

Tribunal de Contas

Processo n.º 05/2009-AUDIT



**AUDITORIA INTEGRADA AO INSTITUTO DE
GESTÃO DE FUNDOS DE CAPITALIZAÇÃO DA
SEGURANÇA SOCIAL, IP**

**RELATÓRIO N.º 29/2010
RELATÓRIO
CONSULTORES EXTERNOS**

Outubro/2010



Tribunal de Contas



RELATÓRIO FINAL DE AUDITORIA
DOS CONSULTORES EXTERNOS

NO ÂMBITO DA AUDITORIA DO TRIBUNAL DE CONTAS
AO INSTITUTO DE GESTÃO DE FUNDOS DE CAPITALIZAÇÃO DA SEGURANÇA
SOCIAL (IGFCSS)

ANA PAULA SERRA
CLÁUDIA RIBEIRO

2010

Sumário Executivo

POLÍTICA E ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTOS (2006-2008)

1. O actual Conselho Directivo (CD) do Instituto de Gestão dos Fundos de Capitalização da Segurança Social (IGFCSS) comprometeu-se na Carta de Missão relativa ao período da comissão de serviço de 20.03.2006 a 19.03.2009 assinada em conjunto com o ministro da Tutela (Ministério do Trabalho e da Segurança Social) a concretizar os objectivos da política de investimento da gestão da carteira do Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFSS), a saber, obter uma rentabilidade média anual ou superior ao custo médio anual da dívida pública portuguesa num horizonte de 5 anos e proporcionar a preservação real do capital num período móvel de 3 anos.
2. Os objectivos da Carta de Missão são pouco precisos e inconsistentes com os apontados no Regulamento de Gestão do FEFSS: enquanto no Regulamento de Gestão se aponta para investimentos com níveis de volatilidade similares aos da dívida pública do Estado Português, na Carta de Missão pretende-se atingir uma rentabilidade média anual superior ao custo médio anual da dívida pública portuguesa num horizonte de longo prazo. Urge proceder a uma maior clarificação e concretização dos objectivos por parte da Tutela.
3. No período de 2006 a 2008 houve escolhas estratégicas na política e filosofia de investimentos decididas que foram da única e exclusiva responsabilidade do CD sem envolvimento do Conselho Consultivo ou ratificação explícita por parte da Tutela.
4. O *benchmark* interno anual não está perfeitamente alinhado com os objectivos de médio e de longo prazo definidos para o FEFSS e traduz opções de gestão estratégica do CD que devem ser objecto de avaliação. O CD deverá informar a Tutela do retorno efectivo do fundo face ao retorno do *benchmark* relativo à alocação estratégica definida para o longo prazo. Não parece aceitável que seja o próprio CD do IGFCSS a definir qual o *benchmark* contra o qual será avaliado.



5. As condicionantes em termos de activos elegíveis estabelecidas no Regulamento de Gestão e a disponibilidade de recursos humanos no IGFCSS impossibilitam atingir os objectivos de longo prazo em termos do binómio rentabilidade-risco definido para o FEFSS. Afigura-se necessária uma revisão dos objectivos ou do Regulamento de Gestão. Para além disso, só um reforço dos meios humanos afectos às actividades de análise, implementação e controlo dos investimentos poderá viabilizar a efectivação de investimentos em algumas categorias de activos elegíveis. A subcontratação de gestores externos para algumas categorias de activos poderá ser uma alternativa ao crescimento orgânico mas comporta custos elevados na identificação dos gestores externos a seleccionar e posterior controlo do desempenho desses gestores. A alternativa de instrumentos financeiros não dispensa, porém, conhecimento técnico qualificado interno para seleccionar os instrumentos que mais se adequam às especificidades e restrições do FEFSS e controlar o desempenho desses investimentos.

6. A principal função do Conselho Consultivo (CC) do IGFCSS seria exercer um controlo externo e independente sobre a gestão do FEFSS. Funcionaria também como um órgão de consulta e de apoio de decisão do Conselho Directivo. Na prática o CC não tem exercido nenhuma das funções. A ambiguidade sobre as funções do CC - e a quem deveria reportar - terá contribuído para o funcionamento inoperante deste órgão. Uma outra questão relacionada reside em saber se, com a composição que a Lei Orgânica prevê para o Conselho Consultivo, estará este órgão em condições de dar um contributo válido no controlo da política de investimentos. Entende-se que não estando assegurado que os representantes dos parceiros sociais e institucionais reúnam competências nas matérias de gestão de carteiras, a presença de três membros independentes, especialistas nessas matérias potenciaria a participação activa do CC, apesar de o modelo de governação do IGFCSS não incluir os incentivos correctos de remuneração destas personalidades. Com a sua composição actual o CC não reúne condições para se pronunciar sobre matérias de especialidade de gestão dos fundos resultado sobretudo da não nomeação de dois dos três membros independentes. Ao longo do período de análise objecto desta auditoria (2006 a 2008) o CC foi ignorado pelos outros órgãos do IGFCSS tendo-se desvalorizado o seu papel que passou a ser meramente figurativo, e em consequência, tornou-se irrelevante na orgânica do IGFCSS. Se é incontroverso que a total responsabilidade pela não nomeação dos membros independentes do CC é

da Tutela, deve também salientar-se que o Conselho Consultivo tacitamente concordou que o órgão funcionasse irregularmente em termos de composição, competências e periodicidade das reuniões.

7. Sendo inexistente a supervisão da actuação do CD e não funcionando os procedimentos formais de controlo sobre a efectiva prossecução dos objectivos estratégicos do fundo constantes da Carta de Missão por parte da Tutela, é preocupante o funcionamento irregular do CC e não nomeação do Fiscal Único. Não estando estes controlos a funcionar temos como resultado que o CD decide e actua de forma independente e desacompanhada. Deve ser realçada, porém, a preocupação que caracterizou o IGFCSS de instituir mecanismos de controlo, como é o caso da contratação de serviços auditoria, como garante das contas, e de consultoria externa, como garante da correcta valorização da carteira, quando a tal não era obrigado, práticas essas que têm permitido obter uma certificação que se julga importante. Porém, essa mesma preocupação realça a real necessidade que o próprio IGFCSS sente de obter um controlo externo da sua gestão.

8. **Parece-nos que mais do que criar mecanismos adicionais de controlo da gestão do FEFSS, será importante pôr a funcionar a orgânica prevista na lei, devendo a Tutela com carácter urgente nomear o Fiscal Único e reactivar o funcionamento do Conselho Consultivo.** No caso específico do Conselho Consultivo, deverá assegurar-se o cumprimento do disposto na lei em particular no que respeita às funções e composição do CC. À luz do que acontece nos fundos de pensões equiparáveis com as melhores práticas, deve reforçar-se o papel de supervisão do Conselho Consultivo. Recomendamos que o Conselho Consultivo reúna numa base mínima trimestral, revendo a política de alocação de activos, apreciando o desempenho do fundo e custos de funcionamento, e pronunciando-se sobre as estratégias e abordagens ao investimento propostas pelo Conselho Directivo. Na sua composição, o Conselho Consultivo deve reforçar o peso dos membros independentes, incorporando para além de personalidades com curriculum académico nas matérias de gestão de carteiras, personalidades séniores com experiência na área de investimentos. De forma a permitir um efectivo acompanhamento da política de gestão dos fundos do IGFCSS deve contemplar-se a possibilidade de realização de consultorias externas quando o CC entender que alguns assuntos estratégicos o justificam.



9. Considerámos que a metodologia adoptada para definição dos pesos de cada classe de activos está bem fundamentada e que a alocação estratégica que resulta da sua aplicação é consistente com o pretendido, pois tem por base os objectivos de longo prazo definidos com a Tutela. Devemos assim realçar o elevado desenvolvimento interno dos recursos humanos responsáveis pelos procedimentos internos de gestão de carteiras, no que respeita ao domínio das metodologias e técnicas de alocação estratégica o que acontece igualmente nas áreas de avaliação e atribuição de performance, e controlo de risco da carteira.

10. No período de análise, 2006 a 2008, o modelo de gestão interna dominante do FEFSS foi de gestão indexada. Consideramos a filosofia de gestão indexada adequada aos objectivos de longo e médio prazo de risco e preservação real de capital do FEFSS. Consideramos ser importante alargar o conjunto de oportunidades de investimento do FEFSS para outros activos e mercados, aumentando a diversificação e, em resultado, diminuindo potencialmente o risco. Julgamos que a opção do fundo deve incidir, sempre que haja disponibilidade, sobre produtos indexados, por natureza diversificados e facilmente transaccionáveis. Para algumas classes de activos, como é o caso de Imobiliário e Private Equity, poderá considerar-se outras formas de investimento, que poderão passar por investimento indirecto em fundos mais especializados ou por mandatos de gestão externa ao IGFCSS. Em qualquer das alternativas, será necessário dotar o IGFCSS de recursos humanos que assegurem uma criteriosa selecção dos veículos a investir e permitam uma efectiva monitorização posterior dos investimentos realizados.

11. Neste contexto, avaliamos positivamente a opção de investimentos via fundos especializados em detrimento de atribuição de mandatos externos. Consideramos que só faz sentido recorrer à subcontratação no caso de mandatos complementares quando esgotada a alternativa de investimento via fundos e desaconselhamos a atribuição de vários mandatos (ou implementação em simultâneo do investimento com fundos e mandatos) dentro da mesma classe de activos.

12. Genericamente consideramos que são cumpridos os procedimentos estabelecidos para selecção, implementação, acompanhamento e controlo de investimentos. A

informação produzida tem uma periodicidade adequada, é muito detalhada e permite um controlo rigoroso da rentabilidade e risco e cumprimento de limites regulamentares do FEFSS, reflectindo uma gestão prudente e avisada.

13. Da análise desenvolvida à classe de activos Reserva Estratégica, entendemos que:

- i. as participações na PT e na Zon têm natureza política e a decisão de manter ou vender estas participações não cabe ao CD;
- ii. os restantes investimentos (excluindo as acções da PT e da ZON) só poderão fazer sentido caso se criem ou se transfiram competências internas para o estudo das oportunidades de investimento, implementação e controlo efectivo de investimentos realizados conferindo ao IGFCSS alguma autonomia na decisão de investimento. Entende-se porém que, pela natureza dos investimentos envolvidos, é absolutamente necessário que a Tutela (ou o Conselho Consultivo) se pronuncie sobre a pertinência dos investimentos e os fiscalize periodicamente.

14. Da análise desenvolvida à classe de activos Imobiliário, entendemos que:

- i. apesar de existir um documento que orienta a política e estratégia de investimentos, essas directrizes não foram implementado em resultado de restrições operacionais. A alternativa de subcontratação de gestores externos não foi também ainda devidamente estudada;
- ii. apesar de estarem definidos procedimentos relativos à análise, decisão e implementação da estratégia, do levantamento realizado, concluímos que a análise e o acompanhamento do desempenho dos investimentos não estão devidamente assegurados. Dever-se-á ainda trabalhar no sentido de obter informação completa e atempada sobre valorização e composição das carteiras dos FII e produzir mapas com periodicidade regular de apreciação das rentabilidades dos FII;
- iii. é urgente que se diligencie no sentido de definir um *benchmark* que permita uma aferição da *performance* dos investimentos desta classe de activos e reconstituir séries fidedignas dos NAVs dos FII para aferir o risco dos investimentos.

INVESTIMENTOS EFECTUADOS E EXPOSIÇÃO AO RISCO (2006-2008)

1. A desagregação da volatilidade da carteira por classe de activos não é reportada nos Relatórios e Contas do IGFCSS nem do FEFFS. O reporte desta informação talvez tornasse mais transparente a gestão do fundo, nomeadamente no que respeita às classes de reserva estratégica e de imobiliário na medida em que não são geridas contra um *benchmark*. Relativamente às restantes classes, o tipo de gestão que delas é feita (réplica de um *benchmark* e consequente minimização do *tracking error* correspondente) determina que o seu nível de risco seja muito próximo do risco do *benchmark* e, por isso, de reporte não tão relevante.

2. A estrutura da carteira sofreu alterações significativas no ano de 2008 na sequência de vários factores:
 - a crise financeira internacional;
 - crescimento substancial dos montantes sob gestão;
 - limitações em termos de recursos humanos internos do IGFCSS afectos à gestão da carteira com repercussões imediatas sobre as classes de imobiliário, dívida privada e acções de sociedades de reduzida capitalização bolsista (que deixaram de ser geridas contra benchmark neste ano estando a ser ponderada a delegação da sua gestão);
 - restrições de natureza técnica, como por exemplo, restrições no serviço de custódia de títulos que tem inviabilizado o investimento directo em dívida pública japonesa, problemas associados à gestão da liquidez afecta a derivados, risco de contraparte associados aos investimentos em produtos estruturados, entre outros.

Assim, no final de 2008, verificou-se um reforço da componente de rendimento fixo (77.4%) por contrapartida das classes de rendimento variável (16.6%), liquidez (3.0%) e reserva estratégica (2.0%).

3. A rotação da carteira aumentou residualmente de 0.481 em 2006 para 0.487 em 2007, a par de um aumento de 8.5% dos volumes transaccionados em obrigações, acções e fundos. Este aumento foi, contudo, acompanhado por um decréscimo de cerca de 38% das comissões pagas. O aumento foi muito substancial em 2008,

passando a rotação dos activos a ser de 1.11. Neste ano registou-se um aumento extraordinário dos volumes transaccionados de 171%, sendo que as comissões suportadas foram cerca de 14.5 vezes superiores às comissões pagas em 2007. Estas comissões representaram, em 2008, 0.006% do valor da carteira do FEFSS. O aumento de todos estes valores em 2008 é, em grande parte, justificado pela reestruturação da carteira operada nesse ano.

4. Os limites regulamentares à Gestão do FEFSS, definidos pela Portaria nº 1273/2004 de 7 de Outubro deveriam acomodar as seguintes situações:
 - i. Um dos limites regulamentares define que os investimentos em unidades de participação de fundos de investimentos mistos não deve ultrapassar 10% do valor total da carteira do FEFSS (alínea d, n.º 3 do art. 4.º). Em nosso entender, o espírito do legislador seria o de impor um limite às posições em fundos de investimentos mobiliário, que não necessariamente mistos. Na carteira do FEFSS, na classe de fundos de investimento mobiliário, existem apenas fundos de investimento em acções e, apesar de não existir nenhum limite imposto a este respeito, as unidades de participação nestes fundos representavam 2.05% da carteira em final de 2006, 1.71% em 2007 e 3.21% em 2008.
 - ii. Relativamente aos investimentos em produtos estruturados, não existe nenhum limite regulamentar definido. A crise financeira internacional em 2008 veio demonstrar que o risco de crédito e de contraparte pode ser muito significativo nestas operações. Por essa razão, em nosso entender, deveriam existir limites explícitos ao investimento em produtos estruturados. Os investimentos neste tipo de produtos representavam, entre 2005 e 2007, cerca de 10% do valor da carteira, sendo maioritariamente constituídos por produtos estruturados de rendimento variável (cerca de 9% do valor da carteira). Em 2008, os investimentos em produtos estruturados caíram para 2.2% do valor da carteira.
5. Para além dos limites regulamentares de gestão, o CD definiu ainda um conjunto de outros limites de natureza prudencial, sendo todos objecto de controlo de cumprimento diário. Estes limites auto-impostos estão estipulados no documento



sobre a Política de Investimentos do fundo e são uma boa prática instituída pelo IGFCSS na gestão da carteira. Estes últimos impõem limites de concentração diversos, para salvaguarda de critérios de diversificação.

6. A carteira de rendimento fixo é maioritariamente constituída por investimentos directos, representando cerca de 98.3% da carteira até 2007 e 89.7% em 2008. Até 2007 era constituída ainda por investimentos em produtos estruturados em cerca de 1.7%. Em 2008 incluiu também posições em futuros (6.5%) e em fundos (2.8%).
7. As tendências registadas na composição da carteira de rendimento variável foram:
 - desagregação da por área geográfica relativamente estável;
 - aumento da importância relativa dos investimentos directos, dos fundos e dos ETF's;
 - diminuição da importância relativa das componentes de produtos estruturados (com o intuito da sua extinção) e de contratos de futuros.

OPERAÇÕES COM DERIVADOS (2006-2008)

1. Entre 2006 e 2008 as posições do FEFSS em contratos derivados incluíram *forwards* cambiais, futuros sobre taxas de juro e futuros sobre índices accionistas (para além dos produtos estruturados analisados no capítulo anterior). No âmbito da gestão da carteira do FEFSS, os *forwards* são utilizados essencialmente para fins de cobertura cambial e os futuros para obter exposição ao activo subjacente (ou seja, estratégias especulativas).
2. Os contratos de futuros têm sido negociados por intermédio de uma única instituição financeira (inicialmente o ABN mais tarde substituída pelo UBS, na sequência da fusão das duas instituições). A concentração destas operações numa única instituição veio, mais tarde (2008), a gerar um risco de contraparte significativo para o fundo na sequência do elevado montante de margens (depósitos) que obrigatoriamente têm de ser imobilizadas aquando da transacção de contratos de

futuros. O problema seria minimizado se estes contratos fossem transaccionados por intermédio de mais do que uma instituição financeira. Os volumes transaccionados assim o justificariam.

3. No que respeita aos contratos *forward*, o IGFCSS tem contratos ISDA¹ assinados com três instituições financeiras internacionais, a saber, o Citibank (Acta do CD nº 256 de 23.02.2005), o HSBC (Acta do CD nº 326 de 20.07.2006) e o Deutsche Bank (contrato celebrado em 18.03.2009), sendo também estas as instituições referidas no Manual de Procedimentos da Direcção de Investimentos como instituições autorizadas para transacções com *forwards* (PN.GA.GC.01.OP10 - Registo de *forwards* cambiais).² As contrapartes das operações com *forwards* durante o período em análise foram o Citibank e o HSBC.

4. Para dar cumprimento à alocação estratégica do fundo são frequentemente assumidas posições longas em contratos de futuros. No entanto, a alocação táctica poderá ditar o reforço de posições longas ou mesmo a assunção de posições curtas por períodos reduzidos (sempre acompanhadas por investimentos directos nesses mercados). Entre 2006 e 2008 o fundo deteve posições curtas exclusivamente em relação a contratos de futuros sobre o DJ Euro Stoxx 50 e em três ocasiões específicas e por períodos reduzidos (identificados no relatório). Todas estas posições determinaram ganhos para o fundo.

5. Na sequência do aumento da exposição a futuros e consequente aumento das margens exigidas, em Abril de 2008 o CD teve necessidade de aumentar o limite máximo de aplicações de curto prazo com o UBS (com o respectivo impacto a nível de risco de contraparte). Simultaneamente, e no que respeita ao diferencial entre o valor destes depósitos e o nocional dos contratos, na mesma altura o CD decidiu fazer a aplicação dessa liquidez em Bilhetes do Tesouro. O objectivo era o de reduzir o risco de contraparte face ao sector bancário. No entanto, a falta de opções de investimento em Bilhetes do Tesouro de alguns países (Japão e Reino Unido) foi colmatada com investimentos em Bilhetes do Tesouro denominados em euros

¹ ISDA - *International Swaps and Derivatives Association*

² Na Acta do CD nº 421 de 29/9/2008, o CD decide abandonar o HSBC como contraparte cambial.

conjugados com uma operação *forward* cambial por forma a manter a exposição à moeda do activo original.

Em nosso entender, nestas circunstâncias, o investimento em ETF's seria uma alternativa preferível ao investimento em futuros sobre índices para garantir a exposição em acções fora da Europa (Reino Unido, EUA e Japão) que, comungando de todas as vantagens dos futuros (garantia de diversificação a baixo custo e negociação em bolsa), apresenta vantagens adicionais: são equiparáveis a investimento directo, eliminam a necessidade do *roll-over* de posições e evitam todos os problemas associados ao risco de contraparte associados às margens em futuros por serem instrumentos não alavancados. A opção teria de ser por ETF's não sintéticos, que são réplicas de índices em espécie, ou seja, a entidade gestora do fundo gere uma carteira composta pelos títulos que compõem o índice cuja *performance* pretende replicar. Esta alternativa foi ponderada pelo CD e concretizada em 2009.

6. Por imposição do Regulamento de Gestão, a exposição cambial a moeda estrangeira com curso legal em países da OCDE não pode exceder os 15% do valor total da carteira. No entanto, a alocação estratégica do fundo por classes de activos e áreas geográficas determina uma exposição cambial muito superior, pelo que é forçosa a realização de operações de cobertura para cumprimento do limite legal. Estas operações de cobertura são realizadas por intermédio de *forwards* cambiais.

7. Na gestão do risco cambial da carteira, o IGFCSS tem optado por cobrir a exposição decorrente das componentes de Reserva Estratégica, Obrigações e Imobiliário. Na classe de acções, com um peso de 21% na carteira, não seria possível cumprir o limite legal, a menos que parte das acções estrangeiras estivesse coberta. O IGFCSS optou pela cobertura das acções dos EUA por ser o maior mercado e tendencialmente com menores custos.

Os *forwards* são ainda um instrumento privilegiado para implementação da gestão táctica, ou seja, dentro dos limites de discricionariedade autorizados, a cobertura realizada é selectiva/parcial em função do comportamento esperado para as diversas moedas. No âmbito desta gestão táctica, os *forwards* são utilizados para reduzir a exposição cambial da carteira (operações de cobertura) mas também, e

pontualmente, para aumentar essa exposição (operações de especulação). A forma de implementação destas operações não permite separar as operações de cobertura das de especulação.

IV. RENDIBILIDADES E PERFORMANCE RELATIVA FACE A *BENCHMARKS* (2000-2008)

1. No que respeita às rendibilidades anuais nominais, o IGFCSS divulga taxas calculadas com base na TIR, até 2002 inclusive, e com base na TWR, daí em diante. Esta alteração só se tornou possível a partir do momento em que a carteira passou a ser valorizada numa base diária com a introdução do Sistema de Gestão de Activos TRADER. De facto, no cômputo da TWR é necessária informação sobre o valor da carteira nas datas das dotações. Os valores obtidos são iguais aos reportados pelo IGFCSS nos Relatórios e Contas, com excepções pontuais e não significativas como, por exemplo, em 1992 e 2003.
2. Esta alteração de metodologia na determinação das rendibilidades anuais é avaliada positivamente na medida em que a TWR permite eliminar a distorção que as entradas/saídas no fundo podem ter sobre a TIR, sendo uma medida mais adequada para comparação da rendibilidade de diferentes fundos.
3. É relevante referir que, de acordo com a decisão do Conselho Directivo de 19.12.2007, se abandonou em 2007 a valorização da carteira de rendimento fixo em convergência para o valor de reembolso na maturidade. Esta decisão deu origem a uma mais-valia com um impacte positivo de 0.6636 pp³ na taxa de rendibilidade (TWR) do fundo nesse ano. A taxa de rendibilidade de 2007 de 4.0823% já prevê a valorização desta componente da carteira a valores de mercado, incorporando esta mais-valia.

³ pp – pontos percentuais

4. No que respeita às rendibilidades reais do fundo, o IGFCSS tem reportado valores com base no Índice de Preços no Consumidor Harmonizado (IPCH) para a Zona Euro. Atendendo ao objectivo com que o fundo foi criado e à utilização que dele pode ser feita, que consta do Artº.3º do Regulamento de Gestão do FEFSS (Portaria nº 1273/2004, de 7 de Outubro) - “*O capital do FEFSS pode ser utilizado para transferências em ordem ao cumprimento da estabilização do sistema de segurança social*”, entendemos que a opção poderia ser outra. Será mais relevante para o dono do fundo conhecer a rendibilidade real do FEFSS que decorre das taxas de inflação registadas em Portugal e, portanto, calculadas com base num índice de preços no consumidor no país. É do nível geral de preços em Portugal que o poder de compra das prestações do sistema da segurança social depende. O IPCH para Portugal será, no nosso entendimento, o mais adequado.

5. Os objectivos de performance da política de investimentos vertidos na Carta de Missão do FEFSS são:
 - uma rendibilidade média anual superior ao custo médio anual da dívida pública Portuguesa num horizonte de longo prazo (5 anos);
 - proporcionar a preservação real do capital num período móvel de 3 anos.Constata-se que os dois objectivos foram cumpridos nos dois primeiros anos, não tendo sido cumprido nenhum deles em 2008 fruto, em grande medida, da crise financeira internacional neste ano.

6. Em 2006, o IGFCSS procedeu ao recálculo das rendibilidades do FEFSS desde a constituição do fundo, tendo as alterações então introduzidas sido aprovadas pelo Conselho Directivo, em 20 de Dezembro desse ano. Em nosso entender, as alterações introduzidas no recálculo das rendibilidades do FEFSS em 2006 vieram corrigir os erros que estavam a ser cometidos até então. Avaliamos muito positivamente o esforço da Instituição nessa reconstituição.

CRITÉRIOS DE VALORIMETRIA ADOPTADOS (2006-2008)

1. Os critérios de valorimetria utilizados em cada tipo de instrumento financeiro do FEFSS estão em conformidade com as regras de valorimetria previstas no Normativo de Valorimetria, com as considerações referidas nos pontos seguintes.
2. Mensuração de instrumentos financeiros não negociados em mercado – Recomenda-se divulgação acrescida sobre o julgamento da gestão no sentido de considerar que o valor patrimonial/contabilístico dos títulos é uma avaliação prudente, acompanhando esta declaração das divulgações adicionais relativas à descrição dos instrumentos financeiros, bem como, das suas quantias escrituradas, com indicação do motivo pelo qual não é possível mensurar o justo valor e a data de obtenção do valor patrimonial.
3. O valor dos juros corridos nos títulos de dívida e não vencidos à data do balanço é registado e apresentado na rubrica acréscimo de proveitos (proveito do exercício a receber no exercício seguinte). O valor dos juros corridos pagos na aquisição dos títulos é registado numa conta de Terceiros. Em sede de apresentação no Balanço e no Anexo estes montantes surgem na conta acréscimo de proveitos. Sobre esta matéria, as normas internacionais não dão uma resposta clara e única, sendo portanto possível registar os juros corridos tanto na conta dos títulos que lhes deu origem como em uma conta separada. Na senda do preconizado pelo Plano de Contas para as Empresas de Seguros sugere-se que os juros corridos sejam contabilizados na conta relativa ao investimento que lhes deu origem, relevados em sub-contas distintas.
4. Em matéria de contabilização de imóveis, o FEFSS regista a diferença entre o valor de mercado e o valor de aquisição (para imóveis ainda não reavaliados) ou valor de mercado anterior (para imóveis reavaliados em períodos anteriores) nas contas dos imóveis por contrapartida da rubrica “Reservas de Reavaliação”, rubrica de Capital Próprio. Ora, de acordo tanto com o Normativo de Valorimetria, como com a norma internacional de contabilidade relevante (IAS 40), o registo das variações de valor de mercado de imóveis de investimento deve ser feito directamente em contas de resultado do exercício. Conquanto o impacto em termos de valor patrimonial do Fundo desta alteração contabilística seja nulo, o mesmo não se pode dizer relativamente ao valor dos resultados apurados nos anos em que ocorrem as reavaliações e aos rácios e rubricas calculados com base nesse resultado.



