA) no Setor eletroeletrônico – Utilização da Metodologia com Base na Criação de Valor: o caso do Grupo FRM*. Disponível em file:///C:/Users/Milena/Downloads/Analise_do_Economic_Value_Added_EVA_no_s.pdf
- Renders, A. & Gaeremynck, A. (2012). Corporate Governance, Principal-Principal Agency

- Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies. *Corporate Governance: An International Review*, 20 (2), 123-229.
- Ribeiro, G. (1999). *Geração de Valor para o Acionista: Um estudo dos conceitos e das medidas de desempenho sob o enfoque do acionista*. Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo, Brasil. Disponível em <https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/f4dbbdf1-b92e-4808-b02d-69d744929f6f/content>
- Rodrigues, E. A. T. (2016). *A Criação de Valor através do Economic Value Added num Período de Crise Financeira: um estudo de caso*. Instituto Politécnico de Setúbal, Setúbal, Portugal. Disponível em <https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/17353/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20FINAL.pdf>
- Santiago, C. V. (2023). *O EVA, MVA, CVA e CFROI como Criação de Valor- Estudo de caso da Corticeira Amorim SGPS, S.A.*, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Lisboa, Portugal. Disponível em https://repositorio.ipl.pt/bitstream/10400.21/16115/1/Vers%C3%A3o_Definitiva_da_Disserta%C3%A7%C3%A3o_Cl%C3%A1udia_Santiago_20201444.pdf
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52 (2), 737-783
- Soares, A. C. P. (2014). *EVA- (Economic Value Added) VS Indicadores Financeiros Tradicionais*. Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, Coimbra, Portugal. Disponível em <https://estudogeral.uc.pt/bitstream/10316/27357/1/O%20EVA-Economic%20Value%20Added.pdf>
- Souza, A. (2007). *Gerência Financeira para Micro e Pequenas Empresas: Um Manual Simplificado* (2ª Ed). Rio de Janeiro: Editora Campus.
- Staub, D. I., Martins, C. H. & Rodrigues, B. S. (2002). Governança Corporativa e Criação de Valor para o Acionista: Da teoria á prática, os impactos organizacionais e financeiros. *Universidade Federal de Minas Gerais*, 2 (3), 36-55.
- Stewart, G. B., III (1991). *The Quest for Value: A guide for senior Managers* (2ª Ed) New York: Harper Business.
- Teixeira, N. M. D., & Amaro, A. G. C. (2013).

- Avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor - Estudo de caso. *Revista Universo Contábil*, 9 (4), 157-178.
- Teixeira, N., Ribeiro, S., Santos, M. & Pardal, P. (2022). *O Valor e a Sustentabilidade Financeira* (2ª Ed). Lisboa: Silabo, Lda.
- Toniut, H., Ricci, S. D. V., Dondero, M., Molina, D., Nivollet, D., Ordoñez, V., Pacheco, X., Quintana, A. & Sordo, J. (2015). La gestión por valores: una mirada crítica sobre la gestión de organizaciones. *Revista Argentina de Investigación en Negocios*, 1(2), 57-67.
- Vieito, J. P., & Maquieira, C. P. (2022). *Finanças Empresariais: Teoria e Prática* (3ª Ed). Lisboa: Escolar Editora.
- Weissenrieder, F., (1998). *Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added?* Gothenburg University, Gothenburg, Suécia. Disponível em <http://www.anelda.com>.
- Young, S. D. & O'Byrne, S. F. (2001). *Eva and Value-based Management: A Practical Guide to Implementation*. New York: McGraw-Hill.

Anexos

Anexo I- Organograma do grupo CGD



Fonte: Caixa Geral de Depósitos

Anexo II- Demonstração de resultados consolidado do grupo CGD (2019)

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS (CONSOLIDADO)

(milhares de euros)

	2018-12	2019-12	Variação	
			Abs.	(%)
Juros e rendimentos similares	2.041.382	1.828.091	-213.291	-10,4%
Juros e encargos similares	858.267	696.033	-162.234	-18,9%
Margem financeira	1.183.114	1.132.058	-51.057	-4,3%
Rendimentos de instrumentos de capital	16.828	31.496	14.668	87,2%
Margem financeira alargada	1.199.942	1.163.553	-36.389	-3,0%
Rendimentos de serviços e comissões	603.876	630.352	26.476	4,4%
Encargos com serviços e comissões	123.787	128.449	4.663	3,8%
Resultados de serviços e comissões	480.089	501.902	21.813	4,5%
Resultados em operações financeiras	30.197	82.529	52.332	173,3%
Outros resultados de exploração	47.707	136.060	88.353	185,2%
Margem complementar	557.994	720.491	162.498	29,1%
Produto global da atividade	1.757.936	1.884.045	126.109	7,2%
Custos com pessoal	609.781	583.373	-26.408	-4,3%
Gastos gerais administrativos	314.275	287.162	-27.112	-8,6%
Depreciações e amortizações	59.902	94.255	34.353	57,3%
Custos de estrutura	983.958	964.790	-19.168	-1,9%
Resultado bruto de exploração	773.977	919.254	145.277	18,8%
Imparidade do crédito (líquido)	121.394	-47.565	-168.959	-139,2%
Provisões e imparid. de outros ativos (líquido)	-88.695	-124.965	-36.269	-
Provisões e imparidades	32.699	-172.530	-205.228	-627,6%
Resultados operacionais	741.279	1.091.784	350.505	47,3%
Impostos	306.742	332.045	25.304	8,2%
Correntes	64.587	111.522	46.935	72,7%
Diferidos	209.295	193.494	-15.801	-7,5%
Contribuição sobre o setor bancário	32.860	27.029	-5.831	-17,7%
R. depois imp. e antes de int. não control.	434.537	759.739	325.202	74,8%
Interesses que não controlam	43.788	49.904	6.116	14,0%
Result. em empresas por equiv. patrimonial	52.281	43.121	-9.161	-17,5%
Resultados de filiais detidas para venda	52.745	22.973	-29.772	-56,4%
Result. liq. atribuível ao acionista da CGD	495.776	775.928	280.153	56,5%

Fonte: Caixa Geral de Depósitos

Anexo III- Balanço consolidado do grupo CGD (2019)

BALANÇO (CONSOLIDADO) - SALDOS EM 31 DE DEZEMBRO

(milhões de euros)

Ativo	Reexpresso		Variação (Reexpresso)	
	2018-12	2019-12	Abs.	(%)
Caixa e disp. em bancos centrais	5.528	7.304	1.775	32,1%
Aplicações em instituições de crédito	3.057	3.218	162	5,3%
Aplicações em títulos	16.383	20.452	4.069	24,8%
Crédito a clientes	51.144	47.974	-3.170	-6,2%
Ativos com acordo de recompra	55	11	-44	-80,5%
Ativ. não correntes detidos para venda	7.028	1.333	-5.695	-81,0%
Propriedades de investimento	810	186	-624	-77,1%
Ativos intangíveis e tangíveis	491	659	168	34,2%
Investimentos em filiais e associadas	384	462	78	20,2%
Ativos por impostos correntes e diferidos	2.151	1.870	-281	-13,1%
Outros ativos	2.097	2.307	211	10,1%
Total do ativo	89.129	85.776	-3.353	-3,8%
Passivo				
Rec. bancos centrais e instit. de crédito	1.797	1.078	-719	-40,0%
Recursos de clientes	62.714	65.792	3.078	4,9%
Responsab. representadas por títulos	3.260	2.463	-797	-24,4%
Passivos financeiros	738	909	171	23,2%
Passivos não correntes detidos para venda	6.185	981	-5.204	-84,1%
Provisões	1.047	1.044	-3	-0,3%
Passivos subordinados	1.160	1.116	-43	-3,7%
Outros passivos	3.943	3.827	-116	-2,9%
Total do passivo	80.843	77.210	-3.633	-4,5%
Capitais próprios	8.285	8.566	281	3,4%
Total do passivo e capitais próprios	89.129	85.776	-3.353	-3,8%

Fonte: Caixa Geral de Depósitos

Anexo IV- Demonstração de resultados consolidado do grupo CGD (2020)

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS (CONSOLIDADO)

(milhares de euros)