5. Ao nível da divulgação de informação sobre instrumentos financeiros, foram detectadas diversas lacunas e inconsistências na informação divulgada no Anexo ao Balanço e à Demonstração dos Resultados. Recomenda-se, pois, um conjunto de divulgações acrescidas nomeadamente em matéria dos títulos negociáveis, reserva estratégica, derivados e imóveis.
6. A análise de *benchmarking* internacional evidencia que o Normativo de Valorimetria aplicável ao FEFSS está desactualizado não tendo acompanhado as evoluções ocorridas nas normas contabilísticas internacionais, nomeadamente no que se refere a matérias de divulgação sobre a natureza e a extensão dos riscos resultantes de instrumentos financeiros. Esta situação é premente e merecedora de atenção no curto prazo, por parte dos organismos responsáveis pela tutela do FEFSS. Note-se a este respeito que foi já publicado o novo Sistema de Normalização Contabilística que substitui o POC a partir de 1 de Janeiro de 2010 (Decreto-Lei 158/2009) introduzindo em Portugal para as empresas não financeiras um normativo contabilístico compatível com o internacional. Acresce que, no domínio das empresas seguradoras, o normativo contabilístico “acolhe” já as normas internacionais desde o exercício de 2008 (Norma Regulamentar 4/2007R).

RELATÓRIO FINAL DE AUDITORIA
DOS CONSULTORES EXTERNOS

NO ÂMBITO DA AUDITORIA DO TRIBUNAL DE CONTAS
AO INSTITUTO DE GESTÃO DE FUNDOS DE CAPITALIZAÇÃO DA SEGURANÇA
SOCIAL (IGFCSS)

ANA PAULA SERRA
CLÁUDIA RIBEIRO

OUTUBRO DE 2009
ESTA VERSÃO: SETEMBRO 2010

RELATÓRIO FINAL DE AUDITORIA DOS CONSULTORES EXTERNOS
NO ÂMBITO DA AUDITORIA DO TRIBUNAL DE CONTAS AO INSTITUTO DE GESTÃO DE
FUNDOS DE CAPITALIZAÇÃO DA SEGURANÇA SOCIAL (IGFCSS)

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	4
I. POLÍTICA E ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTOS (2006-2008)	6
II. INVESTIMENTOS EFECTUADOS E EXPOSIÇÃO AO RISCO (2006-2008)	95
III. OPERAÇÕES COM DERIVADOS (2006-2008)	133
IV. RENDIBILIDADES E PERFORMANCE RELATIVA FACE A <i>BENCHMARKS</i> (1989-2008).....	155
V. CRITÉRIOS DE VALORIMETRIA ADOPTADOS (2006-2008)	200
VI. GLOSSÁRIO.....	229

LISTA DE ACRÓNIMOS

CC	Conselho Consultivo
CD	Conselho Directivo
CI	Comité de Investimento
DAG	Direcção de Apoio à Gestão
DEPC	Direcção de Estudos, Planeamento e Controlo
DI	Direcção de Investimentos
FEFSS	Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social
IGFCSS	Intituto de Gestão do Fundo de Capitalização da Segurança Social
MTSS	Ministro do Trabalho e da Segurança Social
SESS	Secretário de Estado Segurança Social

INTRODUÇÃO

O relatório que aqui se apresenta dá cumprimento ao previsto na cláusula segunda, número 3, do contrato nº 5-2008 celebrado entre o Tribunal de Contas (TC) e a Faculdade de Economia da Universidade do Porto (FEP) que estabelece a apresentação por parte dos consultores de um relatório autónomo, sintetizador dos trabalhos desenvolvidos na auditoria à gestão do Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFSS), a integrar no relato final do Tribunal de Contas.

Esta versão do relatório inclui considerações que resultam da Análise do Contraditório apresentado pelo Conselho Directivo do IGFCSS.

O documento presente trata cada um dos cinco tópicos referidos na cláusula primeira do contrato, a que correspondem os capítulos I a V. O capítulo I analisa a política e estratégia de investimentos do fundo; o capítulo II descreve os investimentos efectuados e a exposição ao risco do fundo; o capítulo III analisa as operações realizadas com derivados (futuros e *forwards*); o capítulo IV calcula as rendibilidades e a performance relativa face a *benchmarks*; e, finalmente, o capítulo V reflecte sobre os critérios de valorimetria adoptados.

Cada um destes capítulos está estruturado da seguinte forma:

- Na Parte I – Fundamentação das Observações, descrevemos as diligências efectuadas na auditoria. Apresentamos as questões preliminares de enquadramento da análise realizada, as acções desenvolvidas, os objectivos dessas acções, as tarefas realizadas, a informação objecto de análise e a metodologia do trabalho desenvolvido;
- Na Parte II – Análise e Recomendações, fazemos a apreciação da informação coligida, tiramos conclusões e emitimos recomendações.

O capítulo I inclui ainda duas partes adicionais, a saber, a Parte III - Reserva Estratégica e Parte IV - Imobiliário. A especificidade destas classes de activos justificou a elaboração de uma análise transversal, e por isso autónoma, aos temas dos capítulos I, II e IV. Desta forma, nas partes I.III e I.IV, analisamos a política e estratégia de investimento e as operações realizadas e fazemos considerações sobre a rentabilidade e risco, para as classes de activos Reserva Estratégica e Imobiliário, respectivamente. Cada uma das partes está organizada nas seguintes secções: objectivos e metodologia de análise, enquadramento histórico, considerações de natureza global, composição da classe de activos e operações analisadas.

O Plano Global de Auditoria apresentado em Fevereiro foi delineado de forma a acomodar diferentes modelos de gestão de carteiras. A realidade concreta do FEFSS que fomos apreendendo ao longo do trabalho de campo determinou o ajustamento do relatório final, na medida em que alguns aspectos de análise previstos perderam pertinência. Em particular, refiram-se todas as análises que visavam apreciar uma gestão de cariz activo uma vez que, como se constatou mais tarde, a gestão do FEFSS se pauta por uma lógica de indexação a uma carteira de referência.

A análise que desenvolvemos, vertida no presente relatório, foi ainda condicionada pela informação de facto disponibilizada pelo IGFCCS, em alguns aspectos aquém da solicitada, e que se afigurava possível de obter aquando da elaboração do Plano Global de Auditoria.

I. POLÍTICA E ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTOS (2006-2008)

Parte I.I – Fundamentação das observações

I.I. 1 Questões preliminares

O desenho das carteiras de activos financeiros envolve, pelo menos, quatro etapas:

- decidir que classes de activos se devem incluir e que classes de activos se devem excluir da carteira;
- decidir os pesos de cada classe de activos na carteira, quando avaliados a longo prazo;
- alterar estrategicamente os pesos para fora do seu nível normal, de modo a aproveitar as flutuações de curto prazo nos preços relativos de cada classe de activos;
- seleccionar os valores mobiliários individuais que integram cada classe de activos (*security selection*).

As duas primeiras decisões fazem parte da política de investimentos (*investment policy*). As restantes integram o conceito de estratégia de investimento (*investment strategy*).

A última das quatro etapas deve competir única e exclusivamente aos gestores seleccionados. Devem ser estes (e apenas estes) a escolher os valores mobiliários que devem integrar cada classe de activos.

De igual modo se julga que deva ser cometido aos gestores a responsabilidade pela alteração pontual dos pesos das diferentes classes de activos, de modo a aproveitar as flutuações conjunturais.

Por outras palavras, aos gestores deve ser confiada a responsabilidade pelas estratégias de investimentos. Porém, o mesmo não se deve passar, salvo melhor opinião, com a definição da política de investimentos.

A política de investimentos deve, com efeito, ser formulada pelo órgão executivo da Instituição, assessorado tecnicamente nos termos que entender mais convenientes, incluindo-se aqui a audição dos gestores seleccionados para conduzir as estratégias de investimentos. Essa definição deve ser formalizada e deve incluir o *asset allocation* – isto é,

a divisão da carteira pelo número de classes de activos e categorias de activos. Este exercício, cuja importância nunca é demais realçar, deve ainda, abranger a definição do tipo de mandato e das restrições impostas aos investimentos, aos instrumentos e às operações. A política de investimentos deve ser periodicamente reavaliada e reformulada.

Questão relevante é a de saber que tipo de orientações e interferências devem existir na gestão (estratégica) quotidiana das carteiras. Julga-se que, uma vez fixadas as *guidelines* que materializam a política de investimentos para cada gestor, não deve existir qualquer interferência quotidiana da Instituição, nem deve existir disponibilidade desta instituição para “partilhar” com o gestor decisões de *security selection*, as quais servirão para desresponsabilizar os gestores das consequências das suas decisões.

A Instituição deve, porém, receber continuamente informação sobre as decisões tomadas e deve ter possibilidade de acompanhar quotidianamente essas decisões, reservando o poder de intervir se (em casos extremos) assim o entender fazer.

Uma outra questão que se deve colocar no âmbito da definição da política de investimentos é a de saber se um investidor com um património financeiro significativo deve adquirir instrumentos de investimento colectivo (por exemplo, fundos de investimento) ou se deve exigir sempre uma gestão personalizada. Atendendo a que os fundos de investimento têm custos (tais como a comissão de gestão) que afectam por igual todos os clientes, dada a dimensão da carteira da instituição e considerando que qualquer carteira (mesmo a de um fundo de investimento) pode ser replicada pelo intermediário financeiro, poderá justificar-se a gestão personalizada, pelo menos enquanto mecanismo de investimento em acções de grandes empresas e obrigações. A vantagem da diversificação inerente aos fundos poderá, porém, justificar os custos acrescidos em casos especiais (quando estiverem em causa investimentos em mercados emergentes ou em novos produtos financeiros, por exemplo).

I.I. 2 Acção

Esta parte da auditoria pretende inventariar os procedimentos e as metodologias adoptadas pelo IGFCSS na formação da carteira.

I.I. 3 Objectivos

Aferir da fundamentação dos objectivos definidos para a gestão do fundo, da adequação da alocação estratégica escolhida, e de eventuais alterações verificadas no período, face ao perfil de risco pretendido, responsabilidades do fundo e restrições legais e outros requisitos.

Caracterizar os procedimentos e as metodologias adoptadas pelo IGFCSS e identificar os pontos fortes e as fraquezas dos métodos adoptados.

Avaliar os procedimentos internos existentes relacionados com a formação de carteiras no que respeita a i) Política de Investimentos e ii) Estratégia de Investimentos.

I.I. 4 Tarefas Realizadas

No âmbito da Política de Investimentos

- Participação dos diferentes órgãos na definição e controlo da política de investimento

- Activos elegíveis e alocação estratégica

- Metodologia para definição dos pesos de cada classe de activos na carteira no longo prazo.

- Filosofia (estilo) de gestão

- Gestão activa / gestão passiva;
- Investimento directo / fundos de investimento.

A conhecer/estudar:

- Órgãos responsáveis pela política de investimentos e articulação entre eles;
- Directrizes de orientação da política de investimentos (objectivos de rendibilidade e preservação de capital, nível de risco, benchmarks) por parte da Tutela;
- Participação do Conselho Consultivo (CC) na definição da política de investimentos;

- Participação de consultores externos na definição da política de investimentos
- Articulação entre as necessidades do sistema distributivo – que resultam das projecções relativas à sustentabilidade da Segurança Social – e as decisões de recomposição estratégica da carteira do FEFSS;
- Periodicidade e fundamentos de revisão dos objectivos estratégicos de alocação;
- Articulação entre pressupostos de base das projecções de sustentabilidade da Segurança Social e os inputs dos modelos utilizados na definição da alocação a longo prazo pelo IGFCSS;
- Interferências existentes por parte da Tutela (Ministro do Trabalho e da Solidariedade Social) ou de outros ministérios ou direcções ministeriais, (e.g. Direcção Geral do Tesouro);
- Procedimentos de controlo do cumprimento de orientações da Tutela;
- Grau de participação e discricionariedade da Direcção de Investimento (DI) e da Direcção de Estudos, Planeamento e Controlo (DEPC) nesta etapa da formação das carteiras;
- Informação de apoio usada por DEPC, base das propostas de revisão da alocação estratégica; software de optimização de carteiras.
- Procedimentos de controlo da política de investimentos, valor e risco do fundo (limites legais/regulamento de gestão e objectivos estratégicos de rendibilidade e risco);
- Verificação do cumprimento dos procedimentos estabelecidos e metodologias definidas e práticas;

No âmbito da Estratégia de Investimentos

- Gestão delegada

- Selecção de fundos de investimento mobiliário e de produtos estruturados
- Mandatos externos

- Alocação táctica

- Discricionariedade de DI e DEPC
- Actividade corrente de gestão da carteira: tomada de decisão, implementação e controlo

A conhecer/estudar:

- Órgãos responsáveis pela implementação da estratégia de investimentos;
- Articulação entre IGFCSS e a Tutela e sobre timings de novas dotações de capital;
- Filosofia adoptada na gestão, globalmente e por classe de activos;
- Organização interna de DI;
- Organização interna de DEPC;
- Relações orgânicas DI/DEPC;
- Implementação das deliberações do CD emanadas do CI;
- Mandato de gestão de DI (discricionariedade, objectivos e valor em risco máximo por classe de activos) e pressupostos e metodologia do estabelecimento e revisão do nível de risco máximo autorizado (VaR de *excess return*);
- Critérios de DI na escolha de fundos de investimentos (FIM e FII) e de produtos estruturados;
- Procedimentos de controlo de risco;
- Critérios de DI e (periodicidade) na elaboração da lista de intermediários financeiros elegíveis (para negociação, depositários, como contrapartes ou entidades comercializadoras, gestoras de fundos).

I.I. 5 Informação objecto de análise

Analisados:

- Enquadramento jurídico (Lei Orgânica - DL nº 216/2007);
- Organização do IGFCSS (Estatutos do IGFCSS - Portaria nº 640/2007);

- Regulamento do FEFSS (Portaria nº 1273/2004);
- Carta de missão;
- Manual de procedimentos e gestão da qualidade;
- Regulamento interno do Conselho Directivo;
- Regulamento interno do Conselho Consultivo;
- Regulamento do Comité de Investimentos (2006, 2007 e 2008);
- Documentação sobre decisões estratégicas de investimento (Política de Investimentos, 2003 e 2005);
- Actas das reuniões do Conselho Directivo, a partir de 2006;
- Actas das reuniões do Conselho Consultivo desde 2000;
- Plano de Actividades para 2009 do IGFCSS;
- Relatório e Contas IGFCSS (2000-2008);
- Relatório e Contas FEFSS (2007-2008);
- Apresentação (*powerpoint*) do Conselho Directivo (20/1/2009);
- Apresentações (*powerpoint*) de DI, DEPC e DAG (20/1/2009);
- Instrução de trabalho PN.GA.GC.01.CM11 sobre Alocação Estratégica – Inputs para Modelo (DEPC);
- Conta da Segurança Social (2006, 2007 e 2008);
- Documentos internos aprovados pelo Conselho Directivo
 - Memorando de 10.10.2008 sobre “Alocação Estratégica” de DEPC;
 - Memorando sobre “Reestruturação da carteira de acções no âmbito do estudo de alocação por instrumento financeiro”, analisado em reunião de CD em 19.09.2008;
 - Memorando de 11.09.2008 sobre “Estudo Instrumentos Financeiros” de DI;
 - Memorando de 03.04.2008 sobre “Prioridades no Sub-processo Gestão de Carteira”;
 - Memorando de Outubro de 2006 sobre “Custódia & Operações” .

- Mapas com propostas de alocação tática (DEPC) e respectivas actas nas reuniões de acompanhamento de:
 - 2006: 9/1; 16/1;
 - 2007: 10/1; 16/1; 3/9; 12/9; 5/11; 12/11;
 - 2008: 3/1; 15/1; 22/1; 29/1; 2/9; 8/9; 4/11; 10/11;
- Mapas com propostas de desvios (DI);
 - 2006: 9/1; 16/1;
 - 2007: 10/1; 16/1; 3/9; 12/9; 5/11; 12/11;
 - 2008: 3/1; 15/1; 22/1; 29/1; 2/9; 8/9; 4/11; 10/11;
- Documentos de mandatos de gestão à Direcção de Investimentos/ Atribuição de graus de discricionariedade na gestão tática da carteira e de definição de objectivos de controlo de *excess return* (2005-2009);
- PnGAGC01IF01 - Tomada de Decisão da Carteira de Rendimento Fixo em Convergência (DI);
- PnGAGC01IF04 - Implementação de Operações da Carteira de Rendimento Fixo (DI);
- PnGAGC01IV01 - Tomada de Decisão da Carteira de Rendimento Variável - Comité Investimento (DI);
- PnGAGC01IV03 - Implementação de Operações da Carteira de Rendimento Variável (DI);
- PnGAGC01DI01 - Autorização de Intermediários Financeiros (DI);
- PnGAGC01DI02 - Autorizações para os Canais de Negociação (DI);
- Instrução de trabalho PN.GA.GC.01.CM05 sobre Proposta de Visão Estratégica (DEPC);
- Instrução de trabalho PN.GA.GC.01.CM13 sobre Alocação Estratégica (Geográfica) – Previsões Acções (DEPC);
- Instrução de trabalho PN.GA.GC.01.CM12 sobre Estimação de Volatilidades e Correlações Parâmetros e Modelos (DEPC);
- Instrução de trabalho PN.GA.MP.01. IC01 - Mapas semanais (DEPC);

- Instrução de trabalho PN.GA.MP.01.IC03 - Mapas mensais de performance (DEPC);
- Lista de intermediários financeiros aprovada por instrumento financeiro e zonas geográficas;
- Lista de entidades gestoras (ou de comercialização) de fundos/produtos estruturados de investimento elegíveis.

I.I. 6 Metodologia

Levantamento e análise da informação.

Análise de amostras estratificadas de mapas e actas. A amostra cobre mapas e actas dos três anos de análise (nas mesmas datas ou próximas). Seleccionaram-se algumas datas relativas a momentos de *stress* do mercado.

Reuniões da equipa da auditoria do Tribunal de Contas com Conselho Directivo (CD), realizadas a 20/01/2009 e 6/06/2009.

Reunião da equipa da auditoria do Tribunal de Contas com Vice-Presidente do CD a 4/05/2009.

Reunião da equipa da auditoria do Tribunal de Contas com Conselho Consultivo (CC) realizada a 25/03/2009.

Participação da equipa da auditoria do Tribunal de Contas na reunião de Comité de Investimento (CI) realizada a 1/04/2009.

Acompanhamento das actividades de DI (*front-office* e *research*); Reuniões da equipa da auditoria do Tribunal de Contas com DI, realizadas a 20/01/2009 e 13/2/2009.

Acompanhamento das actividades de DEPC (controlo, *middle office*); Reuniões da equipa da auditoria do Tribunal de Contas com Conselho Directivo (CD), realizadas a 20/01/2009 e 13/03/2009.

Acompanhamento da implementação por DI das recomendações saídas do CI no âmbito de desvios e alterações táticas e estratégicas aprovadas.

Parte I.II – Análise e Recomendações

I.II. 1 Participação dos diferentes órgãos na definição e controlo da política de investimento

Órgãos responsáveis pela política de investimentos e articulação entre eles

Nos termos do Decreto-Lei n.º 216/2007, de 29 de Maio, o IGFCSS administra e gere o FEFSS com os seguintes órgãos:

- o **Conselho Directivo**, ao qual compete assegurar a gestão da carteira constituído por um presidente, um vice-presidente e um vogal (como previsto no nº1 do artigo 5º do diploma referido); desde 20 de Março de 2006, o CD é constituído apenas pelo presidente (A...) e vice-presidente (B...), não tendo sido ainda eleito o vogal.
- o **Conselho Consultivo**, constituído por (como previsto no nº1 do artigo 6º do diploma referido)
 - dois representantes institucionais (um indicado pelo IGFSS e outro pelo Instituto de Gestão do Crédito Público);
 - um representante de cada um dos parceiros sociais que integram a Comissão Permanente de Concertação Social;
 - três personalidades de reconhecida competência em matéria económica e financeira.

Com a entrada em vigor da nova Lei Orgânica de 29 de Maio de 2007, o CC deveria contar com três membros independentes (antes, pelo Decreto-Lei nº 449-A/99, a lei previa dois membros). Estes deveriam ter sido nomeados, de acordo com o nº 2 do artigo 6º do mesmo diploma pelo Ministro do Trabalho e da Segurança Social, o que ainda não aconteceu. O Professor Doutor Daniel Bessa manteve-se em funções como presidente do CC, cargo para que foi nomeado em 2000.

Compete ao CC pronunciar-se, obrigatoriamente, sobre o plano de actividades e o relatório e contas do IGFCSS e a política de gestão do FEFSS;

- o **Fiscal Único**, que é o órgão de fiscalização do FEFSS e que emite parecer numa base anual sobre os procedimentos adoptados pelo IGFCSS para a avaliação de activos e sobre as contas de cada exercício.¹

As funções de fiscalização até 2005 foram desempenhadas por uma comissão de fiscalização (cfr. art.º 14.º do Decreto-Lei n.º 449-A/99, de 4 de Novembro) que entretanto foi extinta por força do disposto no art.º 50.º do Decreto-Lei n.º 50-A/2006, de 1 de Março. As contas a partir do exercício de 2006 passaram a ser auditadas por uma Sociedade de Revisores, cujo relatório tem acompanhado a documentação de prestação de contas ao Tribunal de Contas.

Em termos de organização interna, a estrutura de linha no processo de gestão de carteira do FEFSS é a prevista nos termos do artigo 3º dos Estatutos do IGFCSS publicados em Diário da República a 30 de Maio de 2007 (Portaria nº 640/2007). Existem três direcções:

a) a Direcção de Investimento, de que se destacam as funções de análise e implementação (*front office*) dos investimentos de acções, instrumentos de taxa de juro e imobiliário;

b) a Direcção de Estudos, Planeamento e Controlo, de que se destacam as funções de assessoria ao CD no planeamento estratégico, análise macroeconómica e controlo da actividade de gestão de carteira (onde se incluem as actividades de valorização da carteira, cálculo de rentabilidade e risco e controlo de cumprimento de limites). É também da competência de DEPC liquidar e registar as operações financeiras realizadas no âmbito da gestão da carteira (*back office*, em particular, compensação financeira e de títulos das transacções, rendimentos e outras operações sobre títulos); e

c) a Direcção de Apoio à Gestão, que assegura a gestão corrente do IGFCSS à qual estão cometidas todas as tarefas ligadas ao funcionamento do Instituto, de que se destacam as vertentes administrativa, financeira e de apoio à utilização das aplicações informáticas e das bases de dados.

Directrizes de orientação da política de investimentos por parte da Tutela

A questão essencial é quem define a política de investimentos. A Tutela verteu no artigo 5º do Regulamento de Gestão (Portaria 1273/2004 de 7 de Outubro) o objectivo do FEFSS de

¹ "O fiscal único é o órgão responsável pelo controlo da legalidade, da regularidade e da boa gestão financeira e patrimonial do Instituto.", Lei nº3/2004 de 15 de Janeiro.

maximizar o retorno para um nível de risco igual ao da Dívida Pública Portuguesa.² A 9 de Maio de 2006, o CD do IGFCSS assinou uma carta de missão relativa ao período da comissão de serviço de 20.03.2006 a 19.03.2009, em que se comprometeu com o ministro da Tutela a concretizar os objectivos da política de investimento da gestão da carteira do FEFSS, de que destacam os dois primeiros constantes do ponto 4. do referido documento:

1) rentabilidade média anual ou superior ao custo médio anual da dívida pública Portuguesa num horizonte de 5 anos;

2) proporcionar a preservação real do capital num período móvel de 3 anos;

Sendo a carta de missão assinada pela Tutela (MTSS) e pelo CD, decorre que os objectivos de investimento são fixados de mútuo acordo ficando a responsabilidade da definição da política de investimento no CD do IGFCSS. O regulamento de gestão do FEFSS condiciona em traços genéricos a política de investimentos, ao definir que activos podem integrar a carteira e quais as restrições legais para as diferentes classes de activos (mínimos ou máximos em termos de percentagens do activo do FEFSS e qualidade de risco de crédito). Porém, dentro das restrições regulamentares, cabe em última instância ao CD definir a alocação estratégica para concretizar os objectivos definidos na carta de missão.

Em 2003, o IGFCSS propôs uma carteira de referência de alocação para o horizonte temporal de acumulação, i.e., o período previsto até à utilização do FEFSS, à data, 2011.^{3, 4} A estrutura então delineada resultou de um exercício de alocação óptima efectuado pela Lehman Brothers tendo como principal restrição um nível de máximo de volatilidade predefinido de 4% (a um nível de confiança de 95%) com vista a gerar rendibilidades superiores ao custo de financiamento do Estado Português. Foi este exercício aliás, que esteve na origem das alterações legais dos limites na composição da carteira reflectidas na Portaria 1273/2004 de Outubro de 2004, com particular destaque para o alargamento do âmbito dos investimentos a activos com origem nos países da OCDE e alteração do limite de exposição a acções de 20% para 25%.