	Reexpresso		Variação	
	2019-12	2020-12	Abs.	(%)
Juros e rendimentos similares	1.828.091	1.482.206	-345.885	-18,9%
Juros e encargos similares	696.033	456.427	-239.606	-34,4%
Margem financeira	1.132.058	1.025.778	-106.279	-9,4%
Rendimentos de instrumentos de capital	31.496	18.539	-12.957	-41,1%
Margem financeira alargada	1.163.553	1.044.317	-119.236	-10,2%
Rendimentos de serviços e comissões	635.731	611.370	-24.361	-3,8%
Encargos com serviços e comissões	139.144	114.199	-24.945	-17,9%
Resultados de serviços e comissões	496.587	497.171	584	0,1%
Resultados de operações financeiras	82.529	49.730	-32.799	-39,7%
Outros resultados de exploração	130.681	35.139	-95.542	-73,1%
Margem complementar	709.797	582.040	-127.757	-18,0%
Produto global da atividade	1.873.351	1.626.357	-246.993	-13,2%
Custos com pessoal	583.373	501.948	-81.425	-14,0%
Gastos gerais administrativos	276.468	237.588	-38.880	-14,1%
Depreciações e amortizações	94.255	95.828	1.573	1,7%
Custos de estrutura	954.096	835.363	-118.733	-12,4%
Resultado bruto de exploração	919.254	790.994	-128.260	-14,0%
Imparidade do crédito (líquido)	-47.565	166.200	213.765	-
Provisões e imparid. de outros ativos (líquido)	-124.965	-12.349	112.616	-
Provisões e imparidades	-172.530	153.851	326.381	-
Resultados operacionais	1.091.784	637.143	-454.641	-41,6%
Impostos	332.045	174.218	-157.827	-47,5%
Correntes	111.522	29.891	-81.631	-73,2%
Diferidos	193.494	116.463	-77.031	-39,8%
Contribuição sobre o setor bancário	27.029	27.864	835	3,1%
R. depois imp. e antes de int. não control.	759.739	462.924	-296.815	-39,1%
Interesses que não controlam	49.904	31.508	-18.396	-36,9%
Result. em empresas por equiv. patrimonial	43.121	43.885	765	1,8%
Resultados de filiais detidas para venda	22.973	16.290	-6.683	-29,1%
Result. liq. atribuível ao acionista da CGD	775.928	491.592	-284.337	-36,6%

Fonte: Caixa Geral de Depósitos

Anexo V- Balanço consolidado do grupo CGD (2020)

BALANÇO (CONSOLIDADO)

(milhões de euros)

Ativo	2019-12	2020-12	Variação	
			Abs.	(%)
Caixa e disp. em bancos centrais	7.304	10.278	2.974	40,7%
Aplicações em instituições de crédito	3.218	3.312	94	2,9%
Aplicações em títulos	20.452	23.445	2.993	14,6%
Crédito a clientes	47.974	47.903	-71	-0,1%
Ativos com acordo de recompra	11	14	3	29,3%
Ativ. não correntes detidos para venda	1.333	1.159	-175	-13,1%
Propriedades de investimento	186	189	3	1,7%
Ativos intangíveis e tangíveis	659	681	21	3,3%
Investimentos em filiais e associadas	462	505	43	9,4%
Ativos por impostos correntes e diferidos	1.870	1.751	-119	-6,4%
Outros ativos	2.307	2.140	-168	-7,3%
Total do ativo	85.776	91.375	5.599	6,5%
Passivo				
Rec. bancos centrais e instit. de crédito	1.078	2.040	963	89,3%
Recursos de clientes	65.792	72.033	6.241	9,5%
Responsab. representadas por títulos	2.463	1.371	-1.092	-44,3%
Passivos financeiros	909	921	13	1,4%
Passivos não correntes detidos para venda	981	864	-116	-11,9%
Provisões	1.044	1.037	-7	-0,7%
Passivos subordinados	1.116	1.117	1	0,1%
Outros passivos	3.827	3.290	-537	-14,0%
Total do passivo	77.210	82.675	5.465	7,1%
Capitais próprios	8.566	8.701	135	1,6%
Total do passivo e capitais próprios	85.776	91.375	5.599	6,5%

Fonte: Caixa Geral de Depósitos

Anexo VI- Demonstração de resultados consolidado do grupo CGD (2021)

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS (CONSOLIDADO)

(milhares de euros)

	Reexpresso		Variação	
	2020-12	2021-12	Abs.	(%)
Juros e rendimentos similares	1.513.091	1.459.153	-53.938	-3,6%
Juros e encargos similares	461.794	453.335	-8.458	-1,8%
Margem financeira	1.051.297	1.005.818	-45.479	-4,3%
Rendimentos de instrumentos de capital	18.554	13.066	-5.488	-29,6%
Margem financeira alargada	1.069.851	1.018.883	-50.968	-4,8%
Rendimentos de serviços e comissões	615.072	689.597	74.525	12,1%
Encargos com serviços e comissões	114.784	124.864	10.081	8,8%
Resultados de serviços e comissões	500.288	564.733	64.445	12,9%
Resultados de operações financeiras	50.772	175.736	124.964	246,1%
Outros resultados de exploração	34.545	13.604	-20.941	-60,6%
Margem complementar	585.606	754.074	168.468	28,8%
Produto global da atividade	1.655.457	1.772.957	117.500	7,1%
Custos com pessoal	510.961	432.288	-78.673	-15,4%
Gastos gerais administrativos	242.616	234.709	-7.907	-3,3%
Depreciações e amortizações	97.535	108.830	11.295	11,6%
Custos de estrutura	851.111	775.827	-75.284	-8,8%
Resultado bruto de exploração	804.345	997.130	192.785	24,0%
Imparidade do crédito (líquido)	163.847	41.221	-122.626	-74,8%
Provisões e imparidade de outros ativos (líquido)	-12.786	104.293	117.080	-
Provisões e imparidades	151.061	145.514	-5.547	-3,7%
Resultados operacionais	653.285	851.616	198.331	30,4%
Impostos	171.954	273.523	101.569	59,1%
Correntes	27.522	70.698	43.176	156,9%
Diferidos	116.568	174.093	57.525	49,3%
Contribuição sobre o setor bancário	27.864	28.733	868	3,1%
Resultado depois imp. e antes de int. não controlam	481.330	578.093	96.762	20,1%
Interesses que não controlam	31.508	50.334	18.826	59,8%
Resultados em empresas por equivalência patrimonial	44.309	57.129	12.820	28,9%
Resultados de filiais detidas para venda	-2.540	-1.527	1.013	-
Resultado líquido atribuível ao acionista da CGD	491.592	583.361	91.770	18,7%

Fonte: Caixa Geral de Depósitos

Anexo VII- Balanço consolidado do grupo CGD (2021)

BALANÇO (CONSOLIDADO)

(milhões de euros)

Ativo	Reexpresso			Variação (vs. Reexpresso)	
	2020-12	2020-12	2021-12	Abs.	(%)
Caixa e disponibilidade em bancos centrais	10.278	10.309	23.000	12.691	123,1%
Aplicações em instituições de crédito	3.312	3.539	3.924	385	10,9%
Aplicações em títulos	23.445	23.446	21.152	-2.294	-9,8%
Crédito a clientes	47.903	48.369	50.184	1.815	3,8%
Ativos com acordo de recompra	14	14	8	-6	-43,6%
Ativos não correntes detidos para venda	1.159	384	336	-47	-12,4%
Propriedades de investimento	189	189	33	-156	-82,3%
Ativos intangíveis e tangíveis	681	698	746	49	7,0%
Investimentos em filiais e associadas	505	509	530	21	4,1%
Ativos por impostos correntes e diferidos	1.751	1.753	1.575	-177	-10,1%
Outros ativos	2.140	2.160	2.522	362	16,8%
Total do ativo	91.375	91.368	104.010	12.642	13,8%
Passivo					
Recursos de bancos centrais e instituições de crédito	2.040	2.031	6.745	4.714	232,1%
Recursos de clientes	72.033	72.744	79.756	7.012	9,6%
Responsab. representadas por títulos	1.371	1.371	1.790	419	30,5%
Passivos financeiros	921	921	382	-540	-58,6%
Passivos não correntes detidos para venda	864	140	148	8	5,4%
Provisões	1.037	1.045	977	-67	-6,5%
Passivos subordinados	1.117	1.117	1.118	1	0,1%
Outros passivos	3.290	3.299	3.808	509	15,4%
Total do passivo	82.675	82.668	94.723	12.056	14,6%
Capitais próprios	8.701	8.701	9.287	586	6,7%
Total do passivo e capitais próprios	91.375	91.368	104.010	12.642	13,8%

Fonte: Caixa Geral de Depósitos

Anexo VIII- Demonstração da posição financeira consolidada do grupo Fidelidade (2019)

Nº de Identificação Fiscal: 500 918 880 (valores em euros)

ATIVO	Notas	2019			2018
		Valor bruto	Imparidade, depreciações / amortizações e ajustamentos	Valor líquido	
Caixa e seus equivalentes e depósitos à ordem	4 e 12	867,586,052	-	867,586,052	1,034,494,244
Investimentos em associadas e empreendimentos conjuntos	5 e 12	3,979,082	-	3,979,082	2,307,146
Ativos financeiros detidos para negociação	6 e 12	21,839,020	-	21,839,020	16,613,601
Ativos financeiros classificados no reconhecimento inicial ao justo valor através de ganhos e perdas	6 e 12	971,896,241	-	971,896,241	862,624,857
Derivados de cobertura	7 e 12	3,676,945	-	3,676,945	4,384,369
Ativos disponíveis para venda	8 e 12	11,096,526,124	-	11,096,526,124	10,051,670,036
Empréstimos e contas a receber	9 e 12	1,385,052,726	-	1,385,052,726	2,094,147,312
Depósitos junto de empresas cedentes	9	146,916	-	146,916	542,606
Outros depósitos	9	1,362,123,759	-	1,362,123,759	2,050,386,112
Empréstimos concedidos	9	22,782,051	-	22,782,051	43,218,594
Investimentos a deter até à maturidade	10	1,074,167,759	-	1,074,167,759	-
Terrenos e edifícios	11 e 12	3,011,023,966	(175,026,808)	2,835,997,158	2,074,966,320
Terrenos e edifícios de uso próprio	11	799,876,489	(175,026,808)	624,849,681	522,933,205
Terrenos e edifícios de rendimento	11	2,211,147,477	-	2,211,147,477	1,552,033,115
Outros ativos tangíveis	12 e 13	360,033,851	(265,074,731)	94,959,120	64,244,320
Inventários	14	13,607,322	-	13,607,322	12,837,610
Goodwill	15	461,176,930	-	461,176,930	416,606,539
Outros ativos intangíveis	16	214,557,221	(87,587,506)	126,969,715	22,951,541
Provisões técnicas de resseguro cedido		434,885,261	-	434,885,261	309,675,439
Provisão para prémios não adquiridos	17	120,621,995	-	120,621,995	57,665,413
Provisão matemática do ramo vida	17	16,559,063	-	16,559,063	13,081,699
Provisão para sinistros	17	297,475,840	-	297,475,840	238,928,327
Provisão para participação nos resultados	17	228,363	-	228,363	-
Ativos por benefícios pós-emprego e outros benefícios de longo prazo	36	4,302,237	-	4,302,237	7,299,079
Outros devedores por operações de seguros e outras operações		590,250,764	(60,489,873)	529,760,891	484,289,912
Contas a receber por operações de seguro direto	18	297,895,319	(18,096,894)	279,798,425	183,550,171
Contas a receber por outras operações de resseguro	18	28,692,236	(7,583,945)	21,108,291	23,810,665
Contas a receber por outras operações	18	263,663,209	(34,809,034)	228,854,175	276,929,076
Ativos por impostos		229,857,742	-	229,857,742	291,444,202
Ativos por impostos correntes	19	6,093,516	-	6,093,516	822,035
Ativos por impostos diferidos	19	223,764,226	-	223,764,226	290,622,167
Acréscimos e diferimentos	20	87,424,166	-	87,424,166	86,088,426
Ativos não correntes detidos para venda e unidades operacionais descontinuadas	21	4,327,134	-	4,327,134	4,423,242
TOTAL ATIVO		20,836,170,543	(588,178,918)	20,247,991,625	17,841,068,195

Fonte: Fidelidade

PASSIVO E CAPITAL PRÓPRIO	Notas	2019	2018
PASSIVO			
Provisões técnicas		5,893,946,393	4,194,148,880
Provisão para prémios não adquiridos	22	513,765,169	290,601,873
Provisão matemática do ramo vida	22	3,163,842,270	1,907,427,795
Provisão para sinistros		2,014,203,841	1,802,260,856
De vida	22	185,205,108	119,112,004
De acidentes de trabalho	22	972,896,063	869,497,915
De outros ramos	22	856,102,670	813,650,937
Provisão para participação nos resultados	22	85,369,984	81,104,520
Provisão para compromissos de taxa	22	29,392,059	22,683,110
Provisão para estabilização de carteira	22	26,462,475	26,254,032
Provisão para desvios de sinistralidade	22	29,119,191	27,302,513
Provisão para riscos em curso	22	31,791,404	36,514,181
Passivos financeiros da componente de depósito de contratos de seguros e de contratos de seguro e operações considerados para efeitos contabilísticos como contratos de investimento	23	8,925,001,690	9,276,469,443
Passivos financeiros detidos para negociação	24	82,034,738	22,170,498
Outros passivos financeiros		1,043,486,017	839,246,659
Derivados de cobertura	7 e 24	25,705,957	11,154,763
Depósitos recebidos de resseguradores	24	156,495,712	132,825,003
Empréstimos	24	656,263,672	633,948,491
Outros	24	205,020,676	61,318,402
Passivos por benefícios pós-emprego e outros benefícios de longo prazo	36	86,959	85,688
Outros credores por operações de seguros e outras operações	25	391,152,991	301,863,176
Contas a pagar por operações de seguro direto	25	122,969,673	99,397,208
Contas a pagar por outras operações de resseguro	25	124,650,597	65,564,989
Contas a pagar por outras operações	25	143,532,721	136,900,979
Passivos por impostos		217,474,116	170,388,629
Passivos por impostos correntes	19	52,475,293	40,103,668
Passivos por impostos diferidos	19	164,998,823	130,284,961
Acréscimos e diferimentos	26	235,946,141	193,427,883
Outras Provisões	27	132,640,930	111,303,234
Passivos de um grupo para alienação classificado como detido para venda	21	1,081,671	529,650
TOTAL PASSIVO		16,922,851,646	15,109,633,740

(continuação)

(valores em euros)

PASSIVO E CAPITAL PRÓPRIO	Notas	2019	2018
CAPITAL PRÓPRIO			
Capital	28	457,380,001	457,380,001
(Ações Próprias)	28	(148,960)	(148,960)
Outros instrumentos de capital	28	378,019,900	378,019,900
Reservas de reavaliação		362,479,791	(7,586,835)
Por ajustamentos no justo valor de ativos financeiros	29	317,151,963	(69,068,228)
Por revalorização de terrenos e edifícios de uso próprio	29	79,176,879	90,246,089
Por ajustamentos no justo valor de instrumentos de cobertura em coberturas de fluxos de caixa	29	(1,752,411)	(1,541,534)
Por ajustamentos no justo valor de cobertura de investimentos líquidos em moeda estrangeira	29	39,125,118	69,070,536
De diferenças de câmbio	29	(71,221,758)	(96,293,698)
Reserva por impostos diferidos	29	(79,763,189)	15,744,242
Outras reservas	29	1,221,009,402	831,878,726
Resultados transitados	29	293,863,104	413,681,379
Resultado do exercício	29	196,817,165	271,573,231
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO		2,829,657,214	2,360,541,684
Interesses não controlados	30	495,482,765	370,892,771
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO E INTERESSES NÃO CONTROLADOS		3,325,139,979	2,731,434,455
TOTAL PASSIVO, INTERESSES NÃO CONTROLADOS E CAPITAL PRÓPRIO		20,247,991,625	17,841,068,195