² O artigo refere “obtenção no médio prazo da maximização dos valores de investimentos, salvaguardando as melhores condições de estabilidade e liquidez. Os níveis de volatilidade devem ser similares aos da carteira de dívida pública do Estado Português”

³ As projecções relativas à sustentabilidade da Segurança Social constantes do Orçamento de Estado para 2007 apontam 2035 como primeira data de utilização do FEFSS. As estimativas mais recentes apontam para 2040.

⁴ Essa alocação foi aprovada Pelo CC em Setembro de 2003. Esta alocação tem servido desde então de base à definição do *benchmark* estratégico (de longo prazo) do FEFSS (ver documento de B... de 3/4/2008, aprovado em CD de 9/4/2008, a propósito dos índices a usar para reconstituir *benchmark* do “dono do fundo”, Ministério do Trabalho e da Solidariedade Social).

Mais recentemente, (DEPC, Alocação Estratégica, 10/10/2008) foi repetido o exercício de optimização visando reflectir alterações nos parâmetros das restrições (rentabilidade-alvo, risco-alvo e limites impostos por lei à composição da carteira), e actualização dos inputs sobre o comportamento das várias classes de activo (em termos de risco e retorno) e dos dados oficiais sobre a evolução da conta da Segurança Social.⁵ O resultado deste exercício não foi porém sujeito à aprovação do Conselho Consultivo ou da Tutela. Na reunião realizada a 20 de Janeiro com a equipa de auditoria, o vice-presidente do CD referiu que decorre deste estudo ser difícil compatibilizar os objectivos definidos pela Tutela (em termos do binómio risco-retorno) com os actuais limites de investimento, alertando para a necessidade de isso só ser possível com a alteração do regulamento de gestão do FEFSS.

No documento de definição da alocação estratégica referido, procedeu-se à exclusão de, para além da Reserva Estratégica, activos legalmente admissíveis como sejam a classe Imobiliário e activos de mercados não acompanhados pelas equipas de análise do IGFCSS. Esta opção resultou do reconhecimento de condicionantes operacionais e outras, com destaque para a indisponibilidade de conhecimento técnico para análise e implementação de investimentos em alguns países ou classes de activos. No documento de 10/10/2008 referem-se outros argumentos para a opção por esta exclusão que carecem, porém, de fundamentação mais elaborada.

A análise que realizámos sugere que, ao longo do período 2006-2008, a participação do órgão de Tutela na gestão da carteira do FEFSS se resumiu à definição dos objectivos de médio-longo prazo para o FEFSS. Se, em termos genéricos a Carta de Missão é compatível com o Regulamento de Gestão do FEFSS, é patente alguma imprecisão e até inconsistência ao nível desses mesmos objectivos: enquanto no Regulamento de Gestão se aponta para investimentos com níveis de volatilidade similares aos da dívida pública do Estado Português, na Carta de Missão pretende-se atingir uma rendibilidade média anual superior ao custo médio anual da dívida pública portuguesa num horizonte de longo prazo. Este aspecto foi aliás referido pelo DEPC (em reunião de DI/DEPC com equipa de Tribunal de Contas a 13 de Março de 2009) e denota a necessidade de clarificação dos objectivos da Tutela para o FEFSS.

Da mesma forma, a necessidade de uma maior clarificação ou concretização dos objectivos é reconhecida no documento de definição de alocação estratégica de 2008. Em particular, refere-se a especificação do que se entende por níveis de volatilidade *similares* aos da

⁵ Cabe a DEPC preparar propostas de alocação estratégica bem como analisar o acompanhamento da adequação, aos respectivos objectivos, das alocações efectivas da carteira do FEFSS.

carteira da dívida pública. Os níveis de volatilidade do índice EFFAS Portugal oscilaram entre 1997 e 2007 entre 1.5% e 4.5%, tendo sido a referência (risco-alvo) usada pelo FEFSS de 4% (em 2003 e em 2008). Porém, trata-se de uma escolha que, a ser feita pelos órgãos directivos do IGFSS, deveria ser ratificada explicitamente e a priori pela Tutela (ou pelo Conselho Consultivo), se bem que seja de admitir que tenha havido uma aceitação tácita desse parâmetro por parte da Tutela.

Se em termos de horizonte de longo prazo, parece ter havido participação por parte da Tutela na definição dos objectivos da política e estratégia de investimento, directamente vertidos na carta de missão (objectivos de rendibilidade e risco alvo e intenção de proceder à contratualização de mandatos de gestão externos de parte da carteira com entidades privadas do sector financeiro), em termos de horizontes de curto-médio prazo, não parecem existir directrizes da Tutela sobre decisões de carácter estratégico como sejam alterações do *mix* estratégico, filosofia de gestão ou outras.⁶ A excepção conhecida é o caso das acções da PT/Zon da “Reserva Estratégica” aquando da OPA em que houve instruções da Tutela no sentido de não aceitar a oferta da Sonaecom.⁷

Ainda que teoricamente, a intervenção da Tutela poderia não ser necessária, pois teria delegado no CC a função de acompanhamento da política de gestão do FEFSS (que se pronunciará, a priori, aquando da aprovação do plano de actividades ou quando assuntos estratégicos lhe fossem submetidos pelo CD, ou a posteriori, ao dar parecer sobre o relatório de actividades e contas)⁸, verifica-se que o CD decidiu de forma desacompanhada ao longo do período, aparentemente sem quaisquer orientações dos donos do fundo ou do CC. De facto, como discutimos em baixo, constatamos que o CC esteve inoperante, a funcionar desrespeitando a lei (com apenas um membro independente), e tendo sido de alguma forma desconsiderado pelo CD (que publicou contas de 2007 sem o seu parecer, não obteve a apreciação do CC em termos de plano de actividades para 2007 e 2008 e não terá pedido qualquer parecer relativamente a muitas das decisões de carácter estratégico que teve de tomar com excepção da decisão sobre gestão delegada). O processo de

⁶ No Relatório de Actividades do FEFSS de 2008, os objectivos patentes na carta de missão são designados de curto-médio prazo. Sendo referidos horizontes de, respectivamente, 3 e 5 anos, nos pontos 4.1.1 e 4.1.2 da Carta de Missão, parece-nos que devem ser classificados como objectivos de médio prazo.

⁷ Refira-se, porém, que o Conselho Directivo envia os mapas de valorização da carteira do FEFSS com uma base mensal para a Tutela. Este mapa contém informação relativa à carteira do FEFSS com os dados principais da carteira em termos de valorização, rentabilidade e risco, controlo de objectivos e dotações do IGFSS (Instrução DEPC Pn.GA.MP.01.IC04).

⁸ Como prevê a Lei Orgânica do IGFSS (artigo 6º do Decreto-Lei 216/2007 de 29 de Maio).

Planeamento Estratégico, vertido no documento Ps.PE, que trata da análise, formulação e implementação de decisões estratégicas, e que se destacam como outputs o contrato de gestão e o plano de actividades em cada ano, não faz estranhamente referência a que o Plano de Actividades ou o Plano Estratégico deva ser aprovado pelo CC (ver Manual de Procedimentos e Gestão de Qualidade).

Ao longo do período de 2006-2008, registaram-se, contudo, alterações não negligenciáveis na política e filosofia de investimentos e foram tomadas decisões com carácter estratégico. Refiram-se em particular a desconsideração da classe de imobiliário na carteira de referência, o abandono do registo em convergência das obrigações de dívida pública do Estado Português, e restrição voluntária a investimentos em dívida governamental, a não consideração de alguns mercados da OCDE no universo elegível, apesar de legalmente admissíveis, o reforço de investimentos na Reserva Estratégica ou a decisão de optar por uma estratégia de investimentos indirectos em detrimento de investimentos directos. O acompanhamento destas decisões poderá ser feito eventualmente a priori mas tal não transparece da documentação analisada na auditoria, sendo certo que a posteriori isso acontece, aquando da submissão dos relatórios de actividades e as contas anuais sujeitos à apreciação e aprovados pelos Ministros de Estado e das Finanças e do Trabalho e da Solidariedade Social.⁹

Atente-se, a título de exemplo, na questão da subcontratação de gestores externos, um dos pontos que constava da carta de missão (ponto 4.2) e que se concretizou apenas parcialmente no final de 2008. Da análise da informação recolhida no trabalho de campo, em particular das actas do Conselho Directivo, sabe-se que ocorreram múltiplos avanços e recuos nesta matéria, quanto ao tipo de gestão a realizar (concorrente ou complementar) e quanto às áreas concretas da gestão a entregar para gestão externa (*small/mid cap equity, non-sovereign investment grade debt* ou imobiliário). Apesar de uma primeira leitura sugerir que estas decisões teriam sido tomadas exclusivamente pelo CD, sabe-se que o CD apresentou à Tutela um memorando com o modelo de Mandato de Gestão a colocar em concurso internacional (acta de 14 de Novembro de 2007).¹⁰ O Relatório de Actividades do IGFCSS de 2008 refere, que de facto, a Tutela acompanhou e ratificou este processo.¹¹

⁹ A conta do FEFSS integra a conta da Segurança Social (o que deveria acontecer após parecer do Fiscal Único do IGFCSS).

¹⁰ Refira-se ainda que o modelo de contratação prévia que deveria ser o Secretário de Estado da Segurança Social (SESS) a decidir os candidatos a seleccionar. Vide acta do Conselho Directivo de 20 de Junho de 2007.

¹¹ “Esta conclusão, levou o Conselho Directivo, após debate com a Tutela, a suspender este projecto”, página 5 do Relatório de Actividades do IGFCSS de 2008.

Porém, ter-se privilegiado fazer a subcontratação no segmento *small-mid caps* em vez de, por exemplo, no Imobiliário poderá ter sido opção da Tutela ou do CD. Se a opção foi do CD, deve ser avaliado por isso.

Concluimos assim que o desenho da política de investimentos tem cabido quase exclusivamente ao CD com raras directrizes ou intervenções da Tutela. Parece haver também reduzido intercâmbio entre o MTSS e o IGFCSS, na fase de controlo do cumprimento dos objectivos pré-definidos, seja directamente seja por via da actuação dos outros órgãos independentes do próprio CD (como, por exemplo, o Conselho Consultivo ou Fiscal Único). Se, em termos genéricos se mantém a política de investimentos aprovada pelo CC em Setembro de 2003, e vertida no diploma do Regulamento de Gestão do FEFSS de 2004, houve alterações não triviais na política e filosofia de investimentos que foram apenas discutidas e decididas pelo CD, de que se destaca a exclusão das classes de activos Imobiliário e Obrigações não Governamentais da carteira de referência, a alocação de recursos a apenas a quatro zonas geográficas – zona euro, EUA, Reino Unido e Japão. Sem querermos aqui julgar da pertinência das opções feitas (ver secções seguintes sobre Estratégia e Análise de Operações), alertamos que são escolhas estratégicas que foram da única e exclusiva responsabilidade do CD (pois não envolveram o CC) e que por isso mereciam ser ratificadas pela Tutela.

Procedimentos de controlo do cumprimento de orientações da Tutela e periodicidade e fundamentos de revisão dos objectivos estratégicos de alocação

Como referimos antes, internamente a alocação tem sido revista periodicamente, numa base anual ou semi-anual, com vista a definir um *benchmark* interno que permita aferir o desempenho da gestão (o *excess return* mede a diferença entre o retorno efectivo e o retorno do *benchmark* interno definido cada ano ou, no caso de 2008, em cada semestre), e que contemplou restrições operacionais (de carácter mais ou menos temporário) de investimento. Excluiu-se assim do *benchmark* interno, para além da Reserva Estratégica que já não era considerada, a classe de activos Imobiliário e os activos de mercados não acompanhados pelo IGFCSS invocando dificuldades de identificar ou concretizar os investimentos (vide Memorando de DEPC de 10/10/2008 para CD).¹² Por exemplo, em 2008,

¹² Para efeitos de cálculo de *excess return*, em Junho de 2005, o CD apresentou uma nova alocação de que se destaca a redução do peso da classe Imobiliário. Já, em 2008, em resultado de reestruturação desta componente da carteira e com carácter excepcional, excluiu-se a Dívida Pública Portuguesa, para efeitos do cálculo do *benchmark* interno, ficando este definido com uma composição de 50% em Dívida OCDE ex-Portugal

excluíram-se as obrigações de Dívida Pública Portuguesa pois a disponibilidade destes activos no mercado não permitia com as novas emissões recompor a carteira instantaneamente.

A focalização no *benchmark* interno (que é o referido nos relatórios e contas) não parece ser consentânea com os objectivos estratégicos, de longo prazo definidos na Carta de Missão (e no regulamento de gestão e em documentos internos de Política de Investimentos do FEFSS aprovado pelo CC em 2003). Se, no curto prazo se possam aceitar condicionantes e se queira, para efeitos internos, ter objectivos realistas, a prazos mais longos, o desempenho deve ser avaliado em confronto com a carteira aprovada para esse horizonte.

A auditoria realizada não permite aferir se existem procedimentos formais de controlo do cumprimento dos objectivos definidos pela Tutela. Seria expectável e recomendável que, a par da análise do grau de cumprimento dos objectivos vertidos no Regulamento do FEFSS e na Carta de Missão, o CD facilitasse informação à Tutela confrontando o retorno efectivo do fundo com o retorno do *benchmark* do dono do fundo (relativo à alocação estratégica definida para o longo prazo). Isso não parece acontecer pois os Relatórios e Contas (2006, 2007 e 2008) apenas fazem menção ao *excess return* (diferença entre o retorno efectivo do FEFSS e retorno do *benchmark* interno). Ora o *benchmark* interno anual não está perfeitamente alinhado com os objectivos de médio e de longo prazo definidos para o FEFSS e traduz já opções de gestão que devem ser também apreciadas.

É aliás nesse sentido que o CD deliberou (ver Memorando do CD de 3/4/2008 sobre "Prioridades no Sub-processo Gestão de Carteira, aprovado em CD de 9/4/2008, a propósito dos índices a usar para reconstituir *benchmark*) no sentido de se quantificar o custo de oportunidade face a este *benchmark* numa base mensal (procedimento que até ao momento não foi implementado).

Em alternativa, se por parte do CD existe, como parece ser o caso, a percepção de que os objectivos de longo prazo (vertidos na Carta de Missão) são irrealistas, em particular no que respeita ao binómio rentabilidade-risco, ou se entende haver condicionantes em termos de activos elegíveis que decorrem do Regulamento de Gestão, e/ou que a alocação estratégica aprovada para o longo prazo em 2003 não permite já atingir os objectivos da Carta de Missão, deverá obter parecer do CC para que haja uma revisão dos objectivos ou do Regulamento de Gestão e apresentar nova proposta nesse sentido à Tutela.

e 50% em Acções (Metodologia de Cálculo de *Benchmark* do FEFSS - aprovado em CD a 27/12/2007 - actualizado posteriormente para o 2º semestre a 27/06/2008).

De facto, esses dois aspectos foram referidos nas reuniões de 20/1/2009 e 5/6/2009 com a equipa de auditoria, entendendo o CD que num novo mandato (o actual terminou a 20/3/2009), a Carta de Missão deveria clarificar os objectivos e torná-los exequíveis e, para tal, flexibilizar os limites regulamentares do FEFSS como decorre do estudo de alocação estratégica de Outubro de 2008. O mapa de prioridades para 2009 aprovado pelo CD em 11/12/2008 (anexo à acta), apresenta como uma das prioridades para o primeiro trimestre de 2009, “Clarificar perfil do risco do Dono, redefinir política de investimento e regulamento de gestão do FEFSS” com intervenção do CD, SESS e MTSS e CC.¹³

Fundamentação dos objectivos definidos para a gestão do fundo

Nos termos da Lei de Bases da Segurança Social pretende-se que o FEFSS assegure a cobertura das despesas com pensões por um período mínimo de dois anos. Em final de 2008, essa cobertura era de menos de 12 meses.¹⁴ Com base nos dados constantes do Relatório de Sustentabilidade da Segurança Social (Anexo ao documento do Orçamento do Estado para 2007), o FEFSS teria a sua primeira utilização em 2035.¹⁵ Nesse sentido, num horizonte de quase 30 anos, a que corresponde ao período de acumulação do FEFSS, parecem razoáveis objectivos de maximização do retorno acima do retorno da dívida pública para níveis de volatilidade relativamente baixos, assegurando a preservação real do capital. Não se poderia entender que o Estado tivesse que se financiar para realizar transferências para o FEFSS e não obtivesse rendibilidades superiores pela aplicação desse dinheiro. Porém, rendibilidades superiores só são possíveis para níveis de risco mais elevados. Não parece assim exequível obter rendibilidades acima do custo da dívida pública portuguesa, mesmo que contemplando benefícios de diversificação, com níveis de volatilidade similares aos da dívida pública portuguesa. Além disso, a realidade recente demonstrou, que mesmo com uma exposição limitada a *corporate (debt ou equity)*, situações extremas poderão tornar

¹³ Ver também Plano de Actividades para 2009, capítulo V.1 Revisão da Política de Gestão do FEFSS, anexo à acta do CD de 11/12/2008.

¹⁴ De acordo com o n.º 1 do art.º 1 da Portaria n.º 1273/2004, um dos seus objectivos do FEFSS é assegurar a cobertura de despesas previsíveis com pensões por um período mínimo de dois anos (cfr. n.º 8 do art.º 14.º do Decreto-Lei n.º 216/2007 e art.º 91.º da Lei n.º 4/2007). Para concretizar este objectivo as transferências para o FEFSS foram reforçadas com uma parcela entre dois e quatro pontos percentuais do valor percentual do valor correspondente às quotizações dos trabalhadores por conta de outrem. Mesmo que este objectivo seja atingido manter-se-á a obrigação de transferir para o FEFSS o valor dos saldos anuais do subsistema previdencial e as receitas resultantes da alienação de imóveis (n.º 2 e 3.º do art.º 91.º da Lei n.º 4/2007).

¹⁵ Com base nas estimativas mais recentes do Orçamento 2008, essa utilização não deverá ocorrer antes de 2040.

difícil garantir rentabilidades médias reais positivas em janelas de 3 anos, pelo que se poderá considerar alargar esse objectivo a uma janela mais longa ou alargar o nível de confiança.

Decorre também da análise que efectuámos que parece haver incompatibilidade entre os objectivos estratégicos e os recursos disponíveis. Apesar do Regulamento de Gestão do FEFSS autorizar investimentos em diferentes classes de activos, potenciando benefícios de diversificação, restrições operacionais, nomeadamente ao nível dos meios humanos afectos às actividades de análise, implementação e controlo dos investimentos FEFSS, poderão inviabilizar a efectivação desse benefício.

A subcontratação de gestores externos parece ser uma alternativa viável a considerar mas, a análise pelo IGFCSS com vista à identificação dos melhores gestores (vide Relatório de Actividades do IGFCSS de 2008) alerta para que os custos associados (comissões de gestão, custo de identificação de entidades a seleccionar e de posterior controlo do desempenho desses gestores externos) possam ser demasiado elevados eliminando o benefício de diversificação inerente.

Nesse sentido, e aliás, como parece ser essa a posição do CD, uma alternativa poderá ser a de equacionar um crescimento orgânico que permita o acompanhamento de classes de activos até agora negligenciadas ou com um acompanhamento aquém do desejável (como é o caso das classes de activos Imobiliário e Reserva Estratégica, como abaixo se defende) reforçando os meios humanos do FEFSS.

Se é verdade que a estratégia de concretização da política de investimentos, que expomos na secção seguinte, de privilegiar o investimento indirecto nos mercados de acções e de obrigações internacionais através de instrumentos financeiros (ETFs – *Exchange Traded Funds*) que propiciam um nível de diversificação alargado, independentemente dos montantes investidos, com garante de liquidez e reduzidas comissões de gestão, permitirá reduzir os meios humanos alocados ao acompanhamento desses mercados, é sempre necessário conhecimento técnico qualificado interno para seleccionar dentro dos instrumentos aqueles que mais se adequam às especificidades e restrições do FEFSS, e controlar o desempenho desses investimentos. Por outro lado, não existe ainda disponibilidade de instrumentos financeiros para todas as classes de activos potencialmente a integrar a carteira do FEFSS. Finalmente para algumas classes de activos, relativamente às quais a literatura académica reconhece incontestavelmente atributos de investimento atractivos, em particular no aspecto da diversificação de risco, como é o caso do Imobiliário e de *Private Equity*, a abordagem de investimento por fundos de fundos (ou veículos

similares) não garante a plena diversificação em termos geográficos e por segmentos, pelo que a estratégia terá sempre uma componente de selecção (*alfa*). A manutenção destes investimentos na carteira do FEFSS só fará sentido caso haja um reforço de meios humanos qualificados no FEFSS.

Participação do Conselho Consultivo (CC) na definição da política de investimentos

Referimos acima que a Lei Orgânica do IGFCSS prevê que o CC se pronuncie sobre o plano de actividades, o relatório e contas do IGFCSS e sobre a política de gestão do FEFSS cabendo ao fiscal único as habituais funções de fiscalização das contas do IGFCSS.

Da leitura do DL nº216/2007 (e do Regulamento Interno do Conselho Consultivo), poderá entender-se que a função do CC seria exercer um controlo externo e independente sobre a gestão do FEFSS. Tendo em conta que a nomeação é feita pelo MTSS, poderia ver-se este órgão como garante do cumprimento dos objectivos estratégicos definidos pela Tutela para o FEFSS. Porém, tal leitura pode ser controversa, tendo em conta que o CC poderá pronunciar-se sobre qualquer assunto que lhe seja submetido pelo presidente do Conselho Directivo do IGFCSS, funcionando dessa forma como um órgão de consulta e de apoio de decisão do Conselho Directivo. Além disso, a actuação da Tutela não parece ir no sentido de considerar que o CC tenha um papel de controlo externo de forma a fazer prevalecer os interesses do dono do FEFSS. Como foi referido pelo Presidente do CC em reunião realizada a 25 de Março de 2009 com a equipa do Tribunal de Contas, o Presidente do CC falou uma única vez com o Ministro do Trabalho e da Segurança Social, no momento da sua nomeação, em 1999. Esta ambiguidade sobre as funções do CC - e a quem deverá reportar - poderá ter contribuído para o funcionamento inoperante actual deste órgão.

Uma outra questão relacionada com esta reside em saber se, com a composição que a Lei Orgânica prevê para o Conselho Consultivo, estará este órgão em condições de dar um contributo válido na definição da política de investimentos.

Poderá argumentar-se que os representantes dos parceiros sociais (centrais sindicais, patronato) não terão competências nas matérias de gestão de carteiras, e que os representantes institucionais, mesmo que com formação técnica, não estarão vocacionados para assessorar o Conselho Directivo sobre política de gestão dos fundos do IGFCSS pois integram o CC por inerência de funções. Já, o mesmo não se pode afirmar, dos três membros independentes, relativamente aos quais se exige que sejam especialistas, com reconhecida competência nessas matérias. Porém, o modelo de governação do IGFCSS

pode não ser adequado por não incluir os incentivos correctos para uma participação activa do CC, pois à luz da actual legislação (Lei nº3/2004 de 15 de Janeiro alterada pelo Decreto-Lei 105/2007 de 3 de Abril de 2007), o exercício de cargos em Conselhos Consultivos de Institutos Públicos não é remunerado.

O entendimento do Presidente do Conselho Consultivo e do Presidente e Vice-Presidente do Conselho Directivo é de que, com a sua composição actual (e observada no período de 2006-2008), o CC não está nem estava em condições de se pronunciar sobre matérias de especialidade de gestão dos fundos. Esta posição poderá justificar que o Conselho Directivo não tenha formalizado qualquer pedido de colaboração ou parecer sobre assunto específico ao CC nos últimos anos.¹⁶ Porém, todos reconhecem que isso terá resultado sobretudo da não nomeação de dois dos três membros independentes e que, apesar de não serem remunerados, poderão ter um papel importante, activo e de apoio à decisão do Conselho Directivo, servindo também como um órgão de certificação independente da gestão realizada pelo Conselho Directivo. Entende-se que, sendo desejável a existência de mecanismos de controlo da actuação do Conselho Directivo, seria o CC a entidade mais adequada para exercer essas funções. Essa parece ser também a posição do Presidente e Vice-Presidente do Conselho Directivo.

Refira-se, nesse âmbito, que nos primeiros anos de funcionamento do CC, em particular 2000 e 2001, o Conselho Consultivo foi um fórum de reflexão, proactivo e interventivo.¹⁷ A título de exemplo, refiram-se os documentos produzidos pelo Prof. Doutor Miguel Gouveia (anexo 3 da acta de 26/1/2001 do CC) e o papel determinante que o CC teve na aprovação da Política de Investimentos de 2003 e na apresentação de *benchmark* para apreciação do desempenho da gestão do FEFSS.¹⁸

¹⁶ A única excepção que detectamos foi a aprovação da subcontratação de gestores externos. O assunto foi discutido na reunião de 25 de Julho de 2007. O CC deu parecer positivo, apesar dos votos contra da CGTP, UGT e CIP. Refira-se, porém, que o Conselho Consultivo recebe os mapas de valorização da carteira enviados mensalmente à Tutela pelo CD.

¹⁷ Em anexo apresenta-se a formação académica dos três membros do CC, designados na qualidade de especialistas desde a criação do Conselho Consultivo (Prof. Doutor Daniel Bessa, Prof. Doutor Miguel Gouveia e Prof. Doutor Diogo Lucena). Entre 2000 e 2003, os membros do Conselho Consultivo eram o Prof. Daniel Bessa e o Prof. Miguel Gouveia. A exoneração do Prof. Doutor Miguel Gouveia dá-se em 2003 (vide acta de 24/2003). A saída do Prof. Doutor Diogo Lucena, que entretanto assumiu funções, não aparece referida em acta mas a sua assinatura deixa de constar das actas das reuniões do Conselho Consultivo a partir de 2006. O Decreto-Lei nº 216/2007 alargou o número de personalidades de reconhecida competência para três.

¹⁸ Na acta de 28/3/2001, foi aprovada a proposta apresentada pelo Prof. Doutor Miguel Gouveia de inclusão de um *benchmark* de forma a permitir apreciar numa base objectiva o desempenho do FEFSS. Nessa mesma

Na prática, ao longo do período de análise objecto desta auditoria, de 2006 a 2008 (e até antes), a actuação do CC foi inócua. O CC foi ignorado pelos outros órgãos do IGFCSS tendo-se desvalorizado o seu papel que passou a ser meramente figurativo, e em consequência, tornou-se irrelevante na orgânica do IGFCSS. Refira-se, desde logo, que a Tutela tem efectivamente desconsiderado a orgânica prevista de funcionamento do IGFCSS ao não nomear o Fiscal Único nem os dois independentes em falta no CC (apesar de ter havido uma solicitação do CD à Tutela nesse sentido, com indicação de dois nomes de especialistas), podendo esse comportamento fazer veicular a ideia de que a Tutela entende o CC como um mero órgão institucional cuja única atribuição seja aprovar os Relatórios Anuais de Actividades do IGFCSS.¹⁹ Refira-se ainda que o Conselho Directivo aprovou e publicou o Relatório e Contas de 2007 sem o parecer do CC, tendo a Tutela, por sua vez, aceite e aprovado as contas sem o parecer exigido por lei (como referido pelo Presidente do Conselho Consultivo e confirmado pelo Presidente e Vice-Presidente do Conselho Directivo).²⁰

Se é incontroverso que é da total responsabilidade da Tutela nomear os membros independentes do CC (e o fiscal único), deve salientar-se que o Conselho Consultivo, em particular o seu Presidente, permitiu que o órgão funcionasse, nos últimos 3 anos (e até antes disso), irregularmente em termos de composição, competências e periodicidade das reuniões (artigos 2º, 3º e 7º do Regulamento do Conselho Consultivo). Regista-se que:

- a partir de 2007, o Conselho Consultivo funcionou violando o previsto em termos de composição (prevista por nº 1 do artigo 6º do Decreto-Lei de 216/2007);
- em 2007 não aprovou o Plano de Actividades por insuficiência de informação nem Relatório e Contas de 2007;²¹ a aprovação do Relatório e Contas de 2007 ocorreu apenas em Janeiro de 2009;

reunião foi rejeitada uma outra proposta, apresentada também pelo Prof. Doutor Miguel Gouveia, que visava definir como custo de oportunidade do capital do FEFSS, o custo da dívida pública. Na opinião deste membro do CC, constante de documento anexo à acta, a carteira do FEFSS não deveria integrar investimentos em dívida pública do Estado Português.

¹⁹ Na acta de 10 de Outubro de 2007 do CD, refere-se que o CD decidiu propor à Tutela como personalidades independentes para o Conselho Consultivo, os Professores Doutores Daniel Bessa, Carlos Alves e Fernando Pacheco. Em anexo apresenta-se a formação académica das personalidades propostas. Ressalve-se, porém, que o Presidente do Conselho Directivo nunca chegou a preparar o ofício para a Tutela dando seguimento ao decidido nessa reunião e vertido em acta, como foi referido pelo próprio na reunião de 5 de Junho de 2009.

²⁰ Reuniões com a equipa do Tribunal de Contas de, respectivamente 25 de Março de 2009 e 5 de Junho de 2009.

²¹ Na reunião com a equipa de auditoria do Tribunal de Contas, o Presidente do Conselho Consultivo referiu que, relativamente ao Plano de Actividades, o CC tomou conhecimento mas recusou-se a aprovar o documento que

- ao longo do período de auditoria, o CC não se pronunciou em acta sobre a política de investimento e os pareceres emitidos sobre os Relatórios de Actividade são exíguos;
- finalmente, de 2005 a 2008 o CC reuniu apenas 1 vez ao ano, em vez das duas reuniões ordinárias previstas por lei. Desde essa data, o Relatório e Contas apresentado pelo Conselho Directivo ao CC não inclui a certificação legal de contas ou as apreciações do auditor externo.²² Refira-se que, os Relatórios e Contas de 2006 e 2007, disponibilizados na internet, não incluem a acta com o parecer obrigatório do CC.

Concluimos assim que a estrutura organizacional prevista na lei, que deveria assegurar o acompanhamento a posteriori e a priori da gestão do Conselho Directivo, não está a funcionar de facto. A Tutela é a principal responsável por esta inoperância.

No contexto do que foi dito anteriormente sobre uma inexistente supervisão da actuação do CD por parte da Tutela e de ausência de procedimentos formais de controlo sobre a efectiva prossecução dos objectivos estratégicos do fundo constantes da Carta de Missão, o funcionamento irregular do CC parece-nos crítico. Os controlos que estão previstos em termos de política de gestão do FEFSS e fiscalização das contas não estão a funcionar tendo como resultado que o CD decide e actua de forma independente e desacompanhada. Tacitamente, ao aprovarem as contas do IGFCSS, o CC e a Tutela ratificam (a posteriori) as decisões do CD. Há mais outras quatro entidades que recebem o reporte periódico do IGFCSS: o Tribunal de Contas, Instituto de Gestão do Crédito Público, a Direcção Geral do Orçamento e o Banco de Portugal mas nenhuma delas controla de facto especificamente a política de gestão do FEFSS, que está assim única e exclusivamente nas mãos do Conselho Directivo.²³ Atentemos de novo, a título de exemplo, na questão da definição do *benchmark* interno. Independentemente da razoabilidade das justificações técnicas avançadas para a sua alteração ao longo do período de auditoria, não julgamos ser aceitável que seja o próprio CD do IGFCSS a definir o que consegue ou não consegue fazer, e qual o *benchmark* contra o qual será avaliado.²⁴

Ihe foi apresentado em formato de *powerpoint* tendo solicitado um documento mais formalizado ao Conselho Directivo (vide acta do Conselho Consultivo de 14 de Fevereiro de 2008 e documentos aí anexos). Esse documento nunca chegou a ser enviado.

²² Vide documentos anexos às actas do CC de 19/4/2005, 5/9/2006, 25/7/2007 e 14/2/2008.

²³ Vide instruções DEPC Pn.GA.MP.01.IC0x.Da mesma forma, o controlo do cumprimento das exigências legais, no quadro actual dos institutos públicos (QUAR) não se afigura relevante no aspecto da avaliação da política de gestão do FEFSS.

²⁴ Refira-se que o CC se pronunciou inicialmente sobre proposta que lhe foi apresentada pelo CD sobre fixação do *benchmark*. Vide acta da reunião do CC de 25/9/2003.

Deve-se realçar a preocupação que caracterizou o IGFCSS de instituir mecanismos de controlo, como é o caso da contratação da auditoria externa da Deloitte & Associados, SROC, como garante das contas, e dos serviços de consultoria do INDEG, como garante da correcta valorização da carteira, quando a tal não era obrigado, mecanismos esses que têm permitido obter uma certificação que se julga importante e valiosa. Porém, essa mesma preocupação sobreleva a necessidade que o próprio IGFCSS sente de obter um controlo externo da sua gestão.

Parece-nos que mais do que criar mecanismos adicionais de controlo da gestão do FEFSS, será importante pôr a funcionar a orgânica prevista na lei, devendo a Tutela com carácter urgente nomear o Fiscal Único e reactivar o funcionamento do Conselho Consultivo.

Entendemos que essa orgânica permitirá o controlo externo e independente regular da gestão do FESS. Com o normal funcionamento dos órgãos de controlo e consulta, não se avalia como necessária a participação de outros auditores e consultores externos, contratados pelo próprio IGFCSS, numa base regular. Entendemos que deverá ficar ao critério do Fiscal Único a realização de auditorias externas adicionais quando o julgar necessário ou conveniente (incluindo aqui serviços como o de valorização da carteira prestado pelo INDEG).

No caso do Conselho Consultivo, deverá assegurar-se o cumprimento do disposto na lei em particular no que respeita às funções e composição do CC. À luz do que acontece nos fundos de pensões equiparáveis com as melhores práticas, deve reforçar-se o papel de supervisão do Conselho Consultivo. Recomendamos que o Conselho Consultivo reúna numa base mínima trimestral, revendo a política de alocação de activos, apreciando o desempenho do fundo e custos de funcionamento, e pronunciando-se sobre as estratégias e abordagens ao investimento propostas pelo Conselho Directivo. Na sua composição, o Conselho Consultivo deve reforçar o peso dos membros independentes e incorporar para além de personalidades com curriculum académico nas matérias de gestão de carteiras, personalidades seniores com experiência na área de investimentos. De forma a permitir um efectivo acompanhamento da política de gestão dos fundos do IGFCSS deve contemplar-se a possibilidade de realização de consultorias externas quando o CC entender que alguns assuntos estratégicos o justificam, sendo os honorários desses serviços suportados pelo IGFCSS. No que respeita ao controlo a posteriori recomendamos que, para que seja mais efectivo, se formalize um canal de comunicação entre o Fiscal Único e Conselho Consultivo, em particular, assegurando que o Conselho Consultivo tenha acesso ao relatório de fiscalização detalhado.

O IFGFCSS, como entidade de interesse público que é, pela sua relevância pública significativa em razão do tipo de actividades que desenvolve, deve obedecer a especiais requisitos de fiscalização, controlo e transparência, aliás consignados em lei.^{25,26} Entende-se que, no que puder ser aplicável e com as adequadas adaptações, se institua que o IGFCSS se norteie pelos princípios constantes dos Códigos de Bom Governo (como é o caso do Código de Bom Governo proposto pelo Instituto Português de Corporate Governance) sendo o Conselho Consultivo neste âmbito equiparável ao Conselho Geral e de Supervisão no modelo dualista das sociedades.

I.II. 2 Activos elegíveis e Alocação estratégica

A política de investimentos aprovada em 24/07/2003 pelo Conselho Consultivo previa uma composição de 50% de Dívida Pública Portuguesa, 19% de Outra Dívida, 21% em acções cotadas em bolsas de países da OCDE e 10% em Imobiliário.

O desenho da estrutura de uma carteira de investimentos envolve duas etapas. A primeira respeita a decisão sobre quais classes de activos se incluem e quais se excluem da carteira. No caso do FEFSS, a definição dos activos elegíveis dentro do universo de todos de activos existentes decorre directamente das restrições regulamentares. Os activos elegíveis conforme previsto pelo Regulamento de Gestão do FEFSS são:

- valores mobiliários representativos de dívida pública ou privada *investment grade* (com rating superior a BBB- na notação Standard & Poor's), emitidos por entidades sedeadas em países da OCDE;
- acções e outros valores mobiliários similares, como é o caso de unidades de participação em fundos de investimento mobiliário ou futuros sobre índices de acções, negociados em mercados da OCDE;
- imóveis e unidades de participação de fundos de investimento imobiliário e outros veículos de investimento indirecto.

As restrições são as referidas nos artigos 3º e 4º da Portaria nº 1273/2004. A composição do activo está constringida a:

- um mínimo de 50% de títulos de dívida pública portuguesa ou outros garantidos pelo Estado;

²⁵ Vide artigo 2º do Decreto-Lei nº225/2008, de 20 de Novembro.

²⁶ A Resolução do Conselho de Ministros 49/2007 consagra já uma série de boas práticas a instituir nas empresas do sector empresarial do Estado com aproximação às práticas internacionais de *governance*, nomeadamente em áreas como a transparência.

- um máximo de 40% em títulos representativos de dívida privada;
- um máximo de 25% em acções, ou similares;
- um máximo de 10% em unidades de participação de fundos de investimento mistos;
- um máximo de 10% em imóveis;
- um máximo de 5% em participações de longo prazo no capital de sociedades de interesses estratégicos;
- um máximo de 15% de exposição a moeda estrangeira (OCDE).

A aplicação de valores em títulos emitidos por uma mesma entidade ou as operações realizadas com uma mesma contraparte não pode ultrapassar 20% dos respectivos capitais próprios nem 5% do capital do FEFSS. Para além dos limites legalmente impostos, o Conselho Directivo decidiu ainda acrescentar como imposições voluntárias um limite de 2.5% máximo do FEFSS por Instituição Financeira nas aplicações de curto prazo (já em 2008, esse limite-alvo passou para 1%) e máximos de 10% do NAV em aplicações de fundos de investimento e de 5% do investimento individual de um título dentro da classe de activos Acções.

Porém, como já referido em cima, em 2008, entendeu o CD excluir também da carteira activos que operacionalmente não considera “investíveis” (isto é, aqueles que efectivamente não considera ser possível implementar). Na prática, e tendo por justificação competências internas limitadas, estão também excluídos da carteira os activos de rendimento fixo e de rendimento variável quando emitidos por entidades ou negociados em zonas geográficas da OCDE que não a Zona Euro, o Reino Unido, os EUA e o Japão; (novos) activos de rendimento fixo emitidos por entidades privadas para além dos já detidos em carteira; e (novas) participações em fundos de investimento imobiliário.²⁷ O CD considera ainda existirem restrições impostas aos investimentos em fundos ou sociedades que i) detenham investimentos fora da OCDE ou ii) estejam sediados offshore.²⁸

²⁷ Memorando de 03.04.2008 sobre “Prioridades no Sub-processo Gestão de Carteira”. No caso de fundos de investimento imobiliário ou participações em sociedades no longo prazo como discutimos, respectivamente, nas secções III. Reserva Estratégica e IV. Imobiliário, o CD considera existirem restrições em relação a fundos ou sociedades que i) detenham investimentos fora da OCDE ou ii) estejam sediados offshore. No caso de Dívida Privada, as limitações resultam de, por um lado não estarem afectos recursos humanos ao acompanhamento desta subclasse de activos dada a sua expressão limitada na carteira, e por outro, da inexistência de produtos indexados que cubram todo o espectro de activos da OCDE.

²⁸ Esta restrição tem por implicação que o investimento em activos imobiliários fique parcialmente limitado mesmo que os fundos de investimento imobiliário estejam sediados na OCDE.

Para definição da estrutura da carteira, depois de seleccionadas as classes de activos que potencialmente integram a carteira, há que decidir sobre os pesos a atribuir a cada classe de activos na carteira. Como referimos em cima, o estudo quantificado que deu lugar à primeira alocação estratégica formalizada foi realizado pela Lehmann Brothers em 2003. A metodologia adoptada para a definição do *mix* de longo prazo é um exercício de optimização do binómio risco-rentabilidade, tendo como inputs estimativas históricas de parâmetros de rentabilidade e risco (volatilidade e correlações) das diferentes classes de activos. A alocação a definir é condicionada pelos activos que *podem* integrar a carteira (activos elegíveis), e pelas restrições (limites mínimos e máximos) impostas pelo Regulamento de Gestão do FEFSS. A Reserva Estratégica não entrou, desde logo, neste exercício em virtude de se tratar de um investimento sobre o qual o CD não tem capacidade de decisão (ver mais considerações sobre o aparecimento desta classe de activos na Parte I.III Reserva Estratégica do presente relatório).

No estudo de DEPC de 10/10/2008, foi repetido o exercício de optimização com estimativas mais recentes dos inputs mas procedendo também à exclusão da classe de activos Imobiliário e considerando apenas elegíveis activos emitidos por entidades ou negociados nas bolsas dos quatro maiores blocos económicos da OCDE (Zona Euro, Reino Unido, EUA e Japão).

As alterações posteriores das projecções relativas à sustentabilidade da Segurança Social (2007 e 2008), ao alargarem o período de gestão do FEFSS numa perspectiva de acumulação, não tiveram de facto qualquer efeito em termos de recomposição estratégica do *mix* anteriormente definido para a carteira do FEFSS. Tal como no exercício anterior, a carteira foi optimizada fixando a volatilidade em 4%. Tendo em conta as restrições, a máxima rendibilidade que se conseguiria obter seria de 5% a que equivaleria uma estrutura de carteira de 55% de Dívida Governamental do Estado Português, 17% de Dívida ex-Portugal e 28% em Acções. Relativamente à carteira global esta compreenderia assim 2% em Reserva Estratégica, 3% em Imobiliário, 69% de Dívida e 26% em Acções.

Como fica patente do exercício de optimização mais recente, e em resultado de uma maior volatilidade dos mercados, a alocação estratégica actual não permitirá para um nível de risco de 4%, atingir rendibilidades acima do custo da dívida pública, para o que será necessário aumentar o limite máximo para a classe de activos Acções.

Em suma, consideramos que a metodologia adoptada para definição dos pesos de cada classe de activos está bem fundamentada e que a alocação estratégica que resulta da sua aplicação é consistente com o pretendido, pois tem por base os objectivos de longo prazo

definidos com a Tutela. O CD faz periodicamente o acompanhamento da adequação, aos objectivos, das alocações efectivas da carteira do FEFSS, tendo por base o trabalho desenvolvido por DEPC, que incorpora alterações no comportamento nos inputs de base dos modelos de optimização, alterações dos objectivos de risco-retorno e/ou das restrições regulamentares ou auto-impostas, e realiza ainda *stress tests* (testes, que avaliam do comportamento da carteira, em termos de risco e retorno - e como tal também da capacidade de garantir a preservação de capital – em situações extremas dos mercados).²⁹ Verificámos que há competências internas (DEPC) para levar a cabo estas tarefas sem necessidade de recorrer a consultores externos. Devemos assim realçar o elevado desenvolvimento interno dos recursos humanos responsáveis pelos procedimentos internos de gestão de carteiras, no que respeita ao domínio das metodologias e técnicas de alocação estratégica o que acontece igualmente nas áreas de avaliação e atribuição de performance, e controlo de risco da carteira.

Como se referiu, há porém constrangimentos que decorrem dos limites impostos pelo Regulamento. Para além do limite máximo em acções, que surge como restrição activa, poderão existir outros impedimentos na implementação da alocação estratégica-alvo. Em particular, a alteração da estratégia de implementação da política de investimento privilegiando novos instrumentos (ETFs), que surge por se pretender reduzir o risco de contraparte (consubstanciado na exposição máxima a cada instituição financeira de 1%), que resultava do investimento por via de produtos estruturados (risco de contraparte dos emitentes dos certificados) e contratos de futuros (ao obrigarem, neste último caso, à constituição de aplicações financeiras avultadas em intermediários financeiros, de forma a respeitar a proibição de alavancagem com futuros), poderá estar condicionada pelo limite de 5% auto-imposto ao investimento individual de um título dentro da sua classe de activos. De facto, a disponibilidade ainda reduzida da oferta de ETFs no mercado poderá não ser compatível com aquela restrição que tem subjacente o princípio de diversificação dos investimentos.³⁰ No capítulo II, apresentámos a evolução desta subclasse de activos dentro

²⁹ Essas competências estão expressas no memorando já referido de 10/10/2008 e ficaram evidentes na reunião da equipa de auditoria do Tribunal de Contas com DEPC de 13/3/2009. Refira-se, por exemplo, a utilização de técnicas de simulação para testar o espectro de resultados possíveis dos retornos da carteira

³⁰ Vide Memorando “Prioridade no Sub-processo Gestão de Carteira” aprovado em CD de 3/4/2008 e relatório do IGFCSS de 2008: “No início do ano foram tomadas diversas medidas com vista à diversificação deste risco - de contraparte - , designadamente, a limitação do montante de exposição a cada Banco de 1% do Fundo e consequente aumento do número de Bancos, utilização de bilhetes do tesouro, redução da utilização de contratos de futuros, preferência por fundos passivos e *exchange traded funds* em detrimento de produtos estruturados indexados”. Para além da questão do limite de contraparte que se põe em termos de produtos

da carteira de rendimento variável, que apesar de só integrar a carteira a partir de 2008, tem registado um peso crescente, em particular no que respeita a investimentos nos EUA e no Japão.³¹

I.II. 3 Filosofia de gestão

Gestão activa / gestão passiva

No regulamento do FEFSS não é feita qualquer referência à natureza da gestão da carteira. A definição da filosofia da gestão de investimento cabe assim ao CD.

A filosofia de gestão de carteiras de FEFSS é de gestão indexada a um índice de referência de alocação compósita correspondente à alocação estratégica do fundo.³² O modelo de gestão implementado é de gestão passiva, de *buy and hold*, que permite uma exposição diversificada aos mercados elegíveis com reduzidos custos de gestão. A alocação da carteira faz-se com um horizonte de longo prazo, pelo que as compras e vendas realizadas decorrem sobretudo do andamento relativo dos mercados e dos investimentos das dotações recebidas. Neste contexto, as decisões de *market timing* (alocação táctica dos pesos das diferentes classes e subclasses de activos para aproveitar flutuações de curto prazo) e *security selection* (selecção de valores mobiliários individuais) são pouco expressivas no total da carteira.

A filosofia adoptada globalmente pelo FEFSS é também a adoptada por classe de activos. A gestão da carteira de rendimento fixo é realizada por indexação a um *benchmark* de dívida global e a gestão da carteira de rendimento variável é realizada por indexação a um *benchmark* do mercado accionista que resulta de um compósito de índices bolsistas das três principais economias: Europa, EUA e Japão.

Nesse sentido a performance de cada classe de activos individualmente, é medida contra um *benchmark* específico. O *benchmark* global do FEFSS é a média ponderada (de acordo com a alocação estratégica) das rendibilidades obtidas pelos *benchmarks* de cada classe de

estruturados e das aplicações de liquidez para atingir nomenclatura de futuros, coloca-se ainda a questão da gestão de risco cambial (*forwards* cambiais) que resulta de existirem apenas duas contrapartes autorizadas (vide Memorando de Prioridades no Sub-processo Gestão de Carteira de 3/4/2008).

³¹ Na secção seguinte, discutimos esta opção de alocação da carteira por instrumento financeiro com mais detalhe.

³² Vide Documento de Política de investimentos, Junho de 2005.

activos. No capítulo IV (IV.II.3 Apreciação de Desempenho) discutimos detalhadamente a construção dos *benchmarks* adoptados pelo FEFSS.

Refira-se porém que, a partir de Junho de 2005, se aprovou a gestão táctica de curto prazo (documento de Política de Investimento, 2005) atribuindo discricionariedade na tomada de decisão à Direcção de Investimentos e no âmbito do CI (por exemplo, alocação relativa por classes de activos ou exposição cambial). Em baixo, descrevemos como se materializa esta gestão e como são controladas as decisões tomadas.

Para além da discricionariedade conferida a DI e da exercida pelo CI, o Conselho Directivo parece apostar em estabelecer estratégias de investimento mais activas para os próximos anos. O mandato de subcontratação externa para *small/medium caps* (acções de pequena e média capitalização) da OCDE e dívida privada é exemplo disso.³³ A subcontratação só fará sentido caso se pretenda uma gestão activa dessas componentes da carteira, pois se o objectivo fosse a indexação, não se justificaria suportar comissões de gestão para estabelecer uma carteira que visasse unicamente fazer a réplica de um índice diversificado nos segmentos em que o FEFSS pretende obter exposição.

Como é referido no Relatório de Actividades do IGFCS de 2008 e no Plano de Actividades para 2009, um dos objectivos desta subcontratação é assim ultrapassar o *benchmark* aumentando o *information ratio* (rácio entre *excess return* e *tracking error* diferencial e que mede a qualidade da gestão não indexada).

Em suma concluímos que no período de análise, 2006 a 2008, o modelo de gestão interna dominante do FEFSS foi de gestão indexada.

Os estudos académicos que se debruçam sobre o debate gestão activa/gestão passiva não são conclusivos sobre a supremacia de um modelo de gestão face ao outro.³⁴ Sabe-se que:

- em média, as rentabilidades dos fundos de investimento com gestão activa, em termos líquidos, depois de comissões de gestão e despesas, não ultrapassam os índices de referência ajustados a esses fundos;

³³ Ver, por exemplo, apresentação *powerpoint* apresentada ao CC em 25/7/2007 (anexa à acta do CC) em que se refere que “o aumento de vida do FEFSS aconselha diversificação para outros activos menos líquidos, tais como imobiliário, infra-estruturas, acções não cotadas”. Mais à frente, na mesma apresentação, refere-se que um dos objectivos da subcontratação externa é “complementar a gestão interna com competências que o IGFCS não dispõe, nomeadamente na gestão de novas classes de activos” que permitam “aumentar a diversificação do fundo” e que se pretende nesta componente um modelo de “gestão não indexada”.

³⁴ Ver, por exemplo, Bodie, Kane e Marcus (2009), *Investments*.

- os fundos que levam a cabo gestão activa têm, por definição, carteiras menos diversificadas e registam volatilidades mais elevadas dos retornos;
- existem fundos vencedores mas a evidência sobre previsibilidade dos vencedores não é consensual, e não parece haver consistência no desempenho dos fundos ao longo do tempo;
- há inúmeras estratégias de investimento (identificadas *a posteriori*) gerando retornos ajustados pelo risco positivos.

Refira-se finalmente o elevado crescimento dos montantes geridos sob gestão passiva que ultrapassaram os sob gestão activa ainda no final da década de 90.

Com este enquadramento, consideramos a filosofia de gestão indexada adequada aos objectivos de longo e médio prazo de risco e preservação real de capital do FEFSS. Consideramos ser importante alargar o conjunto de oportunidades de investimento do FEFSS para outros activos e mercados, aumentando a diversificação e, em resultado, diminuindo potencialmente o risco. Porém, julgamos que a opção do fundo deve incidir, sempre que haja disponibilidade, sobre produtos indexados, por natureza diversificados por todas as empresas que integram o índice de mercado, e facilmente transaccionáveis. Para algumas classes de activos, como é o caso de Imobiliário e Private Equity, em que se revele indisponibilidade de instrumentos desta natureza, deverá considerar-se outras formas de investimento, que poderão passar por investimento indirecto em fundos mais especializados ou por mandato de gestão externa ao IGFCSS.