Fonte: Fidelidade

Anexo IX- Demonstração dos resultados consolidado do grupo Fidelidade (2019)

Nº de Identificação Fiscal: 500 918 880 (valores em euros)

CONTA DE GANHOS E PERDAS	Notas	2019			Total	2018
		Técnica Vida	Técnica Não Vida	Não Técnica		
Prémios adquiridos líquidos de resseguro		814.544.638	1.268.713.673	-	2.083.258.311	1.392.341.745
Prémios brutos emitidos	31	904.727.162	2.023.329.685	-	2.928.056.847	1.920.923.691
Prémios de resseguro cedido	31	(90.244.524)	(698.926.301)	-	(789.170.825)	(513.440.004)
Provisão para prémios não adquiridos (variação)	22 e 31	830.669	(70.829.342)	-	(69.998.673)	(15.975.359)
Provisão para prémios não adquiridos, parte resseguradores (variação)	17 e 31	(768.669)	15.139.631	-	14.370.962	833.417
Comissões de contratos de seguro e operações considerados para efeitos contabilísticos como contratos de investimento ou como contratos de prestação de serviços	32	1.215.867	-	-	1.215.867	1.224.954
Custos com sinistros, líquidos de resseguro		(363.453.537)	(804.469.456)	-	(1.167.922.993)	(931.088.889)
Montantes pagos		(379.437.121)	(777.762.211)	-	(1.157.199.332)	(928.215.165)
Montantes brutos	33 e 34	(427.718.878)	(1.170.071.740)	-	(1.597.790.618)	(1.285.991.720)
Parte dos resseguradores	33	48.281.757	392.309.529	-	440.591.286	357.776.555
Provisão para sinistros (variação)		15.983.584	(26.707.245)	-	(10.723.661)	(2.873.724)
Montante bruto	33	5.978.847	4.508.265	-	10.487.112	45.009.093
Parte dos resseguradores	33	10.004.737	(31.215.510)	-	(21.210.773)	(47.882.817)
Outras provisões técnicas, líquidas de resseguro	33	(7.056.327)	3.450.974	-	(3.605.353)	(5.964.059)
Provisão matemática do ramo vida, líquida de resseguro		(363.086.043)	-	-	(363.086.043)	(121.678.700)
Montante bruto	22 e 33	(366.530.918)	-	-	(366.530.918)	(123.575.640)
Parte dos resseguradores	33	3.444.875	-	-	3.444.875	1.896.940
Participação nos resultados, líquida de resseguro	22 e 33	(9.523.171)	(823.110)	-	(10.346.281)	(16.625.891)
Custos e gastos de exploração líquidos		(143.274.789)	(443.336.168)	-	(586.610.957)	(387.936.146)
Custos de aquisição	34	(119.498.720)	(369.810.889)	-	(489.309.609)	(364.874.933)
Custos de aquisição diferidos (variação)	22	638.328	4.097.628	-	4.735.956	4.773.153
Gastos administrativos	34	(44.201.967)	(159.217.372)	-	(203.419.239)	(98.674.053)
Comissões e participação nos resultados de resseguro	34	19.787.570	81.594.365	-	101.381.935	70.839.687
Rendimentos		254.365.038	61.134.734	94.684.764	410.184.536	391.495.758
De juros de ativos financeiros não valorizados ao justo valor por via de ganhos e perdas	37	245.666.815	46.955.942	8.215.469	300.838.226	295.893.641
Outros	37	8.698.223	14.178.792	86.469.295	109.346.310	95.602.117
Gastos financeiros		(11.752.884)	(10.123.009)	(52.760.840)	(74.636.733)	(57.172.176)
De outros	34 e 38	(11.752.884)	(10.123.009)	(52.760.840)	(74.636.733)	(57.172.176)
Ganhos líquidos de ativos e passivos financeiros não valorizados ao justo valor através de ganhos e perdas		75.793.818	1.795.609	4.188.494	81.777.921	281.752.598
De ativos disponíveis para venda	39	115.796.739	1.797.854	7.375.947	124.970.540	356.817.706
De empréstimos e contas a receber	39	-	(2.245)	-	(2.245)	(30.104)
De passivos financeiros valorizados a custo amortizado	22 e 39	(40.002.921)	-	-	(40.002.921)	(75.038.389)
De outros	39	-	-	(3.187.453)	(3.187.453)	3.385
Ganhos líquidos de ativos e passivos financeiros valorizados ao justo valor através de ganhos e perdas		(160.825.136)	(18.279.432)	(13.350.781)	(192.455.349)	(319.889.261)
Ganhos líquidos de ativos e passivos financeiros devedores para negociação	40	(175.447.491)	(20.825.235)	(30.998.189)	(327.270.915)	(259.827.473)
Ganhos líquidos de ativos e passivos financeiros classificados no reconhecimento inicial ao justo valor através de ganhos e perdas	40	23.760.984	8.573.863	17.647.408	49.982.255	(35.333.586)
De outros	40	(9.138.629)	(6.028.080)	-	(15.166.709)	(24.728.202)
Diferenças de câmbio	41	104.251.043	15.698.405	5.115.038	125.064.486	790.176.170

Fonte: Fidelidade

CONTA DE GANHOS E PERDAS	Notas	2019			Total	2018
		Técnica Vida	Técnica Não Vida	Não Técnica		
Ganhos líquidos de ativos não financeiros que não estejam classificados como ativos não correntes detidos para venda e unidades operacionais descontinuadas	42	(15.025)	44.738.079	72.599.090	117.322.144	37.652.886
Perdas de imparidade (líquidas reversão)		(55.930.308)	(22.879.748)	(67.313.605)	(146.123.661)	(189.378.557)
De ativos disponíveis para venda	43	(55.805.702)	(26.197.194)	(40.649.154)	(122.652.050)	(245.626.850)
De empréstimos e contas a receber valorizados a custo amortizado	43	-	(150.576)	-	(150.576)	(91.380)
De outros	43	(124.606)	3.468.022	(26.664.451)	(23.321.035)	56.339.673
Outros rendimentos/gastos técnicos, líquidos de reseguro	44	(4.108.790)	(27.945.684)	-	(32.054.474)	4.699.149
Outros rendimentos/gastos	45	-	-	(21.883.245)	(21.883.245)	12.897.268
Ganhos e perdas de associadas e empreendimentos conjuntos contabilizados pelo método da equivalência patrimonial	46	-	-	89.292	89.292	676.244
Ganhos e perdas de ativos não correntes (ou grupos para alienação) classificados como detidos para venda	21	-	-	-	-	113.075.199
RESULTADO LÍQUIDO ANTES DE IMPOSTOS E INTERESSES NÃO CONTROLADOS		131.144.394	67.674.867	21.368.207	220.187.468	396.268.292
Imposto sobre o rendimento do exercício - impostos correntes	19	-	-	(17.309.784)	(17.309.784)	(47.306.885)
Imposto sobre o rendimento do exercício - impostos diferidos	19	-	-	14.558.241	14.558.241	(68.972.692)
RESULTADO LÍQUIDO APÓS IMPOSTOS E ANTES DE INTERESSES NÃO CONTROLADOS		131.144.394	67.674.867	18.616.664	217.435.925	279.988.715
Interesses não controlados	30	-	-	(20.618.760)	(20.618.760)	(8.415.484)
RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	29	131.144.394	67.674.867	(2.002.096)	196.817.165	271.573.231

Fonte: Fidelidade

Anexo X- Demonstração da posição financeira consolidada do grupo Fidelidade (2020)