Em qualquer das alternativas, será necessário dotar o IGFCSS de recursos humanos que assegurem uma criteriosa selecção dos veículos a investir e permitam uma efectiva monitorização posterior dos investimentos realizados. O IGFCSS tem optado pelo recurso a consultores externos que fornecem, pontualmente e geralmente numa fase inicial do investimento, assessoria técnica, legal e fiscal sobre os mercados e veículos de investimento a usar.³⁵ Considerámos que o recurso a consultores externos é útil mas o procedimento de contratação destes consultores afigura-se-nos moroso, ainda que estas adjudicações se realizem por negociação directa. Julgamos assim que a opção de desenvolvimento interno de competências, por formação dos recursos já existentes ou novas contratações, não deve ser desconsiderada, permitindo libertar os quadros do

³⁵ Foi o caso do estudo da DTZ de 2004 para o Imobiliário ("Estudo Sobre a Caracterização do Mercado Imobiliário da União Europeia" de Março de 2004) e mais recentemente da Mercer que assessorou o IGFCSS na definição dos critérios de pré-selecção de candidatos nas áreas técnicas de custódia (actas do CD de 2/8/2007 e 9/1/2008) e de gestores externos (acta do CD de 20/6/2007).

IGCFSS mais qualificados para a realização de estudos mais complexos. Saliente-se, a propósito, a qualidade dos estudos realizados por DI e por DEPC, respectivamente sobre Instrumentos Financeiros e Custódia & Operações.

Será também de considerar o estabelecimento de relações contratuais com parceiros externos mais permanentes que agilizem os processos de análise e decisão. Os estudos realizados ao longo do período de auditoria no âmbito da custódia, por exemplo, salientam que, pelo menos alguns destes serviços (“serviços de conteúdo não económico”), poderão ser prestados pelo custodiante e serem integrados no preçário global de custódia.³⁶

Investimento directo / Fundos de investimento

Teoricamente a dimensão do FEFSS justificaria, por razões de natureza económica de redução de custos de gestão, que grande parte dos investimentos fosse concretizada de forma directa. Na prática, a disponibilidade de instrumentos financeiros e restrições operacionais têm determinado o padrão de investimento ao longo dos últimos anos. O FEFSS realiza investimentos directos e investimentos indirectos (via fundos, produtos estruturados ou outros veículos de investimento). O investimento pode fazer-se também, em algumas classes de activos, por produtos *cash* (a contado) ou a prazo (futuros). No capítulo II, é apresentada a estrutura de carteira entre 2005 e 2008, em que está reflectida a alteração na abordagem ao investimento que ocorreu para as diferentes classes de activos. Até 2005, o investimento directo em activos de rendimento fixo era a norma.³⁷ Já, para as acções, o investimento directo realizava-se tradicionalmente apenas em acções de empresas europeias, sendo o investimento nas restantes regiões, EUA e Japão veiculado por produtos indexados, fundos e futuros.

Em 2008 a gestão do risco de falência das contrapartes ganhou grande relevância. As medidas tomadas com vista à diversificação deste risco, em particular a limitação do montante de exposição a cada banco a 1% do FEFSS e a utilização de bilhetes do tesouro para cumprir os valores nocionais de futuros, exigiram a redução da utilização de contratos de futuros e a preferência por fundos passivos e *exchange traded funds* em detrimento de

³⁶ Ver, por exemplo, actas de 12/4/2006 e 29/11/2006 do CD e o documento anexo a esta última de DEPC sobre Custódia & Operações.

³⁷ Refira-se, a título excepcional a utilização de futuros e fundos para cobertura do mercado de obrigações governamentais japonesas, resultado de constrangimentos operacionais na execução de investimentos directos (liquidação de títulos) nesse mercado (vide Memorando sobre “Reestruturação da carteira de acções no âmbito do estudo de alocação por instrumento financeiro”, anexo à acta da reunião de CD de 19.09.2008).

produtos estruturados indexados.³⁸ Em Abril de 2008, o CD decidiu vender, resgatar ou renovar os produtos estruturados em carteira (carteira de rendimento variável). O CD decidiu restringir, a partir desta data, a exposição estrutural a produtos *cash* e limitar a utilização de futuros apenas para decisões de posicionamento tático.³⁹

Estas decisões de reestruturação da carteira, optando por instrumentos passivos com baixo nível de *tracking error*, foram confirmadas em reunião posterior do CD, a 19 de Setembro de 2008, em que é aprovado o documento de DI que sistematiza um estudo prévio realizado sobre “Alocação da carteira Beta por instrumento financeiros”.⁴⁰ As maiores alterações estão concentradas na carteira de acções e consubstanciam-se na substituição dos produtos financeiros acima referida. Em termos de alocação “objectivo” para a carteira Beta⁴¹ de acções, pretende-se que cerca de 57% dessa carteira esteja alocado em ETFs e fundos passivos contra cerca de 12% em Setembro de 2008. Os restantes 43% ficariam repartidos entre títulos (27%) e futuros (16%).

Os veículos de investimento indirecto de gestão indexada (*trackers*) permitem replicar os mercados financeiros de acções e obrigações permitindo uma adequada diversificação da carteira com baixos custos que decorrem da ausência de custos de *research* e de reduzidos custos de transacção decorrentes de uma estratégia *buy and hold*. Os ETFs apresentam como vantagem adicional relativamente aos restantes fundos passivos, poderem ser transaccionados facilmente, em bolsa ou em plataformas de negociação alternativa. As transacções de ETFs estão, porém, sujeitas a comissões de corretagem como se de acções se tratassem.⁴²

Neste sentido, julgamos correcta a reestruturação de carteira iniciada no 2º semestre de 2008. Os novos instrumentos de investimento colectivo com carácter passivo proporcionam uma diversificação adequada dos investimentos com reduzidos custos (comissões e despesas). Recomendamos assim a utilização de veículos de investimento passivo, em detrimento de produtos financeiros baseados na alavancagem. A alternativa de investimento

³⁸ Relatório de Actividades do IGFCSS de 2008.

³⁹ Vide acta do CD de 17/4/2008 e Memorando de “Prioridades no Sub-Processo de Gestão de Carteira”.

⁴⁰ Respectivamente, Memorando sobre “Reestruturação da carteira de acções no âmbito do estudo de alocação por instrumento financeiro”, de 19/9/2008 e Memorando sobre “Estudo Instrumentos Financeiros” de 11/9/2008.

⁴¹ Entende-se por carteira *Beta*, a carteira indexada ao *benchmark* ou *core* do FEFSS. Por contraposição, as carteiras *Alfa* e *Global Restricted* correspondem às apostas activas, respectivamente, sobre títulos individuais, sectores e estilos, e alterações táticas em termos de exposição relativa de classes de activos ou zonas geográficas.

⁴² Vide Memorando sobre “Estudo Instrumentos Financeiros” de 11/9/2008 de DI.

directo em títulos com grande liquidez é de considerar, caso se demonstre serem eficientes. No caso específico dos ETFs, para evitar risco de contraparte, o IGFCSS deve preferir os ETFs que são réplicas originais (i.e., ETFs em que a sociedade gestora detém efectivamente os activos que integram o índice replicado) em vez de ETFs sintéticos (i.e. ETFs que se socorrem de instrumentos como os SWAPS para gerar um padrão de rendibilidade similar ao índice que copiam). Verificámos que os fundos detidos pelo FEFSS são harmonizados no âmbito da UCITS III, que obriga a que a réplica sintética esteja limitada a 10% dos activos de um fundo.

Julgamos que a opção de privilegiar os instrumentos passivos para a carteira *Beta* é correcta e deverá ser privilegiada sempre que haja disponibilidade destes instrumentos financeiros com *benchmark* apropriado no mercado. No que respeita à carteira *Alfa*, as opções em termos de instrumento financeiro (directo, indirecto, a contado ou a prazo) devem ser justificadas com base na avaliação da eficácia e eficiência do mesmo.⁴³

Finalmente a opção de substituir fundos ou ETFs europeus (americanos) sobre Acções dos EUA (Europa) por fundos ou ETFs americanos (europeus) também decidida a 19/9/2008, poderá fazer sentido se confirmada uma maior eficiência fiscal do investimento.

I.II. 4 Gestão delegada

Seleção de fundos de investimento mobiliário e de produtos estruturados

A selecção de fundos de investimento e produtos estruturados é da responsabilidade de DI e decorre da análise desenvolvida, caso a caso, obedecendo a requisitos mínimos de liquidez, dimensão e custo, relativa a fundos ou produtos passíveis de serem utilizados pelo FEFSS para cobertura dos mercados geográficos de acções e obrigações em que o FEFSS está activo. Apesar de existir uma lista aprovada de entidades comercializadoras de fundos, não existe uma lista semelhante para gestoras de fundos.

As actas do CD não incluem fundamentação para os investimentos feitos no período de auditoria em fundos de investimento e produtos estruturados (ver capítulo II). Concluimos

⁴³ Em particular, devemos salientar que as decisões não devem decorrer de quaisquer constrangimentos associados a limitações de execução orçamental (orçamento de compras e vendas de activos financeiros) ao nível dos custos de transacção e ao nível do *turnover* da carteira do FEFSS como parece ter acontecido em 2008. Vide Memorando sobre “Reestruturação da carteira de acções no âmbito do estudo de alocação por instrumento financeiro” de 19/9/2008.

que a tomada de decisão para estes produtos é similar à realizada para os restantes títulos (de investimento directo) e a sua selecção é feita no âmbito das competências de DI dentro dos graus de autonomia que lhe são atribuídos.

Refira-se, porém, que em 2008, no decorrer da decisão do CD de 3/4/2008 de reestruturar a carteira privilegiando produtos passivos, DI desenvolveu um estudo (Memorando sobre “Estudo Instrumentos Financeiros” de 11/9/2008 de DI) que faz uma análise exaustiva dos instrumentos disponíveis para gestão das componentes acções e obrigações da carteira do FEFSS, considerando critérios como Tipo de Instrumento Financeiro, *Benchmark* de Referência, Montante de Activos sob Gestão, *Tracking Error*, Custos Totais Anuais (*Total Expense Ratio*), Liquidez, Mercado de Negociação, Dividendos e Fiscalidade.

Em termos de controlo posterior de investimentos, DEPC solicita à entidade comercializadora do fundo ou do produto estruturado, a documentação oficial dos veículos de investimento, designadamente o prospecto e os relatórios anuais. A informação que nos foi facultada sugere, porém, que a documentação não está completa.

Recomendamos que o “Estudo Instrumentos Financeiros” seja actualizado periodicamente e que se estabeleçam procedimentos eficazes de obtenção dos relatórios periódicos dos fundos.

No que respeita à certificação dos títulos em carteira, o controlo é realizado junto do banco custodiante apenas em termos de unidades de participação, não havendo controlo sobre os activos que compõem o fundo. Os dois custodiantes do FEFSS (BES e BSN) são meros depositários das unidades de participação e não prestam serviços de *master custody*. Não realizam assim auditorias de *due dilligence* junto das entidades gestoras dos fundos, não assegurando por isso a salvaguarda ou a segregação dos títulos desses fundos.⁴⁴

Em linha com o definido pelo CD, entendemos que se deve dar prioridade ao *upgrade* do serviço de custódia alargando a lista de custodiantes e alterando a natureza do contrato de custódia.⁴⁵

Mandatos externos

Um dos objectivos constantes da Carta de Missão assinada pelo CD do IGFSS era a subcontratação de parte da carteira a gestores externos. O CD aprovou em 2007 um modelo

⁴⁴ Reunião de DEPC com equipa de auditoria do Tribunal de Contas de 13 de Março de 2008.

⁴⁵ Vide documento de DEPC de Custódia e Operações de Outubro de 2006 anexo à acta do CD de 29/11/2006 (ou versão mais recente anexo à acta de CD de 9/1/2008).

de governação do FEFSS considerando a conjugação da gestão interna com dois tipos de gestão externa:

- competitiva, que funcionaria como *benchmark* para a desenvolvida internamente. Os gestores teriam de gerir uma parte da carteira com os mesmos objectivos (réplica do *benchmark*) e limitações a que o FEFSS está sujeito. O objectivo era ultrapassar a performance obtida pelo IGFCSS;

- complementar, que permitiria ganhar exposição em segmentos de mercado que o IGFCSS não cobria por falta de competências internas.⁴⁶ Pretendia-se conceder mandatos complementares (não concorrentes) a gestores especializados para gerir as partes da carteira correspondentes a *small/mid caps*, dívida *corporate* e imobiliário alargando as possibilidades de investimento a países da OCDE com menor capitalização.

Após aprovação da decisão pelo CC a 25/7/2008, prosseguiu-se o estudo da atribuição de mandatos competitivos, recorrendo-se o IGFCSS de trabalhos de assessoria jurídica e técnica, com vista ao lançamento de um concurso público internacional. O processo viria a ser abandonado por se afigurar, do levantamento realizado junto das entidades financeiras especializadas, que os custos de gestão seriam muito superiores aos praticados pelo IGFCSS, não tendo também sido possível obter garantias de preservação do capital em simultâneo com o objectivo de rentabilidade acima do custo médio anual da dívida pública portuguesa.⁴⁷

No que respeita aos mandatos complementares, privilegiou-se a gestão das partes da carteira correspondentes a *small/medium caps* e dívida *corporate* mas o IGFCSS está ainda a estudar se irá investir via fundos de investimento especializados ou por atribuição de mandatos complementares.⁴⁸ A principal vantagem do mandato externo é permitir retirar o mandato, sem necessidade de desinvestimento dos activos, caso o IGFCSS esteja insatisfeito com a gestão. A alternativa de investimento via fundos especializados é, contudo, mais flexível por não serem exigidas as normais formalidades de um concurso público internacional.

A literatura académica sobre gestão de carteiras não corrobora a opção de mandatos concorrentes (*split funding*) salientando que a utilização de um *benchmark* de referência é preferível à gestão bi ou tripartida da carteira. A evidência dos estudos empíricos realizados

⁴⁶ Vide acta de 20/6/2007 do CD.

⁴⁷ Ver Relatório de Actividades do IGFCSS, 2008.

⁴⁸ Ver Relatório de Actividades do IGFCSS, 2008; Relatório de Actividades do FEFSS, 2008 ou Plano de Actividades do IGFCSS, 2009 (anexo à acta de 11/12/2008 do CD).

reconhece, porém, valor acrescentado na utilização de gestores externos para gestão de partes da carteira, em classes de activos ou mercados que exigem um grau elevado de especialização.⁴⁹

Neste contexto, avaliamos positivamente o abandono (temporário) da atribuição de mandatos externos. Consideramos que só faz sentido recorrer à subcontratação no caso de mandatos complementares e desaconselhamos a atribuição de vários mandatos (ou implementação em simultâneo do investimento com fundos e mandatos) dentro da mesma classe de activos.

Refira-se ainda que o processo prévio de definição dos critérios e avaliação das soluções alternativas e dos gestores a seleccionar é complexo pelo que se justifica o estudo comparativo rigoroso das alternativas de implementação de investimentos iniciado em 2008 e ainda em curso.⁵⁰

I.II. 5 Alocação tática

Discricionariedade de DI e DEPC

Como referimos em cima, o CD aprovou a gestão tática de curto prazo em Junho de 2005 (documento de Política de Investimento, 2005). O objectivo da gestão discricionária é obter rentabilidades superiores às do *benchmark*. O indicador de eficiência da gestão tática é o *information ratio* (rácio entre *excess return* e *tracking error*).

O CD atribui discricionariedade na tomada de decisão, no caso dos activos de rendimento fixo, admitindo desvios de alocação geográfica, *duration* e níveis de rating dos emitentes, e no caso de activos de rendimento variável, contemplando desvios de alocação geográfica, sectorial e selecção de títulos. É admitida também discricionariedade na política de cobertura cambial.

Com vista a controlar o risco que decorre da autonomia atribuída, a amplitude de desvio admitidos é fixada no início do ano, correspondendo a um *excess return* a 12 meses

⁴⁹ Ver, por exemplo, Bodie, Kane e Marcus (2009), *Investments*.

⁵⁰ A literatura académica alerta para as dificuldades de identificar um bom gestor, em virtude de, na maioria dos casos, existir um *track record* de poucos anos que não permite rejeitar a hipótese de que o gestor não tem competências superiores.

negativo máximo a ocorrer para 95% de confiança estatística.⁵¹ O *excess return* negativo máximo corresponde em termos técnicos ao VaR (*Value-at-Risk*) relativo, isto é, VaR do *excess return*.⁵² O IGFCSS estabelece também a amplitude máxima dos desvios máximos admitidos com o *tracking error* do *excess return* (desvio padrão dos retornos diferenciais em relação ao *benchmark*), que está implícito no limite VaR fixado. O VaR do *excess return* projectado entre 2005 e 2007 era de 80 pontos base negativos, passando para 250 pontos base negativos em 2008.⁵³ A metodologia de estabelecimento e revisão do nível de risco máximo autorizado (VaR do *excess return*) é robusta e os pressupostos subjacentes razoáveis.

As decisões de gestão táctica compreendem para além das decisões de curto prazo, essencialmente definidas pela Direcção de Investimentos, outras decisões tomadas no âmbito do CI (por exemplo, alocação relativa por classes de activos ou exposição cambial).⁵⁴ A natureza dos ajustamentos a implementar é objecto de discussão, caso a caso, em Comité de Investimento.

Nos documentos de Atribuição de Graus de Discricionariedade na Gestão Táctica da Carteira é feita ainda referência aos objectivos/metasp anuais (valor *target* e valor de superação) para DI em termos de *excess return* (i.e., retorno diferencial face a benchmark).

Apesar da expressão reduzida da gestão táctica relativamente à actividade *core* do fundo, de gestão indexada, julgamos que o estabelecimento formalizado de metas anuais e limites à discricionariedade dá, por um lado, flexibilidade à actuação de DI, e promove, por outro, a responsabilização das decisões tomadas.⁵⁵

⁵¹ Ver documentos Mandato de Gestão à Direcção de investimentos do IGFCSS para a carteira do FEFSS (2005) e Atribuição de Graus de Discricionariedade na Gestão Táctica da Carteira (2006, 2007, 2008).

⁵² Por exemplo, em 2005, o CD fixou este patamar a 12 meses em 80 pontos base negativos (1%=100 pontos base). Em termos estimados, o CD admitia assim que os desvios autorizados à Direcção de Investimentos poderiam ter como pior resultado (em 95% das ocorrências mais favoráveis), uma rentabilidade inferior ao *benchmark* (excluindo componente de Reserva Estratégica) em 0.8%.

⁵³ Esta maior amplitude admitida em 2008 terá decorrido da alteração temporária do *benchmark* de referência para cálculo do *excess return* (50% Obrigações OCDE e 50% Acções OCDE). O documento de Atribuição de Graus de Discricionariedade na Gestão Táctica do FEFSS aprovado em CD de 9/1/2008, mostra que na carteira do FEFSS essa amplitude ficava diluída e representava cerca de 106 pontos base negativos.

⁵⁴ Vide Regulamento do Comité de Investimento do IGFCSS.

⁵⁵ Refira-se que o índice de execução das metas fixadas em termos de *excess return* para DI é tido em conta no Quadro de Avaliação e Responsabilização (QUAR), para além dos objectivos operacionais globais em termos de *excess return* e *tracking error*.

A informação produzida periodicamente nos mapas de DEPC, relativa a atribuição de performance, globalmente e por classe de activos, em termos da desagregação do *excess return* nas componentes de alocação/selecção e por efeito geográfico/cambial e outros deveria ser vertida nos Relatórios e Contas do FEFSS evidenciando as componentes do *excess return* anual.

Actividade corrente de gestão da carteira: tomada de decisão, implementação e controlo

A actividade corrente de gestão da carteira, em que se inclui a tomada de decisões de gestão táctica, está centrada no Comité de Investimento, que se realiza semanalmente. As tomadas de decisões ocorrem à 1ª e 3ª semana de cada mês, quando se definem os desvios à composição estratégica da carteira, dentro de limites pré-definidos em conformidade com o *tracking error* (volatilidade do *excess return*) fixado.

Para a tomada de decisão, desenvolvem-se dois tipos de opinião sobre a evolução que as direcções perspectivam para os diferentes mercados: uma opinião sobre conjuntura económica e tendência dos mercados a 6 meses, preparada por DEPC, e uma opinião de mais curto prazo, sobre a evolução destes no curto prazo, preparada por DI. Destas opiniões resultam propostas apresentadas em CI sobre desvios de alocação geográfica, sectorial e selecção de títulos e fundos.

Cabe ao DEPC apresentar propostas de alocação estratégica entre activos e alocação geográfica tendo por base a análise que desenvolve - e que está por trás da “visão estratégica” para um horizonte de 6 a 12 meses - e a evolução da conjuntura macroeconómica e da performance histórica dos mercados. Estas propostas são apresentadas (mensalmente/quinzenalmente) em CI. As alterações propostas respeitam o previsto em termos de limites do regulamento e política de investimento.

As decisões de investimento aprovadas são depois implementadas por DI, que faz uso dos graus de discricionariedade que lhe foram atribuídos, em termos de desvios, selecção de instrumentos financeiros adequados e do *timing* adequado para a implementação das propostas autorizadas. As ordens de investimento obedecem ao estipulado nas instruções adoptadas pelas áreas de Taxa de Juro, Acções (e Imobiliário) da Direcção de Investimentos.

As ordens de investimento só podem ser efectuadas por via dos intermediários financeiros e dos canais de negociação autorizados. DI propõe uma lista de contrapartes (intermediários financeiros para operações de mercado secundário e entidades comercializadoras de

fundos) que é aprovada pelo CD.⁵⁶ A decisão baseia-se em critérios definidos *ex-ante* (tipo de serviço/*rating/research*) e *ex-post* (preço, comissões de corretagem, qualidade de execução e liquidação).

Cabe a DI enviar a DEPC toda a informação necessária à feitura dos mapas de medição de performance que servem de base ao controlo da implementação da tática de investimento e de cumprimento da exposição de activos a moeda não euro e dos limites legais ou decididos pelo CD. Através dos mapas de medição de performance elaborados pela DEPC (ver em baixo) procede-se ao controlo da implementação da tática de investimento: os desvios entre o realizado e aprovado constam dos mapas das reuniões seguintes do CI.

Para cumprir os procedimentos em termos de controlo da política de investimentos, valor e risco do fundo e limites legais/regulamento de gestão, DEPC elabora um conjunto de mapas de apoio à reunião semanal do CI. Estes mapas contêm a seguinte informação relativa à carteira do FEFSS:⁵⁷

- dados principais da carteira em termos de valorização, rentabilidade e risco, controlo de objectivos e limites, dotações do IGFSS e projecções de rentabilidade;
- desagregação da carteira por tipo de activo e por moeda;
- detalhe da análise de rentabilidade e indicadores de risco;
- atribuição de rentabilidade;
- controlo de contributo para a rentabilidade de propostas da DI e decisões do CI;
- VaR;
- controlo de decisões do CI e DI; e
- resumo dos movimentos da última semana.

Procedemos à verificação dos procedimentos acima descritos para um conjunto de reuniões do CI seleccionadas. Concluimos que estão cumpridos os procedimentos estabelecidos e que a informação produzida tem uma periodicidade adequada, é muito detalhada e permite um controlo rigoroso da rentabilidade e risco e cumprimento de limites regulamentares do FEFSS, reflectindo uma gestão prudente e avisada.

⁵⁶ Este procedimento foi confirmado pela análise das actas das reuniões do CD. Já a lista dos canais de negociação autorizados não constava das actas analisadas.

⁵⁷ DEPC prepara ainda mapas de performance mensais com informação similar.

Parte I.III – Reserva Estratégica

I.III. 1 Objectivos e metodologia de análise

Inventariámos e caracterizámos os procedimentos adoptados em termos de decisões de investimento com vista a identificar os pontos fortes e as fraquezas dos métodos adoptados. Em particular, apresentámos as restrições impostas aos investimentos, aos instrumentos e às operações, o peso desta classe de activos na alocação estratégica e a filosofia de gestão. Estudámos os órgãos responsáveis pela política de investimentos e a articulação entre eles, em particular a existência de directrizes por parte da tutela e a participação do Conselho Consultivo. Analisámos a documentação sobre procedimentos (em particular, o funcionamento do Comité de Investimento (CI)) e sobre decisões estratégicas de investimento (actas do CD e memorandos apresentados por DI); e efectuámos 3 reuniões com a presença do Presidente e/ou do Vice-Presidente do Conselho Directivo (20 de Janeiro, 4 de Maio e 5 de Junho) e uma reunião com o Presidente do Conselho Consultivo (CC) (25 de Março).

Fizemos o estudo das análises subjacentes à selecção/accompanhamento de investimentos dos activos que compõem a “Reserva Estratégica”, identificámos os responsáveis pela implementação da estratégia de investimento, e levantámos a informação de apoio usada por DI na base da elaboração das propostas de investimentos e os procedimentos e mapas de controlo de risco ou outros mecanismos de controlo da gestão delegada. Estudámos as actas do Conselho Directivo e informação anexa (propostas do Vice-Presidente do IGFCSS/DI e outra informação suporte), relatórios e contas do FEFSS (com especial ênfase entre 2006 e 2008) e das empresas participadas, e prospectos e relatórios de fundos de investimento integrados (integráveis) nesta classe de activos.

No âmbito da caracterização dos investimentos efectuados e sua exposição ao risco, analisámos os investimentos realizados com especial destaque para o investimento na Finpro, apresentámos as características dos investimentos do FEFSS no período em análise, avaliamos a adequação dos investimentos realizados à política e estratégias de investimentos definidas, caracterizámos o risco dos investimentos realizados e verificámos a *compliance* com restrições legais e os critérios para tomada de mais valias; apurámos as mais e menos valias realizadas/potenciais nos desinvestimentos. Calculámos as TIR dos investimentos e apreciamos (em termos qualitativos) o desempenho do binómio

rendibilidade-risco usando informação nos mapas/actas sobre fluxos de entrada e fluxos de saída.

Finalmente, apreciamos os critérios de valorimetria adoptados e a *disclosure* (2006-2008) no âmbito do POCISSSS ou, quando aplicável, os critérios valorimétricos e as técnicas e os instrumentos de cobertura de risco que resultam da aplicação das normas contabilísticas internacionalmente aceites. No caso da Finpro, por se tratar de uma participação numa empresa não cotada, analisámos a informação constante dos relatórios.

I.III. 2 Enquadramento histórico

O FEFSS foi criado em 1989 com dotação de 216 milhões de euros. Entre 1997 e 2003, ocorreram as transferências de maior valor com origem nos excedentes do sistema geral da Segurança Social.