		2020			31.12.2019	01.01.2019
ATIVO	Notas	Valor bruto	Imparidade, depreciações/ amortizações e ajustamentos	Valor líquido	(Reexpresso)	(Reexpresso)
Caixa e seus equivalentes e depósitos à ordem	4 e 12	936.872.479	-	936.872.479	867.586.052	1.034.494.244
Investimentos em associadas e empreendimentos conjuntos	5 e 12	23.838.264	-	23.838.264	3.979.082	2.307.146
Ativos financeiros detidos para negociação	6 e 12	-	-	-	21.839.020	16.613.601
Ativos financeiros classificados no reconhecimento inicial ao justo valor através de ganhos e perdas	6 e 12	-	-	-	971.896.241	862.624.857
Ativos financeiros valorizados ao justo valor através de ganhos e perdas	6 e 12	2.934.540.361	-	2.934.540.361	-	-
Derivados de cobertura	7 e 12	5.440.707	-	5.440.707	3.676.945	4.384.369
Ativos disponíveis para venda	8 e 12	-	-	-	11.096.526.124	10.051.670.036
Ativos financeiros valorizados ao justo valor através de reservas	8 e 12	9.539.490.377	-	9.539.490.377	-	-
Empréstimos e contas a receber	9 e 12	-	-	-	1.385.052.726	2.094.147.312
Depósitos junto de empresas cedentes	9	-	-	-	146.916	542.606
Outros depósitos	9	-	-	-	1.362.123.759	2.050.386.112
Empréstimos concedidos	9	-	-	-	22.782.051	43.218.594
Investimentos a termo até à maturidade	10	-	-	-	1.074.167.759	-
Ativos financeiros valorizados ao custo amortizado	10	1.551.684.577	-	1.551.684.577	-	-
Terrenos e edifícios	11 e 12	2.631.483.893	(151.257.831)	2.480.226.062	2.770.637.561	1.996.053.558
Terrenos e edifícios de uso próprio	11	680.281.592	(151.257.831)	529.023.761	559.490.084	444.020.443
Terrenos e edifícios de rendimento	11	1.951.201.901	-	1.951.201.901	2.211.147.477	1.552.033.115
Outros ativos tangíveis	12 e 13	405.910.589	(296.210.002)	109.700.587	94.959.120	64.244.320
Inventários	14	22.296.825	(750.000)	21.546.825	13.607.322	12.837.610
Goodwill	15	461.388.973	-	461.388.973	461.176.930	416.606.539
Outros ativos intangíveis	16	223.429.782	(93.698.283)	129.731.499	126.969.715	22.951.541
Provisões técnicas de resseguro cedido		370.901.712	-	370.901.712	434.885.261	309.675.439
Provisão para prémios não adquiridos	17	116.900.648	-	116.900.648	120.621.995	57.665.413
Provisão matemática do ramo vida	17	22.772.308	-	22.772.308	16.559.063	13.081.699
Provisão para sinistros	17	222.723.793	-	222.723.793	297.475.840	238.928.327
Provisão para participação nos resultados	17	87.712	-	87.712	228.363	-
Outras provisões técnicas	17	8.417.251	-	8.417.251	-	-
Ativos por benefícios pós-emprego e outros benefícios de longo prazo	36	6.991.111	-	6.991.111	4.302.237	7.299.079
Outros devedores por operações de seguros e outras operações		529.920.490	(89.131.437)	440.789.053	529.816.509	484.267.674
Contas a receber por operações de seguro direto	18	342.549.878	(42.138.978)	300.410.900	279.798.425	183.550.171
Contas a receber por outras operações de resseguro	18	29.146.086	(9.358.493)	19.787.593	21.108.291	23.810.665
Contas a receber por outras operações	18	158.224.526	(37.633.966)	120.590.560	228.909.793	276.926.838
Ativos por impostos		207.712.931	-	207.712.931	235.174.568	294.990.101
Ativos por impostos correntes	19	1.802.972	-	1.802.972	6.093.516	3.689.095
Ativos por impostos diferidos	19	205.909.959	-	205.909.959	229.081.052	291.301.006
Acréscimos e diferimentos	20	72.176.038	-	72.176.038	87.424.166	86.088.426
Ativos não correntes detidos para venda e unidades operacionais descontinuadas	21	4.174.555	-	4.174.555	4.327.134	4.423.242
TOTAL ATIVO		19.928.253.644	(631.047.553)	19.297.206.111	20.188.004.472	17.765.699.094

Fonte: Fidelidade

PASSIVO E CAPITAL PRÓPRIO	Notas	2020	31.12.2019 (Reexpresso)	01.01.2019 (Reexpresso)
PASSIVO				
Provisões técnicas		5.649.819.796	5.893.946.393	4.194.148.880
Provisão para prémios não adquiridos	22	482.167.165	513.765.169	290.601.873
Provisão matemática do ramo vida	22	2.887.652.329	3.163.842.270	1.907.427.795
Provisão para sinistros		2.071.266.346	2.014.203.841	1.802.260.856
De vida	22	164.426.888	185.205.108	119.112.004
De acidentes de trabalho	22	1.051.768.480	972.896.063	869.497.915
De outros ramos	22	855.070.978	856.102.670	813.650.937
Provisão para participação nos resultados	22	75.723.079	85.369.984	81.104.520
Provisão para compromissos de taxa	22	29.012.032	29.392.059	22.683.110
Provisão para estabilização de carteira	22	26.345.782	26.462.475	26.254.032
Provisão para desvios de sinistralidade	22	31.346.274	29.119.191	27.302.513
Provisão para riscos em curso	22	37.337.003	31.791.404	36.514.181
Outras provisões técnicas		8.969.796	-	-
Passivos financeiros da componente de depósito de contratos de seguros e de contratos de seguro e operações considerados para efeitos contabilísticos como contratos de investimento	23	8.360.132.479	8.925.001.690	9.276.469.443
Passivos financeiros detidos para negociação	24	-	82.034.738	22.170.498
Passivos financeiros valorizados ao justo valor através de ganhos e perdas	24	38.009.681	-	-
Outros passivos financeiros		610.304.817	1.043.486.017	839.246.659
Derivados de cobertura	7 e 24	6.496.962	25.705.957	11.154.763
Depósitos recebidos de resseguradores	24	36.294.812	156.495.712	132.825.003
Empréstimos	24	341.741.823	656.263.672	633.948.491
Outros	24	225.771.210	205.020.676	61.318.402
Passivos por benefícios pós-emprego e outros benefícios de longo prazo	36	340.973	86.959	85.688
Outros credores por operações de seguros e outras operações		433.636.744	389.204.379	300.186.896
Contas a pagar por operações de seguro direto	25	104.667.667	122.969.673	99.397.208
Contas a pagar por outras operações de resseguro	25	183.728.717	124.650.597	65.564.989
Contas a pagar por outras operações	25	145.240.360	141.584.109	135.224.699
Passivos por impostos		254.603.129	217.213.938	164.654.707
Passivos por impostos correntes	19	68.679.009	52.475.293	37.600.157
Passivos por impostos diferidos	19	185.934.120	164.738.645	127.054.550
Acréscimos e diferimentos	26	257.892.731	235.946.141	193.427.883
Outras Provisões	27	120.445.241	132.640.930	111.305.234
Passivos de um grupo para alienação classificado como detido para venda	21	574.928	1.081.671	529.650
TOTAL PASSIVO		15.725.749.919	16.920.642.856	15.102.223.538

(continuação)

(valores em euros)

PASSIVO E CAPITAL PRÓPRIO	Notas	2020	31.12.2019 (Reexpresso)	01.01.2019 (Reexpresso)
CAPITAL PRÓPRIO				
Capital	28	509.263.525	457.380.001	457.380.001
[Ações Próprias]	28	(148.960)	(148.960)	(148.960)
Outros instrumentos de capital	28	314.977.301	378.019.900	378.019.900
Reservas de reavaliação		178.908.923	284.562.938	(96.602.994)
Por ajustamentos no justo valor de ativos financeiros	29	-	317.151.963	(69.068.228)
Por ajustamentos no justo valor de instrumentos de dívida valorizados ao justo valor através de reservas		220.679.857	-	-
Por reavaliação de terrenos e edifícios de uso próprio	29	749.384	1.260.026	1.229.930
Por ajustamentos no justo valor de instrumentos de cobertura em coberturas de fluxos de caixa	29	(1.373.654)	(1.752.411)	(1.541.534)
Por ajustamentos no justo valor de cobertura de investimentos líquidos em moeda estrangeira	29	63.728.212	39.125.118	69.070.536
De diferenças de câmbio	29	(144.214.345)	(71.221.758)	(96.293.698)
Por ajustamentos no justo valor de instrumentos de capital próprio valorizados ao justo valor através de reservas	29	(3.264.757)	-	-
Provisão para perdas de crédito previstas em instrumentos de dívida valorizados ao justo valor através de reservas	29	42.604.226	-	-
Reserva por impostos diferidos	29	(89.851.506)	(69.735.403)	25.273.318
Ajustamento relativo à abordagem da sobreposição (overlay approach)	6 e 29	129.818.788	-	-
Outras reservas	29	1.576.792.663	1.255.052.418	865.921.742
Resultados transmitidos	29	268.915.135	286.625.546	412.343.221
Resultado do exercício	29	222.328.672	200.396.097	273.932.936
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO		3.111.004.541	2.792.152.537	2.316.119.164
Interesses não controlados	30	460.451.651	475.209.079	347.356.392
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO E INTERESSES NÃO CONTROLADOS		3.571.456.192	3.267.361.616	2.663.475.556
TOTAL PASSIVO, INTERESSES NÃO CONTROLADOS E CAPITAL PRÓPRIO		19.297.206.111	20.188.004.472	17.765.699.094

Fonte: Fidelidade

Anexo XI- Demonstração dos resultados consolidado do grupo Fidelidade (2020)

Nº de Identificação Fiscal: 500 918 880 [valores em euros]

CONTA DE GANHOS E PERDAS	Notas	2020			Total	31.12.2019 (Reexpresso)
		Técnica Vida	Técnica Não Vida	Não Técnica		
Prémios adquiridos líquidos de reseguro		351.777.304	1.756.348.442	-	2.108.125.746	2.083.258.311
Prémios brutos emitidos	31	444.893.441	2.132.701.898	-	2.577.595.339	2.928.056.847
Prémios de reseguro cedido	31	(93.456.208)	(401.411.625)	-	(494.867.833)	(789.170.825)
Provisão para prémios não adquiridos (variação)	22 e 31	1.207.069	(12.647.425)	-	(11.440.356)	(69.998.673)
Provisão para prémios não adquiridos, parte resseguradores (variação)	17 e 31	(866.998)	37.705.594	-	36.838.596	14.370.962
Comissões de contratos de seguro e operações considerados para efeitos contabilísticos como contratos de investimento ou como contratos de prestação de serviços	32	931.133	-	-	931.133	1.215.867
Custos com sinistros, líquidos de reseguro		(409.265.725)	(1.122.019.443)	-	(1.531.285.168)	(1.167.829.994)
Montantes pagos		(419.911.474)	(1.023.122.181)	-	(1.443.033.655)	(1.157.106.333)
Montantes brutos	33 e 34	(512.006.516)	(1.119.447.046)	-	(1.631.453.562)	(1.597.697.619)
Parte dos resseguradores	33	92.095.042	96.324.865	-	188.419.907	440.591.286
Provisão para sinistros (variação)		10.645.749	(98.897.262)	-	(88.251.513)	(10.723.661)
Montante bruto	33	9.286.299	(105.576.076)	-	(96.289.777)	10.483.112
Parte dos resseguradores	33	1.359.450	6.678.814	-	8.038.264	(21.210.773)
Outras provisões técnicas, líquidas de reseguro	33	266.969	(8.496.204)	-	(8.229.235)	(3.605.353)
Provisão matemática do ramo vida, líquida de reseguro		127.081.948	-	-	127.081.948	(363.086.043)
Montante bruto	22 e 33	120.761.086	-	-	120.761.086	(366.530.918)
Parte dos resseguradores	33	6.320.862	-	-	6.320.862	3.444.875
Participação nos resultados, líquida de reseguro	22 e 33	(2.234.538)	(966.861)	-	(3.201.399)	(10.346.281)
Custos e gastos de exploração líquidos		(152.561.249)	(486.126.253)	-	(638.687.502)	(586.388.616)
Custos de aquisição	34	(136.453.924)	(419.357.802)	-	(555.811.726)	(489.150.358)
Custos de aquisição diferidos (variação)	22	249.595	8.324.226	-	8.573.821	4.735.956
Gastos administrativos	34	(35.454.646)	(126.356.483)	-	(161.811.129)	(203.356.149)
Comissões e participação nos resultados de reseguro	34	19.097.726	51.263.806	-	70.361.532	101.381.935
Rendimentos		287.847.573	73.133.790	26.681.316	387.662.679	410.184.536
De juros de ativos financeiros não valorizados ao justo valor por via de ganhos e perdas	37	215.148.713	28.689.746	4.582.030	248.420.489	300.838.226
De outros	37	72.698.860	44.444.044	22.099.286	139.242.190	109.346.310
Gastos financeiros		(45.292.028)	(14.519.383)	(10.175.929)	(69.987.340)	(74.630.293)
De outros	34 e 38	(45.292.028)	(14.519.383)	(10.175.929)	(69.987.340)	(74.630.293)
Ganhos líquidos de ativos e passivos financeiros não valorizados ao justo valor através de ganhos e perdas		4.368.534	5.796.126	281.471	10.446.131	81.777.921
De ativos disponíveis para venda	39	-	-	-	-	124.970.540
De ativos financeiros valorizados ao justo valor através de reservas	39	30.874.033	5.904.219	281.471	37.059.723	(2.245)
De ativos financeiros valorizados ao custo amortizado	39	-	(108.093)	-	(108.093)	-
De passivos financeiros valorizados a custo amortizado	23 e 39	(26.505.499)	-	-	(26.505.499)	(40.002.921)
De outros	39	-	-	-	-	(3.187.453)
Ganhos líquidos de ativos e passivos financeiros valorizados ao justo valor através de ganhos e perdas		180.095.768	616.726	2.796.026	183.508.520	(192.455.349)
Ganhos líquidos de ativos e passivos financeiros detidos para negociação	40	-	-	-	-	(227.270.915)
Ganhos líquidos de ativos e passivos financeiros classificados no reconhecimento inicial ao justo valor através de ganhos e perdas	40	-	-	-	-	49.982.275
Ganhos líquidos de ativos e passivos financeiros valorizados ao justo valor através de ganhos e perdas	40	180.095.768	616.726	2.796.026	183.508.520	-

Fonte: Fidelidade

(continuação)

(valores em euros)

CONTA DE GANHOS E PERDAS	Notas	2020			Total	31.12.2019 (Reexpresso)
		Técnica Vida	Técnica Não Vida	Não Técnica		
De outros	40	-	-	-	-	(15.166.709)
Diferenças de câmbio	41	(198.608.923)	[30.823.353]	(8.071.466)	(237.503.742)	125.064.486
Ganhos líquidos de ativos não financeiros que não estejam classificados como ativos não correntes detidos para venda e unidades operacionais descontinuadas	42	28.677.943	6.469.322	3.799.648	38.946.813	122.753.219
Perdas de imparidade (líquidas reversão)		5.957.859	(12.495.317)	(14.694.578)	(21.232.036)	(146.975.811)
De ativos disponíveis para venda	43	-	-	-	-	(122.652.050)
De ativos financeiros valorizados ao justo valor através de reservas	43	6.081.972	(523.739)	25.230	5.583.463	-
De empréstimos e contas a receber valorizados a custo amortizado	43	-	-	-	-	[150.576]
De ativos financeiros valorizados ao custo amortizado		131.056	(42.110)	(19.183.969)	(19.095.023)	-
De outros	43	(355.169)	(11.929.468)	4.464.161	(7.720.476)	(34.173.185)
Ajustamento relativo à abordagem da sobreposição (overlay approach)	40	(14.233.865)	17.422.829	6.416.671	9.605.635	-
Outros rendimentos/gastos técnicos, líquidos de reaseguro	44	2.231.593	(14.899.688)	-	(12.668.095)	(32.054.474)
Outros rendimentos/gastos	45	-	-	(39.217.170)	(39.217.170)	[15.078.321]
Ganhos e perdas de associadas e empreendimentos conjuntos contabilizados pelo método da equivalência patrimonial	46	-	-	1.053.708	1.053.708	89.292
Ganhos e perdas de ativos não correntes (ou grupos para alienação) classificados como detidos para venda	21	-	-	(7.794)	(7.794)	-
RESULTADO LÍQUIDO ANTES DE IMPOSTOS E INTERESSES NÃO CONTROLADOS		167.040.296	169.440.633	(31.138.097)	305.342.832	231.893.097
Imposto sobre o rendimento do exercício - impostos correntes	19	-	-	(52.359.178)	(52.359.178)	(18.806.165)
Imposto sobre o rendimento do exercício - impostos diferidos	19	-	-	(34.712.028)	(34.712.028)	10.546.361
RESULTADO LÍQUIDO APÓS IMPOSTOS E ANTES DE INTERESSES NÃO CONTROLADOS		167.040.296	169.440.633	(118.209.303)	218.271.626	223.633.293
Interesses não controlados	30	-	-	4.057.046	4.057.046	(23.337.196)
RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO		167.040.296	169.440.633	(114.152.257)	222.328.672	200.296.097