A Lei do OE/2001 (Lei nº30-C/2000) previu a transferência de parte da carteira de títulos do Estado (Direcção Geral do Tesouro) para o FEFSS num total de 43,4 milhões de contos. A operação só veio a concretizar-se em 30 de Dezembro de 2002, pela transferência de 21.267.542 acções privatizadas e cotadas da Portugal Telecom (PT) com um valor de mercado à data de 27 milhões de contos (135 milhões de euros, 2.87% do FEFSS, cerca de 1.7% do capital da empresa), mas registadas pelo valor prefixado pelo despacho governamental (43,4 milhões de contos ou 216 milhões de euros). A determinação exterior da transferência de um certo lote de acções, inalienável e por preço predeterminado, surge como uma violação às regras gerais de gestão do FEFSS então em vigor, que atribuíam ao Conselho Directivo (CD) o poder de decisão sobre a política de investimentos (art.5º da Portaria nº. 375/2000). Em resultado desta inconsistência, o Estado foi compelido a alterar o regulamento de gestão do FEFSS (Portaria nº 1557-B/2002 de 26 de Dezembro, entretanto substituída pela Portaria nº. 1273/2004 de 7 de Outubro), criando uma classe de activos especiais (a “reserva estratégica”) com uma política de investimento própria.

Na sua redacção actual, o diploma prevê que a carteira do FEFSS inclua activos com origem em Estados membros da UE ou da OCDE e participações de longo prazo no capital de sociedades representando i) interesses estratégicos do Estado (reserva estratégica *tout court* – n.º 2 do art.º 4.º) e ii) uma vertente complementar de investimento que possa propiciar rendibilidades superiores. Esta classe de activos tem como limite máximo 5% do activo do FEFSS (n.º 3 do art.º 4.º do regulamento). O artigo 6.º do mesmo diploma define

regras diferenciadas de política de investimentos para esta tranche face ao resto da carteira, indicando que a alienação de posições deverá permitir a realização de mais valias (alínea a) do art. 6º), e que, cumulativamente, no caso participações accionistas representando interesses estratégicos, deverão ser salvaguardados os interesses superiores do Estado e privilegiado o princípio da coordenação com outras eventuais participações do Estado Português nas mesmas sociedades (alínea b) do art.º 6º).

I.III. 3 Considerações Globais

Participação na Portugal Telecom

É incontroverso que a participação na PT (e na ZON) resultou e tem ainda natureza política (reuniões da equipa do Tribunal de Contas com o CD de 20/1/2009 e CC de 25/3/2009). O CD concordou com a decisão de constituição da Reserva Estratégica, considerando que a realização da dotação em espécie seria preferível a não receber os montantes devidos em atraso e eventualmente antecipando que, no futuro, teria alguma discricionariedade, se não na gestão da participação numa filosofia de investimento de mercado, pelo menos na decisão de manter ou não a posição. Porém, as acções da PT continuam parqueadas no FEFSS e, com o passar do tempo, tornou-se claro para o CD que a decisão de manter ou alienar essa posição (que poderia eventualmente ser vendida em bloco com prémio de controlo) caberia unicamente à tutela. No período de 2006 a 2009, uma situação corrobora esta posição. Tendo por base o memorando de *follow up* da PT de Maio de 2007 apresentado pela Direcção de Investimento (DI) que conclui pela sobrevalorização das acções da empresa face aos fundamentais e face aos múltiplos de empresas do sector, o CD considera a 12/6/2007 alienar a posição ou aderir ao plano de recompra de acções representativas de até 16.5% do capital da empresa. O FEFSS acaba por manter as acções da PT em carteira (acções que em resultado do *spin-off*, se transformaram em duas participações, PT e ZON) – sendo de referir que votou contra a OPA lançada pela Sonaecom em Janeiro de 2006 (em harmonia com outros organismos do Estado)⁵⁸ - e terá

⁵⁸ Como referido pelo Vice-Presidente do CD do IGFCSS em reunião com a equipa do Tribunal de Contas de 4 de Maio de 2009, o Estado português votou de forma única, concertada para todas as posições (dispersas em vários institutos públicos) detidas na PT, em particular, as incluídas na Reserva Estratégica do FEFSS. Em relação às outras acções da PT existentes na carteira de *trading*, apesar das recomendações do memorando de DI, as acções não foram vendidas por necessidade de consistência da posição assumida.

sido desaconselhado de aderir ao plano de recompra de acções apesar de o ter feito em anos anteriores. Esta decisão tem um carácter político e mostra como a existência desta classe de activos interfere na gestão da carteira, com reflexos nas outras classes de activos.

Outras participações

Nos vários documentos aprovados pelo Conselho Directivo (CD) sobre Política de Investimentos (e apresentados ao Conselho Consultivo)⁵⁹, as alocações delineadas com vista a atingir objectivos de médio prazo (rendibilidades médias reais positivas em cada triénio) e de longo prazo (assegurar rendibilidade superiores ao custo da Dívida Pública Portuguesa mantendo um risco similar), apresentam composições de referência em que se exclui o peso e o papel da reserva estratégica, isto apesar de apenas uma das parcelas da reserva estratégica ter a gestão directamente dependente de orientações da tutela. No documento aprovado pelo CD em Junho de 2005 (Política de Investimentos do FEFSS) refere-se explicitamente que dentro desta classe de activos, que aí se designa por “Outros”, apenas uma das componentes é a Reserva Estratégica *tout court*, admitindo-se ainda uma outra componente integrando investimentos alternativos em Acções Não Cotadas (ex: Finpro) e Acções de Entidades Regulamentadas por Lei Estrangeira (ex: *Limited Partnerships* ou *SICAVs – Sociétés d’ Investissement à Capital Variable*).

Os planos estratégicos e os documentos de implementação da estratégia de investimentos são porém omissos sobre a forma como tais investimentos são suscitados, decididos e concretizados, e sobre o horizonte alvo dos investimentos realizados. No caso da participação na Finpro, em particular, ao longo do período em análise, constatámos que o CD ora considera um reforço significativo da participação ou a sua alienação (ver discussão mais à frente). Ao contrário do que acontece com quase todos os outros processos internos, no âmbito da gestão de activos do IGFCSS (e.g. processo de negócio Gestão de Activos e, dentro deste, os sub-processos de Gestão de Carteira e de Medição de *Performance* e processo de suporte Planeamento Estratégico), para os quais existe um esforço de standardização dos procedimentos, constantes do Manual de Gestão da Qualidade (e vertidos nos Regulamentos dos Comitês, Manual de Processos, Procedimentos e Instruções de Trabalho, vide documento interno IGC.180.00 aprovado pelo Comité da Qualidade), no caso dos investimentos desta classe de activos, não parecem existir procedimentos equiparáveis.

⁵⁹ Vide Documento de Política de Investimentos aprovada em 24/07/2003 pelo Conselho Consultivo.

Da análise da orgânica (organograma e organograma funcional), entende-se que a decisão sobre investimentos alternativos poderia ocorrer em sede de Comité de Investimento, cabendo ao CD a tomada de decisão com base na análise desenvolvida e a implementar por DI. À luz do que acontece com outros investimentos, poderia caber a DEPC fazer a medição e controlo da *performance* dos investimentos. De facto, não se encontraram análises estratégicas documentadas que orientem os investimentos a realizar, surgindo estes de forma *ad hoc*, suscitados por entidades externas (sendo originadas amíude pelos mesmos parceiros). A quarta reunião do mês do Comité de Investimento (CI) está reservada para a análise de investimentos alternativos e de reserva estratégica (Regulamento CI, 2006/2007/2008) sendo as decisões de investimentos tomadas em sede de CD com eventual discussão no CI. Tem cabido a DI preparar algumas das propostas de investimento no âmbito desta classe mas parece não ser um procedimento geral. Muita da informação de base às decisões, anexa às actas de CD, são análises feitas pelo Vice-Presidente do Conselho Directivo. Por exemplo, a decisão de acompanhar o aumento de capital de 100 milhões de euros da Finpro, está referida nas actas do CD, onde aparecem vertidas as discussões entre Presidente e Vice-Presidente do CD. Já no caso da proposta de alienação do Nova Energia (29/5/2007) e da aquisição de participação no NEF (24/9/2007) e do relatório de *follow up* das acções da PT (10/5/2007), as propostas de investimento foram preparadas por DI. Para além destes investimentos, o FEFSS analisou ainda no período 2006-2008 outros investimentos – como é o caso do *Project Creation* (acta do CD de 25/01/2006) e DRIVe (acta do CD de 29/11/2006) que não se chegaram a concretizar.

O Conselho Consultivo acompanhou, discutiu e não se opôs à decisão de constituição da Reserva Estratégica, não se tendo pronunciado depois disso de forma expressa sobre a manutenção dessa posição. Com excepção para a operação inicial das acções da PT, a política de investimento, investimentos e desinvestimentos realizados, e as propostas de investimento dentro desta classe, nunca aparecem mencionadas em actas no Conselho Consultivo, o que poderá decorrer de não haver menção a estas no plano de actividades anual. Refira-se, porém, que no Relatório e Contas do FEFSS as participações aparecem discriminadas com indicação da mais e menos valias potenciais (por comparação com o valor de aquisição) e há menção aos investimentos e desinvestimentos realizados.

Em baixo, apresenta-se a composição da carteira desta classe de activos e analisam-se individualmente todos os investimentos que integram esta classe de activos, bem como, as propostas de investimento que foram apresentadas mas não concretizadas. Apesar de alguns destes investimentos não terem relevância material significativa, entendeu-se que deviam ser objecto de análise expressa por serem representativos do processo de decisão

de investimento nesta classe de activos para a qual, como referimos, não há uma fundamentação clara na decisão, nem ulterior controlo do desempenho dos investimentos realizados.

Da análise desenvolvida, entende-se que:

- i) a manutenção destes investimentos (Reserva Estratégica excluindo PT/ZON) só poderá fazer sentido caso se criem ou se transfiram competências internas para o estudo das oportunidades de investimento, implementação e controlo efectivo de investimentos realizados conferindo ao IGFCSS autonomia na decisão de investimento;
- ii) se elaborem procedimentos a constar do Manual de Gestão da Qualidade que garantam que o processo de gestão desta parte da carteira é transparente e se faz por regras e com graus de discricionariedade pré-definidos;
- iii) deve existir um órgão de fiscalização que se pronuncie sobre a pertinência deste tipo de investimentos e seja informado regularmente do seu desempenho tendo em conta a dimensão, risco e horizonte dos investimentos;⁶⁰
- iv) os montantes máximos alocados a cada participação sejam acordados explicitamente com a tutela, periodicamente, contemplando a sua natureza específica que pode ditar a necessidade pontual e temporária de flexibilidade nos limites impostos. O IGFCSS, pelo Conselho Directivo, tem tido uma política cautelosa auto-impondo um máximo de 0.5% do FEFSS, mas a discricionariedade que existe é elevada podendo qualquer investimento ultrapassar essa percentagem em teoria (até ao limite de 5% menos o peso da participação das acções PT/ZON no FEFSS).

I.IV. 4 Composição da classe de Reserva Estratégica

Em 31/12/2005, a Reserva Estratégica atingia 184,286 milhões de euros representando 2.98% do FEFSS que ascendia nessa data a 6.176,168 milhões de euros. No final de 2008, a Reserva Estratégica estava valorizada a 166,001 milhões de euros, cerca de 1.99% da

⁶⁰ Os mapas semanais fazem o controlo do cumprimento dos limites legais, apresentam os montantes cobertos com *forwards* e as taxas de rendibilidade homólogas *e year-to-date*. Há ainda referência a betas, ALTMAN Z-score e ao indicador AZS Health Grade, com relativo pouco significado para a análise presente dado se referirem apenas às acções da PT/ZON.

carteira do FEFSS. O decréscimo no peso resulta de não se terem registado no período em análise investimentos significativos afectos a esta classe de activos e da quebra acentuada dos mercados accionistas registada no ano de 2008. As taxas de rentabilidade desta classe de activos foram de 21.15%, 1.56% e -25.93% respectivamente, em 2006, 2007 e 2008, (contra 5.18%, 4.08% e -3.86% para a carteira global) resultado que deriva essencialmente do comportamento bolsista das acções da PT e da Zon.

Tabela I.III.1: Composição da classe de activos Reserva Estratégica

	2005		2006		2007		2008	
	valor	%FEFSS	valor	%FEFSS	valor	%FEFSS	valor	%FEFSS
Portugal Telecom	173.229.353	2,80%	199.366.711	3,00%	180.928.435	2,39%	122.982.710	1,47%
ZON				0,00%	34.067.218	0,45%	13.234.491	0,16%
Finpro	7.692.435	0,12%	7.692.435	0,12%	17.913.906	0,24%	25.145.009	0,30%
FIM NOVENERGIA	3.364.153	0,05%	5.222.559	0,08%				
TRANSURBAN			6.519.837	0,10%	6.316.469	0,08%	4.639.021	0,06%
TOTAL (1)	184.285.941	2,98%	218.801.542	3,30%	239.226.027	3,16%	166.001.231	1,99%
NEF					2.504.563	0,03%	2.512.556	0,03%
TOTAL (2)	184.285.941	2,98%	218.801.542	3,30%	241.730.590	3,20%	168.513.787	2,02%
<i>Por memória</i>								
FEFSS	6.176.167.939	100,00%	6.640.263.151	100,00%	7.560.237.346	100,00%	8.338.818.622	100,00%

Fonte: Relatórios e Contas do FEFSS, 2005-2008

A 31/12/2008, a Reserva Estratégica era composta por:

- acções da PT e da ZON (1.63%)

Esta é a parcela da carteira “imposta” pelo Estado, relativamente à qual não há qualquer discricionariedade por parte do IGFCSS e não pode, por isso, ser desmobilizada.

- outras participações (0.36%)

Estes são investimentos que não cabem noutras categorias por não estarem cotados e terem menor liquidez. Dentro desta subclasse, destaca-se a participação de 10% do FEFSS no capital da FINPRO (cerca de 0.30% do FEFSS).

Para além destes investimentos, o FEFSS detinha ainda uma participação no NEF, de cerca de 0.03% do FEFSS – ver em baixo – que se traduz de facto num investimento do mesmo carácter.

Ao longo do período, os investimentos realizados respeitam os limites regulamentares (impostos pela Portaria nº. 1273/2004) e os definidos pelo Conselho Directivo na Política de Investimentos (Política de Investimento, CD, Junho de 2005):

- globalmente, o valor destes activos não ultrapassa 5% (artigo 4º, n.3, alínea f));
- individualmente, nenhum título representa mais de 20% dos capitais próprios da entidade emitente, nem 5% do activo do FEFSS (artigo 4º, n.3, alínea f)).

No que respeita aos limites ao investimento definidos pelo Conselho Directivo na Política de Investimentos (Setembro de 2003 e Julho de 2005):

- a aplicação do NEF não ultrapassa 10% do valor patrimonial do fundo;
- das participações accionistas registadas na Reserva Estratégica, só a PT tem um peso superior a 5% do total investido na classe de acções (agregando aqui Acções e Participações Accionistas inscritas na Reserva Estratégica), representando a 31/12/2008, 7.9% dessa classe (10.3% no início de 2006).

I.IV. 5 Operações

Ao longo do período de análise, os investimentos concretizados foram a compra de acções da Transurban e a compra de UPs do NEF. Registou-se, ainda, a alienação da participação no Fundo NOVENERGIA.

PT⁶¹

Em resultado do *spin-off* de 58.4% do capital da PT, em Outubro de 2007, as 20.260.743 acções da PT deram lugar a 20.260.743 acções da PT (representando, a 31/12/2008, 1.47% do FEFSS e 2.31% do capital da empresa) e 3.567.248 acções da ZON, ex PT Multimedia (representando, a 31/12/2008, 0.16% do FEFSS e 1.15% do capital da empresa).

Ao longo dos 3 anos, a participação conjunta registou uma desvalorização de 37 milhões de euros (-21.4%).⁶² Para esta desvalorização contribuiu essencialmente a *performance* (incluindo dividendos) das acções da ZON que desvalorizaram 57.3% entre 30/10/2007 e 31/12/2008. As acções da PT desvalorizaram cerca de 0.6% no período 2006-2008.

⁶¹ A 31/12/2008, a carteira de Reserva Estratégica do FEFSS incorporava 20.260.743 acções da PT representativas de 2.34% do capital da empresa. Este número é inferior à posição inicial – 21.267.542 acções, em virtude de, em 2003 e 2004, o FEFSS ter aderido ao programa automático de recompra de acções próprias da empresa. A partir de 2005, seguindo instruções governamentais, o FEFSS deixou de participar no programa conduzindo a que o mesmo número de acções represente uma maior participação no capital da empresa.

⁶² O cálculo sobreavalia as perdas por ignorar os dividendos pagos no período.

FIM NOVENERGIA 2010

(com sede no Luxemburgo, gerido pela IBCO Gestão de Património)

O fundo NOVENERGIA tinha uma estrutura de fundo fechado e liquidação prevista para Junho 2010 (com opção de extensão até 2 anos). Integrava duas grandes participações sociais em empresas portuguesas do sector da energia (Lusenerg e Eólica da Boneca) para além de suprimentos, depósitos, obrigações e bilhetes de Tesouro. As 48 UPs⁶³ detidas pelo FEFSS (com valor nominal de 50.000, representando 7.35% do fundo) com um custo médio unitário de 67.691,55 euros (e valor de aquisição total de 3.249.194 euros) foram vendidas em Julho de 2007 ao preço unitário de 110.468,77 euros (valor de venda de 5.302.498 euros). Esta venda resulta da análise efectuada em Julho de 2006 suscitada na sequência do convite da administração do fundo ao FEFSS para entrar num novo fundo - NOVENERGIA II, cujos activos seriam essencialmente os mesmos do NOVENERGIA 2010 mas com alteração da estrutura jurídica do fundo, que iria passar de FIM para SICAR.⁶⁴ A decisão de alienação teve por fundamento o facto de o NOVENERGIA ter uma carteira de investimentos pouco diversificada e, por outro, por haver reticências sobre a capacidade de gestão da equipa de administração (Intervalores) e tendo em conta ainda a maior dificuldade em aferir a *performance* numa estrutura de SICAV (vide acta do CD de 26/7/2006). Em Novembro de 2006, o CD decide declinar o convite e vender a participação no FIM NOVENERGIA ao novo fundo. Após proposta da administração do novo fundo recebida a 23 de Maio de 2007 de compra das UPs ao NAV (*Net Asset Value*/Valor patrimonial) do fundo de final de Maio, o CD decide avançar com a venda (acta de CD de 20/6/2007). A operação realiza-se a 24 Julho de 2007.

Análise

O entendimento do CD de declinar o convite é suportado com base em reticências sobre a política de investimentos e sobre a capacidade da equipa de gestão e no entendimento que a estrutura jurídica que propunham (SICAV) permitiria a essa mesma equipa margem de manobra de decisão excessiva. A alienação, ao NAV de Maio de 2007, representa um desconto 1.5% face ao NAV de Junho de 2007, mas permite uma TIR (desde o início) de

⁶³ Apesar de integrar a carteira da Reserva Estratégica apenas a partir de 2005, a primeira subscrição data de Outubro de 2001.

⁶⁴ FIM – Fundo de Investimento Mobiliário; SICAR – Société d’Investissement en Capital à Risque.

cerca de 19% (de acordo com memorando de DI de 29 Maio de 2007).⁶⁵ Refira-se que o NAV reflectiria já o justo valor das participações detidas, pois as participadas estavam avaliadas com base na metodologia de desconto dos fluxos financeiros subjacentes.

Em conclusão, entendemos que a operação de desinvestimento está justificada parecendo válidos os critérios para tomadas de mais valias; e o investimento foi de encontro aos objectivos estratégicos definidos para a classe de activos Reserva Estratégica.

New Energy Fund (NEF)⁶⁶

O fundo New Energy Fund é um fundo especial de investimento (FEI) fechado com maturidade de 10 anos não harmonizado. Foi autorizado pela CMVM em 8/11/2007 e iniciou a sua actividade em 12/11/2007 com um capital inicial de 25 milhões de euros, a que correspondiam 501 UPs de valor nominal de 50.000 euros, estando previstas novas subscrições por chamadas de capital trimestrais.

O NEF é administrado pelo Banif Gestão de Activos, SA e os activos detidos pelo fundo são geridos por:

- Fomentinvest (promoção)⁶⁷
40%
- Banif Investment Banking (gestão de activos e investimento)
20%

⁶⁵ Não é possível reconstituir esta TIR porque não temos as datas e os valores de aquisição das diferentes subscrições. Os ficheiros que nos foram facilitados com valores de aquisição referem-se ao período 2006-2008 e não estando disponíveis valores para datas anteriores a essa.

⁶⁶ Apesar de se tratar de um investimento nesta filosofia de longo prazo, e por isso de, em rigor, dever incluir a classe de activos Reserva Estratégica, o facto de o investimento não ser uma participação social mas uma unidade de participação num FEI impossibilita o seu registo nesta classe. O IGFCSS tem parecer nesse sentido (ver Parecer de Vieira Almeida & Associados de 17 de Outubro de 2007). Estas unidades de participação aparecem registadas no Balanço na categoria de Outras Aplicações de Tesouraria (junto com os FII) apesar de correctamente deverem integrar as unidades de participação de Fundos de Investimento Mistos (com implicações em termos do cumprimento dos limites regulamentares não evidenciados). Este registo anómalo estranha-se, pois, o parecer já referido fazia indicação de que esta situação deveria ser enquadrada em Fundos de Investimento Mistos.

⁶⁷ A Fomentinvest é uma *holding company* com participações da Fundação Ilídio Pinho, F. Horácio Roque, FLAD, BANIF, BES e CGD. Actua como promotora de investimento liderando ou com participações num elevado número de consórcios.

- Climate Change (consultoria financeira e estratégica)
20%
- Espírito Santo Investimento (investimento)
20%

O NEF tem por objectivo realizar investimentos directos em projectos de energias renováveis (sectores a investir: bio-combustíveis, energia das ondas, hidroeléctricas, solar, eólica e hidrogénio) maioritariamente em Portugal. No final de 2008, o NEF tinha concretizado 5 participações em investimentos renováveis (investimentos já existentes ou em implementação). Estes projectos referem-se a investimentos em Portugal e Espanha.

O NEF poderá ainda investir indirectamente em energias renováveis por via de *Private Equity*, Dívida Sénior e Dívida *Mezzanine* ou através de fundos de investimento. O NEF tem por objectivo gerar taxas de rentabilidade anuais entre 12% e 23% a conseguir por via de uma estrutura altamente alavancada de *project finance* (i.e., os projectos por si contemplam estruturas de capitais alvo de 30% capitais próprios/ 70% capitais alheios). O endividamento máximo (directo) do NEF será de 30% do seu NAV.

A proposta de investimento preparada por DI (memorando datado de 24/9/2007 anexo à acta de CD de 27/9/2007) foi apresentada em CI a 27/9/2007 com a análise sustentada dos pontos fortes e fracos do NEF, e identificação dos factores de risco susceptíveis de afectar o retorno esperado ou até a recuperação do capital investido. A proposta de DI conclui que o *trade-off* risco e retorno é interessante sobretudo numa perspectiva de carteira enfatizando o potencial de diversificação ao permitir exposição a investimentos sectoriais que tipicamente não se encontram em bolsa, podendo, além disso, ser visto como forma de substituir o desinvestimento no NOVENERGIA 2010.

Em virtude de o prospecto do NEF identificar investimentos futuros no Brasil, Índia e Marrocos com uma quota de 35% no *pipeline* dos projectos, o CD decidiu esclarecer antes de decidir se a Reserva Estratégica poderia contemplar investimentos fora do âmbito da OCDE desde que o fundo estivesse sediado em Portugal (acta do CD de 27/9/2007), tendo para tal, solicitado um parecer (parecer de Vieira Almeida & Associados de 17 de Outubro de 2007). O parecer apesar de apontar no sentido de que, de acordo com a lei, o que releva para a definição do âmbito de investimentos é a sede do fundo, alerta que, para ser contemplado na Reserva Estratégica, a participação teria que ser societária (parte de capital) e considera que as UPs no FEI em causa não são equiparáveis a essa figura jurídica. De acordo com os limites regulamentares (artigo 4 alínea d) do n.º 3 conjugado com o n.º 4 do mesmo artigo), o investimento, a classificar como aplicação em fundos de

investimentos mistos, por si só não poderá ultrapassar 5% do FEFSS. Ainda assim, o CD decide avançar com este investimento a 25/10/2007 (acta do CD de 27/10/2007), e apesar de o parecer não apontar essa exigência, estabelece como condição necessária à subscrição que a administração do fundo se comprometa a limitar os investimentos a países da OCDE. O FEFSS decide subscrever um máximo de 12 milhões de euros até 10% dos activos do NEF.⁶⁸ A 12 de Novembro de 2007, realiza-se a subscrição de 50 de unidades de participação de valor unitário de 50.000 euros, num total de 2,5 milhões de euros.

A 31 de Dezembro de 2008, o montante sob gestão do fundo era de cerca de 25,12 milhões de euros, sendo o valor da unidade de participação de 50.251,1 euros, a que corresponde uma participação do FEFSS de 2,512 milhões de euros.⁶⁹ A participação do FEFSS não ultrapassa os 10% do valor patrimonial do NEF, cumprindo a regra auto-imposta pelo Conselho Directivo (Política de Investimentos, CD, Junho de 2005).

Análise

Esta decisão de investimento poderá ser controversa por várias razões:

i) Desde logo surge a questão levantada pelo CD que se prende com o âmbito de investimento. O problema não se põe segundo o parecer referido. Porém, essa preocupação parece existir por parte do CD, pois “impôs” condições de entrada – condicionando a sua subscrição a que o fundo não realize fundos fora da zona da OCDE. A política de investimento do NEF (vide Prospecto, capítulo II) não faz referência a esta situação excepcional. Pelo contrário, a alínea e) do ponto 1.1. Política de Investimento e no ponto 1.2 Mercados refere até que “o Fundo dirigirá maioritariamente os seus investimentos para países de expressão portuguesa (PALOPs)”.