Fonte: Fidelidade

Anexo XII- Demonstração da posição financeira consolidada do grupo Fidelidade (2021)

Nº de Identificação Fiscal: 500 918 880 (valores em euros)

ATIVO	Notas	2021			2020
		Valor bruto	Imparidade, depreciações e amortizações e ajustamentos	Valor líquido	
Caixa e seus equivalentes e depósitos a ordem	4 e 12	951.254.577	-	951.254.577	936.872.479
Investimentos em associações e empreendimentos conjuntos	5 e 12	30.083.777	-	30.083.777	23.838.264
Ativos financeiros valorizados ao justo valor através de ganhos e perdas	6, 7 e 12	3.974.691.687	-	3.974.691.687	2.934.540.361
Derivados de cobertura	7 e 12	2.674.924	-	2.674.924	5.440.707
Ativos financeiros valorizados ao justo valor através de reservas	8 e 12	9.201.180.447	-	9.201.180.447	9.539.490.377
Ativos financeiros valorizados ao custo amortizado	9 e 12	1.229.466.917	-	1.229.466.917	1.551.684.577
Terrenos e edifícios		2.888.751.674	(178.161.043)	2.710.590.630	2.480.226.062
Terrenos e edifícios de uso próprio	10 e 12	711.182.558	(178.161.043)	533.021.515	529.024.161
Terrenos e edifícios de rendimento	11 e 12	2.177.569.116	-	2.177.569.116	1.951.201.901
Outros ativos tangíveis	12 e 13	449.162.259	(319.050.842)	130.111.417	109.700.587
Inventários	14	20.463.287	(900.000)	19.763.287	21.544.825
Goodwill	15	466.324.069	-	466.324.069	461.388.973
Outros ativos intangíveis	16	252.553.798	(97.996.398)	154.557.401	129.731.499
Provisões técnicas de resseguro cedido		566.319.476	-	566.319.476	370.901.712
Provisão para prémios não adquiridos	17	154.678.607	-	154.678.607	116.900.648
Provisão matemática do ramo vida	17	28.944.344	-	28.944.344	22.772.308
Provisão para sinistros	17	360.151.533	-	360.151.533	222.723.793
Provisão para participação nos resultados	17	-	-	-	87.713
Outras provisões técnicas	17	22.544.992	-	22.544.992	8.427.257
Ativos por benefícios pós-emprego e outros benefícios de longo prazo	36	12.319.459	-	12.319.459	6.993.111
Outros devedores por operações de seguros e outras operações		640.046.166	(79.284.044)	560.762.121	440.789.053
Contas a receber por operações de seguro direto	18	396.962.094	(30.383.084)	366.579.010	300.410.900
Contas a receber por outras operações de resseguro	18	94.072.967	(8.972.067)	85.100.900	19.877.593
Contas a receber por outras operações	18	149.011.104	(39.928.893)	109.082.211	120.590.560
Ativos por impostos		228.488.134	-	228.488.134	203.712.931
Ativos por impostos correntes	19	78.834	-	78.834	1.802.972
Ativos por impostos diferidos	19	228.409.300	-	228.409.300	205.909.959
Acréscimos e diferimentos	20	104.690.371	-	104.690.371	72.176.038
Ativos não correntes detidos para venda e unidades operacionais descontinuadas	21	7.105.976	-	7.105.976	4.174.555
TOTAL ATIVO		21.025.776.997	(475.392.327)	20.350.384.670	19.297.206.111

Nº de Identificação Fiscal: 500 918 880 (valores em euros)

PASSIVO E CAPITAL PRÓPRIO	Notas	2021		2020
PASSIVO				
Provisões técnicas		5.935.387.447	-	5.649.819.196
Provisão para prémios não adquiridos	22	561.140.686	-	482.167.165
Provisão matemática do ramo vida	22	2.766.184.105	-	2.887.652.329
Provisão para sinistros	22	2.396.262.094	-	2.071.266.346
De vida	22	229.211.024	-	164.426.888
De acidentes de trabalho	22	1.137.118.438	-	1.051.768.480
De outros ramos	22	1.029.952.652	-	855.070.978
Provisão para participação nos resultados	22	63.739.590	-	75.723.079
Provisão para compromissos de taxa	22	17.780.388	-	29.012.022
Provisão para estabilização de carteira	22	35.803.587	-	26.345.782
Provisão para desvios de sinistralidade	22	33.356.809	-	31.346.274
Provisão para riscos em curso	22	43.888.226	-	37.337.003
Outras provisões técnicas	22	33.211.963	-	8.969.196
Passivos financeiros da componente de depósito de contratos de seguros e de contratos de seguro e operações considerados para efeitos contabilísticos como contratos de investimento	23	8.118.826.028	-	8.360.122.479
Passivos financeiros valorizados ao justo valor através de ganhos e perdas	7 e 24	299.670.115	-	38.009.681
Outros passivos financeiros		1.201.941.421	-	610.304.817
Derivados de cobertura	7 e 24	23.581.767	-	6.496.962
Passivos subordinados	24	501.053.722	-	-
Depósitos recebidos de resseguradores	24	81.278.509	-	36.294.822
Empreendimentos	24	398.049.531	-	341.741.823
Outros	24	193.977.892	-	225.771.210
Passivos por benefícios pós-emprego e outros benefícios de longo prazo	36	354.326	-	340.973
Outros credores por operações de seguros e outras operações		542.155.693	-	433.636.744
Contas a pagar por operações de seguro direto	25	154.355.659	-	104.665.657
Contas a pagar por outras operações de resseguro	25	209.140.933	-	183.728.717
Contas a pagar por outras operações	25	178.659.100	-	145.240.360
Passivos por impostos		191.108.640	-	254.603.129
Passivos por impostos correntes	19	64.570.952	-	88.679.009
Passivos por impostos diferidos	19	126.537.688	-	165.924.120
Acréscimos e diferimentos	26	276.254.807	-	157.892.731
Outras provisões	27	163.943.454	-	120.445.241
Passivos de um grupo para alienação classificado como detido para venda	21	3.760.697	-	574.928
TOTAL PASSIVO		16.731.404.406		15.725.248.919

(continuação) (valores em euros)

PASSIVO E CAPITAL PRÓPRIO	Notas	2021		2020
CAPITAL PRÓPRIO				
Capital	28	509.263.524	-	509.263.524
Ações próprias	28	(148.940)	-	(148.960)
Outros instrumentos de capital	28	164.977.301	-	354.977.301
Reservas de reavaliação		969.482	-	1.789.082.923
Por ajustamentos no justo valor de instrumentos de dívida valorizados ao justo valor através de reservas		49.818.709	-	220.679.857
Por reavaliação de terrenos e edifícios de uso próprio	29	246.234	-	249.384
Por ajustamentos no justo valor de instrumentos de cobertura em coberturas de fluxos de caixa	29	(3.368.509)	-	(1.373.654)
Por ajustamentos no justo valor de cobertura de investimentos líquidos em moeda estrangeira	29	8.150.507	-	63.728.212
De diferenças de câmbio	29	(80.296.940)	-	(144.214.345)
Por ajustamentos no justo valor de instrumentos de capital próprio valorizados ao justo valor através de reservas	29	(708.614)	-	(3.264.757)
Provisão para perdas de crédito previstas em instrumentos de dívida valorizados ao justo valor através de reservas	29	27.129.045	-	42.604.226
Reserva por impostos diferidos	29	(24.478.978)	-	(89.851.506)
Ganhos e perdas da venda de instrumentos de capital próprio valorizados ao justo valor através de reservas	29	(1.394.347)	-	-
Ajustamento relativo à abordagem da sobreposição (overlay approach)	6 e 29	63.670.722	-	129.818.788
Outras reservas	29	1.737.829.722	-	1.576.792.664
Resultados transferidos	29	333.781.475	-	288.915.195
Resultado do exercício	29	270.241.578	-	232.328.423
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO		3.054.733.519		3.111.004.541
Interesses não controlados	30	504.266.745	-	460.451.651
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO E INTERESSES NÃO CONTROLADOS		3.618.980.264		3.571.456.192
TOTAL PASSIVO, INTERESSES NÃO CONTROLADOS E CAPITAL PRÓPRIO		20.350.384.670		19.297.206.111