Em carta de 31 de Outubro de 2007, o Banif Gestão de Activos formaliza o convite ao IGFCSS para participar no NEF, e reconhece que o Regulamento de Gestão refere que os investimentos serão realizados em PALOPs. Refere ainda que, à data, não se equacionavam investimentos em países fora de Portugal e assume que o fundo não realizará investimentos em países fora da OCDE enquanto as regras de gestão do

⁶⁸ O montante comprometido pelo FEFSS era de 12 milhões de euros. Tendo sido entregues 2,5 milhões, que representam uma execução parcial do compromisso, resta executar o compromisso remanescente, isto é, 9,5 milhões de euros (vide Anexo às Demonstrações Financeiras do IGFCSS de 31/12/2008, nota 8.2.39.3 – Compromissos de Investimento).

⁶⁹ A valorização é feita com base na informação do Sistema de Difusão de Informação da CMVM.

FEFSS não o permitirem. Porém, esse compromisso não aparece contratualizado e, segundo o regulamento do NEF (vide prospecto do fundo de Novembro de 2008), o FEFSS não tem direito a exigir resgate caso esse “acordo” não seja respeitado.

ii) A segunda questão prende-se com a impossibilidade de registar este investimento dentro da categoria de investimentos Reserva Estratégica, obrigando a que esse investimento integre as “Aplicações em Fundos de Investimento”. Porém, será controverso contemplar este investimento nesta classe de activos quando a estratégia de investimentos geral é de gestão passiva de indexação (100% indexada a um *benchmark* representativo dos mercados elegíveis e para os quais não existem restrições operacionais de investimento).⁷⁰

iii) Ficando este investimento fora da Reserva Estratégica, levanta-se a seguir a questão de saber se no espírito do legislador, ao exigir que o FEFSS detenha activos líquidos no remanescente do derivado face ao nocional (n.º 1 do artigo 10.º), proibindo a reprodução alavancada da rentabilidade dos activos subjacentes, incluiria a elevada alavancagem implícita destes investimentos.

iv) Apesar de ter existido uma análise de DI com vista a avaliar os méritos/desméritos deste investimento, a análise é feita em termos absolutos sendo recomendável que tivesse sido complementada com uma análise relativa. Este poderá ser um bom investimento mas deveriam ser consideradas outras alternativas.

v) Por fim, o aspecto mais importante, que é genérico e foi já referido em termos gerais para a RE (ex PT/ZON), prende-se com a forma como o investimento é solicitado e está relacionado com o ponto anterior. Não parece existir um exaustivo levantamento de oportunidades, aparecendo o IGFCSS numa posição pouco proactiva, sendo recomendável a análise de operações alternativas, e não apenas a realização de memorandos que confirmem a bondade dos investimentos que lhe vão sendo “propostos”. Em resultado, estas decisões afiguram ter um carácter discricionário e sem fiscalização de outros órgãos do IGFCSS que não o CD (em sintonia ou não com a tutela). Poderão levantar-se dúvidas sobre a transparência do processo dado o seu carácter *ad-hoc* e a decorrente vulnerabilidade a influências políticas ou interesses particulares. No caso concreto em análise, o IGFCSS terá sido abordado pela sociedade gestora do NEF com vista à colocação de parte das UPs, mas a documentação não permite em definitivo estabelecer quem inicialmente fez o contacto.

⁷⁰ Vide decisão do CD, em documentos anexos à acta de 19/09/2008.

Em conclusão, a concretização desta operação levanta dúvidas, não pelos atributos do investimento mas pelas reticências/preocupações que suscitou em termos de âmbito de investimento e não possibilidade do seu enquadramento na classe de Activos Reserva Estratégica.

Recomendação

A nível internacional surgiram nos últimos tempos alguns casos polémicos relativamente aos processos de colocação de investimentos originados pela Carlyle colocados junto do New York Common Retirement Fund (NYCRF). O NYCRF conseguiu uma indemnização junto da Carlyle por prejuízos decorrentes de colocações de investimentos com interesses duvidosos e passou a requerer, para participação em futuros investimentos, *compliance* com normas de conduta por parte dos *originators* de forma a garantir maior transparência nesses processos.

Entende-se que os processos de decisão destes investimentos têm que ser mais claros eliminando quaisquer dúvidas sobre transparência e que sejam imunes a eventuais conflitos de interesse no processo de colocação ou de intermediação na colocação.

FINPRO

Ao longo do período de 2006 a 2008, a posição accionista do FEFSS na Finpro passou de 749 750 acções (adquiridas em Junho de 2005 por 8.6 milhões de euros) para 2 751 752 acções (cerca de 0.3% do FEFSS, 10.01% do capital da empresa, valorizadas em 25.1 milhões de euros)⁷¹ em resultado da subscrição de 2.002.002 novas acções a que o FEFSS tinha direito no âmbito do aumento de capital da Finpro, realizado em Abril de 2007, de 37,5 para 137,5 milhões de euros.

A Finpro tem como actividade principal a gestão de participações sociais em outras empresas e privilegia o investimento em infra-estruturas. A 31/12/2008, o activo líquido consolidado era de cerca 525.5 milhões de euros e os Capitais Próprios de 220,4 milhões de euros.⁷² As participações estratégicas mais importantes, que representavam nessa data 84% do total do activo, são:

⁷¹ Valorização tendo por base os capitais próprios da Finpro.

⁷² A empresa apresenta contas individuais e consolidadas conformes com as NICs.

- 4.34% na Kemble Water Holdings Limited (sociedade veículo que detém a Thames Water, a maior empresa britânica de águas) adquirida em 2006 – registada ao justo valor, de acordo com o método dos fluxos de caixa descontados, por 200,8 milhões de euros a 31/12/2008;
- 33.33% na Viking Consortium Holdings (detentora de 100% da Cory Environmental Holdings Limited que se dedica à recolha e tratamento de lixos sólidos urbanos no Reino Unido) adquirida em 2007 – participação avaliada por equivalência patrimonial em 68,4 milhões de euros; e
- 50% na Portobar Capital Limited (cujo principal activo é uma participação de 37.3% do Grupo Maritim TCB, operador espanhol de 13 terminais portuários) adquirida em 2007 - participação avaliada por equivalência patrimonial em 174,8 milhões de euros.

Nos últimos dois anos, a empresa definiu como estratégia “core” o investimento em activos “infraestruturas maduras” não cotadas. Num sector de natureza pouco cíclica e regulado, os activos detidos permitem gerar *cash-flows* estáveis, de reduzida volatilidade e indexados à inflação sendo possível oferecer taxas de rendibilidade elevadas apenas por recurso à alavancagem, directa ou indirecta por via das próprias empresas - se bem que a Finpro detenha em dois casos uma participação no capital e contratos de dívida (de diferente ordem de magnitude).⁷³

A Finpro apresenta rácios de endividamento (consolidados) acima dos 50% permitindo taxas de rendibilidade de, em regra, dois dígitos.⁷⁴ Este modelo apresenta risco, risco esse de índole financeira que se poderá traduzir na dificuldade de fazer face aos compromissos da dívida e/ou fazer o refinanciamento da mesma. Pelo menos no futuro próximo, como reconhecido pela administração da Finpro no Relatório e Contas de 2007, será difícil repetir a “fórmula” pois o refinanciamento ou financiamento dos novos projectos será mais difícil e mais caro.

Prevê-se, assim que tanto a Finpro, na sua própria actividade, como as empresas participadas e os novos projectos, terão que assegurar uma maior componente dos capitais próprios. Sendo muitos destes projectos de índole governamental, o futuro trará

⁷³ No caso da Viking a participação tinha um valor de balanço a 31/12/2008 de 68,4 milhões de euros enquanto o contrato de dívida titulada era de 27,5 milhões de euros. Já no caso da Kemble, a participação accionista era a 31/12/2008 de 200,6 milhões de euros sendo o contrato de dívida titulada de 14,6 milhões de euros.

⁷⁴ O rácio de endividamento (consolidado) era de 66% em 2006, 56% em 2007 e 53% em 2008. Refira-se ainda que em termos de maturidades, o endividamento de muito curto prazo tem vindo a perder peso (63% em 2006, 11% em 2007 e 6% em 2008).

constrangimentos em termos do financiamento desses actores, antevendo-se que terão que caminhar para soluções de Project Finance (ex: *Build, Lease, Operate and Transfer*).

O passivo da Finpro a 31/12/2008 compreendia dois programas de papel comercial, com a Caixa Banco de Investimento e com o Millenium BCP, respectivamente de montantes máximos de 120 e 200 milhões de euros por um período de 3 anos com término em 2010, estando utilizados já 249 milhões de euros do total.

Durante o ano de 2007 e 2008, e de acordo com a estratégia de apostar sobretudo em veículos não cotados, a Finpro vendeu através da sua participada Tunuava, praticamente a totalidade da participação de 2.1% que detinha na Transurban, a maior empresa concessionária de auto estradas na Austrália.⁷⁵ Vendeu respectivamente, 7,3, 12,1 e 5,5 milhões de acções da Transurban, procedendo, em 2008, à amortização do empréstimo que existia para financiar esta operação.⁷⁶ A posição na Transurban reduziu-se assim de 17,7 milhões de acções (cerca de 71 milhões de euros) para cerca de 363 000 acções (menos de 1 milhão de euros) no final de 2008.

Os principais accionistas da Finpro são (dados referentes a finais de 2007):

- Rentipar Financeira, SGPS (detida por Horácio Roque)	35.7% ⁷⁷
- Amorim Desenvolvimento, SGPS (detida por Américo Amorim)	25.4%
- Caixa Capital (Fundo de Capital de Risco para Investidores Qualificados do Grupo CGD)	17.2%
- FEFSS	10.0%

A Finpro é presidida por António Paula Santos.

Historicamente, a estratégia de crescimento da Finpro passou por investir em empresas existentes ou em constituição com especial destaque para empresas do sector de infraestruturas gerando *cash-flows* estáveis que permitissem fazer face ao serviço de uma dívida com peso elevado nos capitais empregues de forma a potenciar a rentabilidade dos capitais próprios. Numa conjuntura de fácil acesso ao crédito e em boas condições, o

⁷⁵ Inicialmente havia intenções de manter esta posição, reforçando até o investimento num outro veículo – DRIVE - a constituir pela Transurban nos EUA no negócio de concessão de auto-estradas. Este investimento não foi concretizado.

⁷⁶ Apesar de nesse ano, ter inicialmente reforçado a posição, acaba por vender com mais valias e acaba o ano de 2006 com uma posição similar à inicial.

⁷⁷ No R&C de 2008, refere-se que esta participação era, àquela data, inferior a 33.3%

investimento em novos projectos foi-se concretizando com algum, mas não demasiado, recurso a capitais próprios com uma base accionista estável.

Da leitura da acta de 15/3/2007 (e anexos de discussão entre o vice-presidente e o presidente do CD) há indicações de que a Finpro estaria a considerar dispersar o capital, tendo havido manifestações de vontade por parte de alguns accionistas de vender ou reduzir a participação. Em virtude de haver cláusulas previamente acordadas de *change of control* que impunham restrições a vendas das participações a terceiros, a via da OPS/OPV⁷⁸ aparecia como a saída mais óbvia por diminuir o esforço de investimento sem pôr em causa o controlo e garantir liquidez às posições dos actuais accionistas. A operação aparecia estruturada num momento inicial em 3 etapas. Primeiro, realizar-se-ia a alienação da posição na Transurban, um aumento de capital de 100 milhões de euros reservado a accionistas e uma emissão de papel comercial no montante de 320 milhões euros (que permitiria assegurar o refinanciamento da operação ThamesWater); segundo, realizar-se-ia um novo aumento de capital de 200 milhões de euros para actuais accionistas e institucionais, que permitiria reembolsar parte da dívida reduzindo o rácio de endividamento para níveis à volta dos 30%; terceiro, realizar-se-ia a OPV, por venda parcial das participações dos accionistas, na bolsa espanhola. Posteriormente, dadas as condições de mercado, a possibilidade de OPV gorou-se, tendo sido equacionado um aumento de capital para institucionais de cerca de 200 milhões de euros.

O figurino final aprovado pelo CA da Finpro, apresentado em anexo à acta do CD de 14/11/2007 (já após a realização do aumento de capital de 100 milhões de euros), consistia num novo aumento de capital de 150 milhões de euros e a venda parcial das participações actuais accionistas junto de institucionais, num total de 37,16 milhões de acções representativos de 43.27% do capital final da Finpro (4 lotes de 10% e os 3.27% restantes mais dispersas) ficando a gestão com 4% das acções totais. A empresa pediria imediatamente admissão à cotação em Portugal e aguardaria momento mais oportuno para realizar OPV.

Para o efeito da venda, a administração da Finpro avaliou a empresa em 800 milhões de euros. Porém, o valor de avaliação da Caixa BI/ Banif BI situava-se à data (Setembro de 2007) num intervalo entre 638 e 699M de euros (valor de capitais próprios entre 286 e 345 milhões de euros), o que equivaleria a uma rentabilidade de 48.7% para o FEFSS (número indicado no memorando do vice-presidente do CD de 14/11/2007 já referido). Face a duas alternativas, acompanhar a Rentipar e a Amorim Desenvolvimento e vender parcialmente a

⁷⁸ OPS= Operação Pública de Subscrição; OPV= Operação Pública de Venda.

participação accionista (a que equivaleria para o FEFSS uma redução da posição para 5.27%), ou ir ao aumento de capital, o FEFSS escolhe a segunda alternativa (em linha com a posição da CGD) de forma a garantir os 10% de participação. A decisão tomada de acompanhar o aumento de capital para manter a participação de 10% estabelece, então, um máximo de 38 milhões de euros, i.e., um reforço do investimento na Finpro de cerca de 20 milhões de euros.⁷⁹ A decisão do CD aparece fundamentada nos seguintes aspectos principais:

- importância de manter a ligação à Finpro dado o *deal flow* a que permite aceder (grupo de investidores informal conhecido por London Club), em particular na classe de investimentos em infraestruturas;
- qualidade da equipa de gestão com uma estrutura de *fees* adequada (*fee* fixa baixa, de 0.25% e *performance fee* de 20% acima da rentabilidade de 12% contra outras a partir de 8%);⁸⁰
- mitigação dos riscos financeiros por entrada de novos accionistas e decorrente reforço dos capitais próprios;
- reforço de capitais potenciador de novos investimentos que possibilitem maior diversificação da carteira de participações da Finpro;
- representação do FEFSS no Comité de investimento da Finpro.

A referida operação não se concretizou, tendo entretanto o FEFSS voltado a equacionar recentemente a manutenção da posição na Finpro. Na acta de 8 de Outubro de 2008 o CD dá o acordo ao início do processo de negociação de venda da Finpro à RREEF Alternative Investments (Deutsche Bank) por um valor de cerca de 270 milhões de euros (9,8 euros por acção), incorporando um desconto de cerca de 21% face ao valor de avaliação do Caixa BI /Banif BI de Novembro de 2007. Refere a mensagem electrónica do vice-presidente do CD que acompanha aquela acta que, desde a decisão de Novembro de 2007, a Finpro não realizou quaisquer outros investimentos estando muito limitada em virtude do agravamento da situação financeira da empresa ditada pela deterioração das condições de crédito e das necessidades de refinanciamento da Finpro e das suas participadas, e estando também inviabilizada a venda de activos “não *core*” como a Transurban (dada a quebra nas

⁷⁹ Refere o memorando que, em Julho de 2006, o CD tinha auto-imposto um limite de 35 milhões de euros para a participação na Finpro, à data de cerca de 0.5% do FEFSS (correspondente de 10% do total da Reserva Estratégica cujo máximo legal é de 5% do FEFSS).

⁸⁰ Não há qualquer referência específica às alternativas.

cotações). Refira-se que, parcialmente em resultado da crise, o IGFCSS foi obrigado a prestar uma carta de conforto (datada de 24/7/2008) à CGD que veio socorrer a Viking Holdings (participada da Finpro) aquando da renegociação do Contrato de Empréstimo sindicado de 13 de Março de 2007 (*Senior Facilities Agreement*) em virtude de dois dos bancos envolvidos (Landsbanki Islands e NIBC Bank) não terem concordado com o pedido de *waiver* que visava obter autorização para a realização de investimentos (no âmbito do *financial close* da incineradora de Riverside, projecto da Cory) que implicariam endividamento adicional.⁸¹ A CGD assumiu a quota-parte dessa dívida, referente a 1/3 que é a participação da Finpro na Viking Holdings, perante esses bancos das suas posições contratuais (cerca de 22,2 milhões de libras inglesas)⁸². O IGFCSS comprometeu-se nessa carta a dotar a Finpro com os montantes devidos (capital, juros e despesas) em proporção da participação do FEFSS na Finpro (10%). Posteriormente, o banco Calyon assumiu uma das posições no sindicato pelo que o financiamento da CGD reduziu-se para cerca 11,2 milhões de libras.

Análise

- i) Não há análises de acompanhamento ao investimento realizado. Refira-se, a título de exemplo, a operação de aumento de capital. Os únicos documentos que encontramos de análise sobre a Finpro são mensagens electrónicas trocadas entre o Vice-Presidente e o Presidente anexos às actas de CD de 15/3/2007 e 11/11/2007, e que se referem a discussões em sede de reuniões do Conselho de Administração da Finpro ou conversas telefónicas com o Presidente do Conselho de Administração da Finpro.
- ii) A estratégia da Finpro parece ser consistente ao longo do tempo com um objectivo claro de investimento em empresas não cotadas do sector de infraestruturas. O principal ponto fraco da empresa, em termos estratégicos, parece residir numa carteira pouco diversificada de investimentos. Num contexto actual de limites à concessão de crédito ditado por políticas mais restritivas da banca decorrentes da necessidade de indicadores mais sólidos de solvabilidade, o crescimento por aquisição de novas participações deverá ser assegurado por aumento de capitais próprios ou entrada de novos accionistas a conseguir por via da dispersão do capital junto de institucionais ou por dispersão do capital em bolsa. Os limites do FEFSS em termos de peso de um activo no total da carteira poderão surgir no curto prazo como um obstáculo à manutenção da posição. A

⁸¹ Esta responsabilidade contingencial aparece referida nas notas às contas do R&C de 2008.

⁸² A CGS fica com uma *put* de venda dos créditos sobre a Finpro.

elevada alavancagem da empresa parece não suscitar problemas no curto prazo sendo os fluxos gerados suficientes para fazer face aos compromissos junto da banca.

- iii) A crise financeira teve um impacto negativo na situação financeira da Finpro resultado de um *mismatching* de maturidades no balanço, revelando uma exposição significativa ao risco de liquidez e de taxa de juro que se materializou em dificuldades no refinanciamento de passivos de curto prazo da própria Finpro e das suas associadas. A intenção de concretizar a venda da empresa no ponto mais complicado da crise poderá ser lido como um sinal da fragilidade traduzida aliás pela desvalorização da empresa (para o que contribui em parte significativa a desvalorização da libra) nos termos da proposta apresentada pela RREEF, que só não se terá concretizado por desinteresse do comprador (conforme indicação dada pelo Vice-Presidente na reunião com os auditores de 3 de Maio de 2009).
- iv) Usando a valorização de balanço consolidado a 31/12/2008, o investimento na Finpro, desde a entrada, apresenta uma TIR de cerca de 7%.⁸³ Usando a valorização do Trader (valor correspondente ao balanço de 30/6/2008), essa valorização seria de cerca de 12%. Ao valor da venda proposto pela RREEF, a TIR seria de cerca de 17% caso a venda fosse concretizada à data da proposta (8 de Outubro). Esta amplitude da rendibilidade reflecte o risco associado à participação na Finpro: apesar de o risco do sector das infraestruturas ser baixo, a alavancagem financeira das participadas e da própria Finpro tem como consequência uma maior sensibilidade a riscos sistemáticos, amplificando os choques (que se reflectiram genericamente no aumento do prémio de risco de mercado), resultando numa acentuada perda de valor. Uma outra fonte de risco, que decorre uma vez mais da reduzida diversificação dos investimentos da Finpro, advém da exposição indirecta à libra esterlina.
- v) Finalmente, o aspecto mais importante a salientar, que julgamos devemos repetir, tem a ver com a forma como o investimento é solicitado e acompanhado. Não é absolutamente transparente como, numa primeira fase, se estabeleceu o contacto entre o FEFSS e a Finpro (e os restantes parceiros) e se na altura foram equacionadas alternativas. Verifica-se uma situação de facto de parceria que dá lugar a outros investimentos supervenientes (que aparecem como iniciativas da Finpro, no caso da Transurban, ou do Banif, no caso do NEF), sugerindo uma elevada dependência total do FEFSS perante os parceiros, seja na realização de novos investimentos, seja na alienação das posições assumidas. Nenhum dos investimentos realizados ou oportunidades equacionadas teve

⁸³ Ignoraram-se eventuais receitas associadas ou despesas a imputar à participação.

génese em análises desenvolvidas pela Direcção de Investimentos (ou outra) do FEFSS. As decisões de entrada e de reforço na Finpro (e os outros investimentos associados) não são suportadas por uma análise comparativa de outras alternativas de investimento. Em acta de 8/10/2008, o Vice-Presidente do CD reconhece mesmo “que seria necessário entrar num processo de convite a outros fundos que não temos capacidade para fazer”.

Em conclusão, a participação na Finpro é controversa, não só pelos atributos do investimento de *per sí*, pois trata-se de um investimento muito arriscado pela alavancagem associada, mas tendo em conta o processo de investimento que a originou e que a norteia.

Recomendação

O investimento na Finpro enquadra-se nos objectivos da Reserva Estratégica mas a manutenção desta posição exigirá um esforço de análise e controlo de desempenho, que não se tem observado, e que dê ao IGFCSS autonomia na decisão de investimento. Entende-se também que, pelo risco envolvido, é absolutamente necessário que o “dono do fundo” ou outro órgão de fiscalização se pronuncie sobre a pertinência do investimento. A autorização deste tipo de investimentos deveria ser uma condição necessária à sua concretização e serviria de conforto ao IGFCSS na manutenção da sua posição de médio e longo prazo na Finpro.

Transurban Group

A posição accionista directa do FEFSS na Transurban era, no final de 2008, de 1.701.146 acções num total de 4,6 milhões de euros, das quais 1.431.455 eram acções adquiridas em Agosto de 2006 por 6,0 milhões de euros a que acresceram, respectivamente em 2007 e 2008, 105.375 e 165.316 acções por via do recebimento de dividendos em espécie.⁸⁴ O investimento em dólares australianos estava coberto com *forwards* cambiais.

Análise

- i) Este investimento terá sido originado em linha com a estratégia da Finpro em outros investimentos de infraestruturas e de alinhamento de interesses com os seus parceiros accionistas. Ao longo do período, nas actas do CD, as menções a este investimento são

⁸⁴ À cotação do final de ano, a distribuição em espécie equivaleria a 429,267 e 450,816.33 euros, respectivamente em 2007 e 2008 (*dividend yield* de, respectivamente, 6.8% e 9.7%).

esporádicas (na acta de 29/11/2006, quando é discutido o DRiVe, o CD decide manter a posição, apesar de a Finpro vender nessa altura parte da sua posição) seja na sua fundamentação (em termos absolutos e relativos), seja quanto ao horizonte temporal de investimento e quanto à medição de *performance*.

- ii) A menos valia a 31/12/2008 era de 1.317.833 euros, cerca de -22% acumulada (a que corresponde uma TIR anual de -9.92%)⁸⁵. A menos valia da Transurban apresenta-se associada à crise vivida nos mercados financeiros. Os resultados cambiais são triviais. Registe-se porém, que apesar de até 2007, a empresa ter apresentado um desempenho relativo inferior, no fim de 2008, o desempenho da acção apresentava-se superior em termos relativos, ao índice geral australiano e ao índice do sector dos transportes (ver gráficos em baixo). Em termos de desempenho fundamental, a rentabilidade dos capitais investidos passa de 5.1% para 4.2%. Porém, a empresa apresenta rentabilidades negativas em resultado da sua elevada dívida (rácio de endividamento de 48% em 2008 e 62% em 2006) e rácio de cobertura de 0.53 (0.41 em 2006)! À cotação de 31/12/2008, a empresa transaccionava a múltiplos de CFs de 20 (de 36 em 2006) e apresentava um *Price-Book value* de 1.76 (2.3 em 2006).
- iii. Em documento aprovado pelo CD a 9/4/2008 (memorando de 03/04/2008, “Prioridades no sub-processo de Gestão de Carteiras”), invocando restrições na capacidade em termos de competências internas, o FEFSS decide concentrar os investimentos em acções nos países europeus da zona Euro, Reino Unido, Suíça, EUA e Japão. A Austrália não foi indicada como sendo um desses mercados o que resulta em que a exposição à Austrália se reduz à Transurban. Note-se que a Transurban tem uma volatilidade (desvio padrão) inferior a 15% e um beta de 0.74 - reflectindo que está investida em negócios maduros apesar dos elevados níveis de alavancagem.