Fonte: Fidelidade

Anexo XIII- Demonstração dos resultados consolidado do grupo Fidelidade (2021)

Nº de Identificação Fiscal: 500 918 880 (valores em euros)

CONTA DE GANHOS E PERDAS	Notas	2021			Total	2020
		Técnica Vida	Técnica Não Vida	Não Técnica		
Prêmios adquiridos líquidos de resseguro		432.146.370	1.785.558.900	-	2.217.705.269	2.108.125.748
Prêmios brutos emitidos	31	532.630.996	2.283.088.888	-	2.815.719.884	2.577.595.339
Prêmios de resseguro cedido	31	(99.484.116)	(498.486.482)	-	(597.970.600)	(494.867.833)
Provisão para prêmios não adquiridos (variação)	22 e 31	(2.249.518)	(1.75.929.012)	-	(1.78.678.530)	(1.140.356)
Provisão para prêmios não adquiridos, parte resseguradores (variação)	17 e 31	1.665.029	46.885.506	-	48.550.535	36.838.596
Comissões de contratos de seguro e operações consideradas para efeitos contabilísticos como contratos de investimento ou como contratos de prestação de serviços	32	411.046	-	-	411.046	931.133
Custos com sinistros, líquidos de resseguro		(507.707.022)	(1.221.242.080)	-	(1.728.949.103)	(1.531.285.168)
Mantantes pagos		(475.077.063)	(1.085.324.628)	-	(1.560.401.692)	(1.448.033.655)
Mantantes brutos	33 e 34	(557.223.288)	(1.253.970.050)	-	(1.811.193.339)	(1.631.453.562)
Parte dos resseguradores	33	82.146.225	168.645.422	-	250.791.647	188.419.907
Provisão para sinistros (variação)		(32.629.959)	(135.917.452)	-	(168.547.411)	(88.251.513)
Mantante bruto	33	(62.879.241)	(231.973.866)	-	(294.853.107)	(96.289.777)
Parte dos resseguradores	33	30.249.282	96.050.414	-	126.305.696	8.038.364
Outras provisões técnicas, líquidas de resseguro	33	11.902.962	(12.790.654)	-	(889.692)	(8.239.135)
Provisão matemática do ramo vida, líquida de resseguro		135.017.992	-	-	135.017.992	127.081.948
Mantante bruto	22 e 33	129.003.325	-	-	129.003.325	120.761.086
Parte dos resseguradores	33	6.014.766	-	-	6.014.766	6.320.862
Participação nos resultados, líquida de resseguro	17, 22 e 33	(14.222.676)	(237.531)	-	(14.460.206)	(3.201.399)
Custos e gastos de exploração líquidos		(173.190.051)	(512.120.050)	-	(685.310.102)	(638.687.502)
Custos de aquisição	34	(145.845.717)	(448.809.503)	-	(594.655.220)	(555.811.726)
Custos de aquisição diferidos (variação)	32	(27.063)	5.170.810	-	5.143.747	8.573.821
Gastos administrativos	34	(36.571.271)	(133.933.399)	-	(170.494.670)	(163.811.129)
Comissões e participação nos resultados de resseguro	34	9.253.999	60.462.041	-	69.716.040	70.361.532
Rendimentos		269.944.773	81.359.935	33.388.994	384.693.702	387.662.679
De juros de ativos financeiros não valorizados ao justo valor por via de ganhos e perdas	37	188.683.212	28.974.395	4.808.435	222.466.042	248.420.489
De outros	37	81.261.561	52.385.540	28.580.559	162.227.660	139.242.190
Gastos financeiros		(47.708.692)	(27.569.568)	(44.266.980)	(119.545.241)	(69.987.340)
De outros	34 e 38	(47.708.692)	(27.569.568)	(44.266.980)	(119.545.241)	(69.987.340)
Ganhos líquidos de ativos e passivos financeiros não valorizados ao justo valor através de ganhos e perdas		(84.791.079)	(3.964.413)	(1.795.432)	(108.717.065)	(50.446.131)
De ativos financeiros valorizados ao justo valor através de reservas	39	12.627.090	(271.901)	(12.715)	12.342.475	37.059.723
De ativos financeiros valorizados ao custo amortizado	39	27.517	(124.712)	-	(97.195)	(708.093)
De passivos financeiros valorizados a custo amortizado	23 e 39	(22.333.626)	-	-	(22.333.626)	(26.505.499)
De outros	39	(0)	(0)	(782.718)	(782.718)	-
Ganhos líquidos de ativos e passivos financeiros valorizados ao justo valor através de ganhos e perdas		(186.786.584)	(11.897.282)	(14.412.363)	(213.096.230)	(183.508.520)

(continuação) (valores em euros)

CONTA DE GANHOS E PERDAS	Notas	2021			Total	2020
		Técnica Vida	Técnica Não Vida	Não Técnica		
Ganhos líquidos de ativos e passivos financeiros valorizados ao justo valor através de ganhos e perdas	40	(186.786.584)	(11.897.282)	(14.412.363)	(213.096.230)	(183.508.520)
De outros	40	-	-	-	-	-
Diferença de câmbio	41	220.490.639	37.910.486	(389.994)	257.393.130	(237.603.742)
Ganhos líquidos de ativos não financeiros que não estejam classificados como ativos não correntes detidos para venda e unidades operacionais descontinuadas	42	35.562.604	179.949.066	9.316.360	62.848.571	38.946.813
Perdas de imparidade (liquidez residual)		6.045.502	4.893.590	430.044	11.369.136	(31.332.036)
De ativos financeiros valorizados ao justo valor através de reservas	43	394.442	(522.130)	15.222.885	15.094.997	5.583.463
De ativos financeiros valorizados ao custo amortizado	43	1.456.019	(217.155)	39	1.237.903	(19.095.023)
De outros	43	4.256.042	5.631.874	(14.792.681)	(4.904.764)	(7.720.476)
Ajustamento relativo à abordagem da sobreposição (overlay approach)	40	59.789.047	10.016.286	(5.797.175)	64.008.158	9.605.435
Outros rendimentos/gastos técnicos, líquidos de resseguro	44	865.542	10.200.859	-	11.065.902	(12.668.095)
Outros rendimentos/gastos	45	-	-	30.157.448	30.157.448	(39.271.700)
Ganhos e perdas de associações e empreendimentos conjuntos contabilizados pelo método da equivalência patrimonial	46	-	-	1.553.199	1,553,199	1,053,708
Ganhos e perdas de ativos não correntes (ou grupos para alienação) classificados como detidos para venda	31	-	-	3,890,250	3,890,250	(779,4)
RESULTADO LÍQUIDO ANTES DE IMPOSTOS E INTERESSES NÃO CONTROLADOS		232.880.431	160.936.382	13.174.351	406.991.164	305.342.832
Imposto sobre o rendimento do exercício - Impostos correntes	19	-	-	(142.838.047)	(142.838.047)	(52.359.178)
Imposto sobre o rendimento do exercício - Impostos diferidos	19	-	-	39.627.362	39.627.362	(34.712.028)
RESULTADO LÍQUIDO APÓS IMPOSTOS E ANTES DE INTERESSES NÃO CONTROLADOS		232.880.431	160.936.382	(90.036.335)	303.780.479	218.271.626
Interesses não controlados	30	-	-	(33.518.901)	(33.518.901)	4.057.046
RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO		232.880.431	160.936.382	(123.575.236)	270.261.578	222.328.672

Fonte: Fidelidade