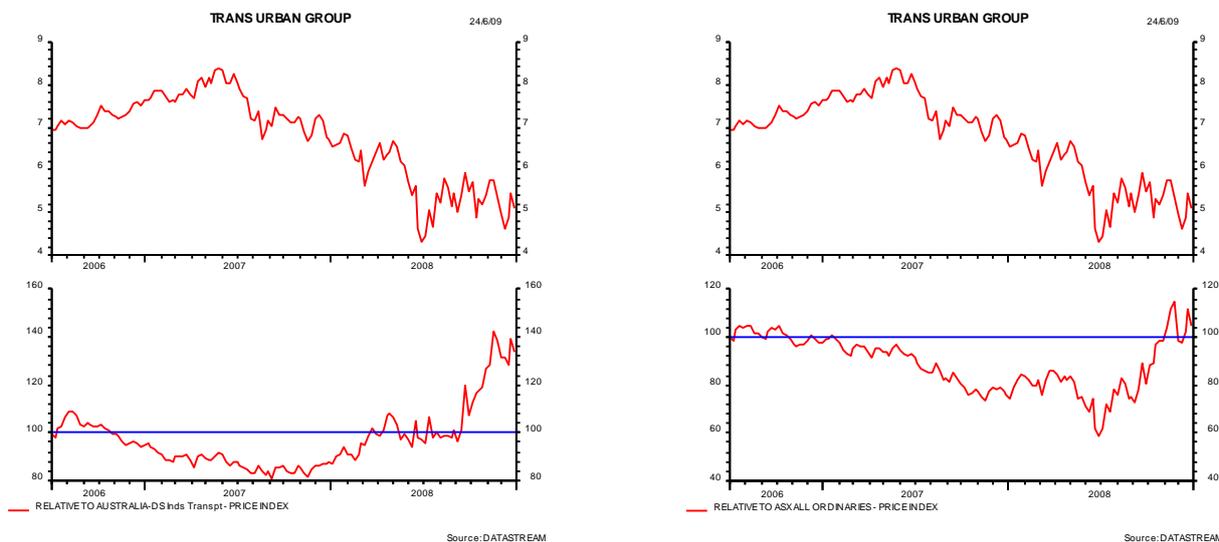
Recomendação

A venda acima referida das acções detidas pela Finpro na Transurban coloca o FEFSS numa posição desconfortável em virtude de o investimento ter sido motivado pela participação da Finpro.⁸⁶ O investimento de per si numa lógica de longo prazo poderá fazer sentido mas exige, desde logo, fundamentação e *follow up* posterior. Entende-se que a

⁸⁵ Consideraram-se neste cálculo as acções em espécie distribuídas a título de dividendos mas ignoraram-se outras eventuais receitas e despesas associadas à participação.

⁸⁶ Como é reconhecido em mensagem electrónica anexa à acta do CD de 8/10/2008 pelo Vice-Presidente do Conselho Directivo.

filosofia deste investimento se enquadra nos objectivos da Reserva Estratégica mas sendo uma aposta (estratégia “alfa”) deverá estar fundamentada em estimativas de rentabilidade esperada que compensem o risco específico que decorre do afastamento de uma estratégia de indexação estabelecida de forma a garantir o máximo de diversificação.



Investimentos não concretizados

Durante o período 2006-2008, foram objecto de análise dois outros novos investimentos, apresentados pela administração da Finpro (conforme informação constante das actas do Conselho Directivo):

- o Project Creation, discutido a 25/1/2006, que visava a aquisição via OPA (Operação Pública de Aquisição) da Bolsa de Londres. Tratava-se de um veículo com um investimento inicial de 59 milhões de libras (cerca de 72,85 milhões de euros, à data). Os accionistas deste veículo seriam a Finpro (com 40% do capital) e a RENTIPAR, a Amorim Desenvolvimento e o FEFSS, cada um com 20%. O Project Creation entraria num consórcio com outros investidores com especial destaque para o grupo Macquarie (com empresas operadoras de aeroportos), o Citibank e o Dresdner Bank.
- O DRIVe, discutido a 29/11/2006, que visava a exploração de auto-estradas nos EUA. A Finpro teria uma participação de 1/3 no investimento inicial de 700 milhões de dólares (e venderia 2/3 desta participação à RENTIPAR, a Amorim Desenvolvimento e o FEFSS). A Finpro entraria no consórcio com outros investidores institucionais com especial destaque

para o grupo Macquarie. O *commitment* inicial (compromisso de entrada de capital) para o FEFSS seria de 25 milhões de euros.⁸⁷

Em ambos os casos, a Finpro não teria participação directa na gestão ficando com uma posição de *negative control* nos veículos.

Ambas as operações foram aprovadas pelo CD do IGFCSS mas nenhuma se concretizou.

⁸⁷ A 15/3/2007, o CD desiste do *commitment* (em linha do que tinha sido decidido pela Finpro). O documento de DI que acompanha a acta não é conclusivo sobre a bondade do investimento.

Parte I.IV - Imobiliário

I.IV. 1 Objectivos e metodologia de análise

Inventariámos e caracterizámos os procedimentos adoptados em termos de decisões de investimento relevando os que decorrem da especificidade da categoria de activos imobiliários com vista a identificar os pontos fortes e as fraquezas dos métodos adoptados. Em particular, apresentámos as restrições impostas aos investimentos, aos instrumentos e às operações, o peso desta classe de activos na alocação estratégica e a filosofia de gestão. Estudámos os órgãos responsáveis pela política de investimentos e articulação entre eles, em particular a existência de directrizes por parte da tutela e a participação do Conselho Consultivo. Analisámos a documentação sobre procedimentos (em particular, o funcionamento do Comité de Investimento (CI) e sobre decisões estratégicas de investimento (actas do CD e memorandos apresentados por DI); e efectuámos três reuniões com a presença do Presidente e/ou do Vice-Presidente do Conselho Directivo (20 de Janeiro, 4 de Maio e 5 de Junho) e uma reunião com o Presidente do CC (25 de Março).

Fizemos o estudo das análises subjacentes à selecção/accompanhamento de investimentos dos activos que compõem a classe “Imobiliário”, identificámos os responsáveis pela implementação da estratégia de investimento, e levantámos a informação de apoio usada por DI na base da elaboração das propostas de investimentos; os procedimentos e mapas de controlo de risco ou outros mecanismos de controlo da gestão delegada. Estudámos as actas do Conselho Directivo e informação anexa (propostas de DI e outra informação suporte), relatório e contas do FEFSS (com especial ênfase em 2006-2008) e os prospectos e relatórios dos fundos de investimento imobiliário.

Caracterizámos os investimentos e desinvestimentos efectuados, apresentámos as características dos investimentos do FEFSS no período em análise, avaliámos a adequação dos investimentos realizados à política e estratégias de investimentos definidas e verificámos a *compliance* com restrições legais e os critérios para tomadas de mais valias; apurámos as mais e menos valias realizadas/potenciais nos desinvestimentos. Calculámos as TIR dos investimentos e apreciamos o desempenho o binómio rendibilidade-risco.

Finalmente, apreciamos os critérios de valorimetria adoptados e a *disclosure* (2006-2008) no âmbito do POCISSSS ou, quando aplicável, os critérios valorimétricos e as técnicas e instrumentos de cobertura de risco que resultam de usar as normas contabilísticas internacionalmente aceites.

I.IV. 2 Enquadramento histórico

Na sua redacção actual, o Regulamento de Gestão prevê que a carteira do FEFSS inclua um máximo de 10% em imóveis, unidades de participação em instrumentos de investimento colectivo ou outros veículos financeiros de investimento imobiliário (n.º 3 do art.º 4.º alínea e)). Aplicam-se ainda os limites de exposição do n.º 4 do artigo 4º (investimento não pode exceder 20% dos capitais próprios da entidade emitente e 5% do Activo do FEFSS).

As orientações para a estratégia de investimento imobiliário internacional tiveram por base um estudo realizado em 2004 pela consultora DTZ (“Estudo Sobre a Caracterização do Mercado Imobiliário da União Europeia” de Março de 2004).

No documento do CD de Julho de 2005 enunciam-se os limites e “os princípios orientadores da tipologia do investimento imobiliário com interesse para o FEFSS”, de que se destaca desde logo a indicação de privilegiar o investimento indirecto (fundos de investimento, ou similares), estabelecendo uma exposição máxima *target* de 1/3 para os investimentos directos nos investimentos imobiliários totais.

Relativamente a cada uma das duas subclasses, o CD estabeleceu as seguintes directrizes:

Investimentos Indirectos

- investimentos em fundos de investimento imobiliário (ou entidades com estrutura similar) de entidades com sede em países da OCDE;⁸⁸
- limite máximo de 10% do Valor Patrimonial para as Aplicações em Fundos de Investimento (CD, Política de Investimentos, Setembro 2003 e Julho de 2005);
- exposição *target* máxima a cada fundo de 5% do total dos activos na classe podendo atingir 10% mediante a autorização do Conselho Directivo;
- (tendencialmente) cobertura total da exposição cambial;
- possibilidade de atribuição de mandatos de gestão externa.

Investimentos Directos

- princípio geral definido para o risco de crédito de contraparte (a portaria 1273/2004 define um *rating* mínimo de BBB/Baa3 mas este mínimo foi alterado para A-/Aa3 pelo CD em documento de Julho de 2005) quando disponível a notação de *rating*, caso contrário, garantia bancária emitida por entidade com aquela notação de *rating* (ou caução em títulos de dívida com notação de risco

⁸⁸ A DTZ recomendava no seu estudo a utilização de produtos de *private equity*, contemplando a possibilidade de virem a ser complementados por *public debt*, em particular, produtos securitizados.

adequada) equivalente a 18 meses de rendas + rendas do período de pré-aviso se rescisão;

- evitar exposição a inquilinos que sejam entidades do Estado Português;
- entregar a gestão dos imóveis a terceiros (por recurso a *outsourcing*) ou aos próprios inquilinos.

Como investimento em imobiliário de referência (base para um *benchmark* específico para esta classe de activos) o CD estabeleceu no documento referido a seguinte estrutura por sectores e países de destino:

- Escritórios	36%
- Retalho (essencialmente centros comerciais)	34%
- Logística	30%
e	
- Reino Unido	32%
- Alemanha	30%
- França	14%
- Itália	9%
- Holanda	9%
- Espanha	6%.

O *yield* mínimo de referência indicado apontava para uma taxa anual real de rentabilidade de 4.75% para o investimento directo e de 4% para o investimento indirecto (justificado pela maior diversificação e liquidez dos investimentos realizados por intermédio destes veículos). O horizonte temporal máximo de investimento nesta subclasse de activos era originalmente de 2016 (face a estimativas de que o final de período de acumulação para 2011). Com as novas projecções, o horizonte máximo de investimento poderá ser estendido para 2040 (nossa estimativa).

Os investimentos aprovados entre 2005 e 2008 ocorreram unicamente por via de veículos de investimento imobiliário de entidades europeias a actuar no mercado nacional e europeu (identificadas no estudo a DTZ já referido). Apesar de o documento orientador de 2005 não referir explicitamente o abandono dos investimentos directos, em Setembro de 2006, o CD decide recolher propostas para venda dos imóveis Castilho e Taguspark (acta da reunião do CD de 15/9/2006). Esta posição decorre do reconhecimento por parte do CD da falta de vocação por parte da equipa do IGFCSS para gestão de edifícios. Por outro lado, o facto de

todos os imóveis detidos no início do período de análise estarem arrendados a entidades directa ou indirectamente ligadas ao Estado Português, um dos aspectos que a Política de Investimentos referida em cima visava evitar, poderia ter sido um outro factor tido em conta pelo CD.

Como salientado pelos Presidente e Vice-Presidente do IGFCSS em reunião com a equipa de auditoria do TC de 20/1/2009, a falta de competências internas nesta área de investimento, explica também a suspensão de investimentos indirectos no imobiliário em meados de 2008. Ainda assim, nesse mesmo ano, registou-se, para além de reforços em fundos já existentes (operações de chamada de capital decorrentes de compromissos assumidos anteriormente), uma subscrição de unidades de participação do FEI (Fundo Especial de Investimento) Caixa Gest Imobiliário Internacional.⁸⁹ Esta subscrição foi realizada parcialmente por transferência dos fundos Henderson CLOF (Centre London Office Fund) e Henderson UK Shopping Center (ver em baixo mais detalhes).

No documento sobre “Prioridades no Sub-processo Gestão de Carteira” de 3/4/2008 aprovado em CD a 9/4/2008, o CD constata não ter sido possível avançar com a estratégia de aumento da exposição ao imobiliário para atingir o objectivo inicialmente definido de 10%, devido à especificidade dos veículos de investimento adequados (fundos de investimento fechados, sendo muitos sediados em *off-shores*) e por limitação de recursos de análise (e implementação) internos.^{90,91} Deste diagnóstico, parece resultar a intenção de avançar com mandatos de externos na área de especialização Imobiliário. Porém, parece existir ainda alguma indefinição neste aspecto, pois na acta da reunião do CD de 19/9/2008, afirma-se que, em relação à componente Imobiliário, se equacionava a contratação de uma

⁸⁹ Vide acta de 17/12/2008.

⁹⁰ Na reunião da equipa do Tribunal de Contas com DI e DEPC, realizada a 3 de Março de 2009, a responsável de DI referiu que os dois dos colaboradores de DI (Direcção de Investimento) que acompanham o mercado imobiliário acompanham igualmente os investimentos em obrigações e liquidez.

⁹¹ Refira-se, a título de exemplo, a complexidade fiscal associada a muitos destes investimentos. A 17/1/2007, o CD decide avançar com um procedimento de aquisição de serviços de consultoria fiscal de investimento imobiliário (acta de 17/1/2007). Dos 5 concorrentes (Ernst & Young, PwC, Deloitte, KPMG e BDO), foi escolhida a auditora Ernst & Young. O 1º estudo apresentado a 14/11/2007, identifica duas tipologias de fundos (fundos transparentes e fundos não transparentes) de acordo com a esfera de tributação (no investidor ou no veículo). No caso da carteira do FEFSS, nesta última categoria, estavam incluídos os dois fundos da Henderson Global Investors, sediados em Jersey. Sendo o FEFSS isento, os impostos na esfera do veículo poderão ser difíceis de recuperar. A 5/11/2008, o IGFCSS cancela o serviço adjudicado à Ernst & Young. Conforme explicado pelo vice-presidente do CD na reunião de 22 de Maio de 2009, tal resultou de a Ernst & Young não conseguir cumprir as condições de regularidade na produção dos relatórios contratada.

equipa a par da contratação de mandatos externos. No Relatório e Contas do IGFCSS de 2008, refere-se que o IGFCSS decidiu dar prioridade aos mandatos externos relativos às classes Dívida Privada e Acções de Pequenas e Médias Empresas.

I.IV. 3 Considerações Globais

O investimento em imobiliário do FEFSS poderá consubstanciar-se de duas formas de participação:

- investimento directo;
- investimento indirecto, por via da participação do FEFSS em veículos de investimento colectivo imobiliário com carácter fechado/aberto, nacional/estrangeiro; em títulos cotados com exposição dominante de investimento imobiliário e em produtos indexados com risco imobiliário.

Formalmente, a tomada de decisão de imobiliário directo e indirecto e a implementação das decisões decorre do previsto nos procedimentos Sub-processo de Negócio, Gestão de Carteiras (Pn.GA.GC) e Procedimento Gestão de Carteira (Pn.GA.GC.01). Cabe à Direcção de Investimentos (ver organograma, Manual de Qualidade) fazer as propostas de investimento elaboradas de acordo com as instruções de trabalho (Pn.GA.GC.01.IM03; Pn.GA.GC.01.IM01) a discutir no CI. Os regulamentos de Comité de Investimento não contêm referência a quaisquer especificidades relacionadas com este tipo de investimentos. A decisão é da responsabilidade do CD e consta em acta.

As decisões de investimento aprovadas são depois implementadas pela DI. Relativamente à implementação, DI age de acordo com o estipulado nas instruções de trabalho (Pn.GA.GC.01.IM02; Pn.GA.GC.01.IM04) tendo liberdade de escolha do *timing* adequado para a sua implementação. O Director de Investimento e um membro do CD são responsáveis pela validação das operações executadas. Cabe a DI enviar a DEPC toda a informação necessária à feitura dos mapas de medição de *performance* que servem de base ao controlo da implementação da tática de investimento e de cumprimento da exposição de activos a moeda não euro e dos limites legais ou decididos pelo CD, bem como a necessária à realização de operações de chamada de capital, pagamento de rendimentos, etc. A documentação de suporte ao investimento inclui os documentos oficiais dos veículos de investimento, designadamente o prospecto do veículo, o regulamento de gestão e os relatórios e contas das entidades que gerem esses veículos (quando existirem).

Segundo o procedimento em vigor, na análise dos investimentos directos em imobiliário, DI deveria consultar a Direcção Geral do Património para cumprimento legal e apoio à decisão antes de encerrar a proposta a apresentar a DI.⁹² Cabe ainda a DI a condução das avaliações aos edifícios nos termos definidos no Regulamento de Valorimetria. Cabe a DEPC o controlo do cumprimento dos limites regulamentares e definidos na Política de Investimento.⁹³

No caso de investimentos indirectos, as propostas de DI a apresentar ao CI devem ser acompanhadas de Ficha Técnica de Conformidade Operacional preenchida pela DEPC.

Em baixo, apresenta-se a composição da carteira desta classe de activos e analisam-se individualmente alguns dos investimentos que integram a mesma tendo-se utilizado como critério de selecção a relevância material e/ou a natureza específica do investimento.

I.IV. 4 Composição da classe de Imobiliário

A 31/12/2005, a classe Imobiliário atingia 184.813 milhões de euros representando 2,99% do FEFSS (que ascendia nessa data a 6.176.168 milhões de euros) (ver Tabela I.IV.1). No final de 2008, esta classe de activos estava valorizada em 246.073 milhões de euros, cerca de 2,95% da carteira do FEFSS (8.338,8 milhões de euros). O peso do Imobiliário manteve-se praticamente inalterado, apesar dos investimentos realizados, e de se terem registado rentabilidades superiores à carteira global do FEFSS de respectivamente, em 2006, 2007 e 2008, de 15.84%, 8.47% e -3.67% (contra os 5.18%, 4.08% e -3.86% obtidos pela carteira do FEFSS em termos agregados). A 31/12/2008, o FEFSS tinha ainda compromissos remanescentes de cerca de 11 milhões de euros (cerca de 4% do total dos investimentos imobiliários).⁹⁴

⁹² Vide Instrução de Trabalho Pn.GA.GC.01.IM01. Actualmente, as atribuições da Direcção-Geral do Património são da competência da Direcção-Geral do Tesouro e Finanças (cfr. n.º 2 do art. 33.º do Decreto-Lei n.º 205/2006, de 27 de Outubro e n.º 1 do art. 11.º do Decreto Regulamentar n.º 21/2007, de 29 de Março).

⁹³ Ver, por exemplo, mapa anexo à acta de 6/12/2006 (Mapa com Exposição Imobiliária de 30/11/2006).

⁹⁴ Respectivamente, 6,5 milhões no Curzon, 2,1 milhões no ING Retail Property e 2,3 milhões no PREFF (vide Anexo às Demonstrações Financeiras do IGFCSS de 31/12/2008, nota 8.2.39.3 – Compromissos de Investimento).

Tabela I.IV.1: Composição da classe de activos Imobiliários

Composição da Classe de Activos Imobiliário								
	2005		2006		2007		2008	
	valor	%	valor	%	valor	%	valor	%
Imóveis								
HOSPITAL CASCAIS	2,246,252	1.22%	8,212,371	3.46%	8,212,371	3.39%	8,212,371	3.34%
TAGUS PARQUE	15,104,839	8.17%	16,390,000	6.90%	16,390,000	6.77%	16,390,000	6.66%
EDIFÍCIO CASTILHO	9,951,018	5.38%	13,881,883	5.84%				
SUB-TOTAL (1)	27,302,109	14.77%	38,484,254	16.20%	24,602,371	10.15%	24,602,371	10.00%
FII								
FII AF PORTF IMOBILI	3,273,993	1.77%	3,436,856	1.45%	3,583,244	1.48%	3,725,962	1.51%
FII PREFE PAN EUROPE	1,751,194	0.95%	8,575,755	3.61%	12,670,568	5.23%	13,229,684	5.38%
FII VISION ESCRITORI	8,747,416	4.73%	9,024,734	3.80%	9,269,904	3.83%	9,143,405	3.72%
FII LUSIMOVEST	9,306,030	5.04%	9,593,670	4.04%	9,936,930	4.10%	10,291,500	4.18%
FII FUNDIMO	5,605,333	3.03%	5,611,140	2.36%	5,642,473	2.33%	5,657,386	2.30%
FII IMOVEST	4,229,018	2.29%	4,316,935	1.82%	4,367,958	1.80%	4,421,208	1.80%
FII EURO STRA OFFICE	15,810,623	8.55%	24,378,168	10.26%	21,822,453	9.01%	13,921,625	5.66%
FII PANEURO PROP LIM	9,759,318	5.28%	10,929,137	4.60%	12,445,800	5.14%	10,563,347	4.29%
FII ING RETAIL PROPE	2,660,441	1.44%	10,976,776	4.62%	14,647,715	6.05%	20,983,836	8.53%
FII IMOSOCIAL	5,473,573	2.96%	5,515,967	2.32%	5,591,763	2.31%	5,566,644	2.26%
FII CNT LND OFC FUN	26,062,134	14.10%	34,630,180	14.58%	31,217,552	12.89%		
FII HEND UK SHP CENT	16,077,078	8.70%	18,709,001	7.88%	15,825,175	6.53%		
FII FEI CXGES IM INT							43,802,777	17.80%
FII AELF			4,500,000	1.89%	12,975,000	5.36%	16,500,000	6.71%
FII OFFICE PARK EXPO	26,652,780	14.42%	39,612,469	16.68%	45,885,959	18.94%	52,393,333	21.29%
FII MAXIRENT	4,157,983	2.25%	4,463,131	1.88%	4,766,243	1.97%	5,003,329	2.03%
FII IMODESENVOLVIMEN	17,944,100	9.71%						
FII CURZON			4,768,930	2.01%	7,021,041	2.90%	6,266,940	2.55%
SUB-TOTAL (2)	157,511,014	85.23%	199,042,847	83.80%	217,669,778	89.85%	221,470,977	90.00%
TOTAL	184,813,122	100.00%	237,527,101	100.00%	242,272,149	100.00%	246,073,348	100.00%
% FEFSS	2.99%		3.58%		3.20%		2.95%	
<i>Por memória</i>								
FEFSS	6,176,167,939		6,640,263,151		7,560,237,346		8,338,818,622	

Fonte: Mapas de Valorização do Trader

A 31/12/2008, o Imobiliário era composto por:

- 24,602 milhões de euros em imóveis (cerca de 10% contra 15% no final de 2005);
- 221,471 milhões de euros em unidades de participação em instrumentos de investimento colectivo ou outros veículos financeiros de investimento imobiliário (cerca de 90% contra 85% no final de 2005).

A 31/12/2008, o fundo detinha dois imóveis (edifício de escritórios Taguspark e Hospital de Cascais) e 15 participações em fundos de investimento imobiliário. Os dois principais investimentos representavam 39% do total do Imobiliário, a saber, o FEI Caixagest Imobiliário Internacional e FII Office Park Expo, com respectivamente, 17.8% e 21.3%, não respeitando o limite máximo decidido por CD de 10% do total da carteira de investimento imobiliário. Os quatro maiores investimentos representavam mais de 54% do total dos activos nesta classe e 7 das posições ultrapassam os 5% do valor total investido em Imobiliário.

Em termos de destino geográfico de Investimento, a exposição relativa ao mercado português reduziu-se de 61% para 49% mas representa ainda quase cerca de metade dos

investimentos (ver Tabela I.IV.2).⁹⁵ Os restantes investimentos são essencialmente paneuropeus, com especial destaque para o Reino Unido. Em termos sectoriais, os escritórios, apesar de apresentarem um peso inferior em 2008 (31% contra 57% em final de 2005), representam ainda o sector mais importante (ver Tabela I.IV.3). Refira-se que a categoria Diversificado tem um peso significativo do segmento escritórios.

Tabela I.IV.2: Imobiliário - Destino

Imobiliário - Destino				
	2005	2006	2007	2008
	%	%	%	%
Portugal	61.0%	50.5%	46.9%	49.1%
Europa	39.0%	49.5%	53.1%	50.9%
- Reino Unido	22.8%	22.5%	19.4%	0.0%
- Pan-Europa	16.2%	27.0%	33.7%	50.9%
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Fonte: Relatórios e Contas do FEFSS, 2005-2008 e Prospectos dos Fundos

Tabela I.IV.3: Imobiliário – Sector (peso preponderante)

Imobiliário - Sector (peso preponderante)				
	2005	2006	2007	2008
	%	%	%	%
Escritórios	56.9%	51.2%	44.7%	30.7%
Comercial	10.1%	12.5%	12.6%	8.5%
Logística	0.0%	1.9%	5.4%	6.7%
Outros	6.4%	7.7%	7.7%	7.6%
Diversificado	26.5%	26.8%	29.7%	46.5%
	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Fonte: Relatórios e Contas do FEFSS, 2005-2008 e Prospectos dos Fundos

Grande parte das sociedades gestoras dos fundos estão sediadas em Portugal (Tabela I.IV.4). Os dois únicos fundos imobiliários sediados em *offshores*, o fundo Henderson CLOF e o fundo Henderson UK Shopping Center, foram transferidos para o fundo o FEI Caixagest Imobiliário Internacional (cujo prospecto explicitamente contempla a compra de participações de fundos incorporados em territórios *off-shore*) em final de 2008.⁹⁶ Dois dos

⁹⁵ Em mapa anexo à acta de 6/12/2006 (Mapa com Exposição Imobiliário de 30/11/2006), é feito o levantamento da exposição do FEFSS a investimentos imobiliários em países excluindo Portugal via Fundos de Investimento Imobiliário, bem como análise do desempenho dos fundos desde a sua entrada em carteira (TWR - *time-weighted returns* - anualizadas). Da consulta das actas, parece resultar que este levantamento sistemático não é feito com muita frequência, ou não lhe é feita referência explícita nas actas do CD.

⁹⁶ Vide Anexo às Demonstrações Financeiras do IGCFFS de 31/12/2008, nota 8.2.39.9 – *Off-Shore* (Despacho nº 11595/2008): “O FEFSS a 31.12.2008 não detém qualquer aplicação financeira emitida a partir dos territórios em *off-shore*”.

fundos são fundos de fundos, designadamente, FEI Caixagest Imobiliário Internacional e ING Retail Property). As principais participações são em fundos fechados.

Tabela I.IV.4: Imobiliário – Entidades gestoras

Imobiliário - Entidades Gestoras		
Fundo	Entidade Gestora	Sede
FII AF PORTF IMOBILI	Millennium BCP - Gestão de Fundos de Investimento, SA □	Portugal
FII PREFE PAN EUROPE	PREFE	Irlanda
FII VISION ESCRITORI	Norfin - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Imobiliários, SA	Portugal
FII LUSIMOVEST	Santander Asset Management - Sociedade Gestora Fundos Investimento Mobiliário, SA	Portugal
FII FUNDIMO	Fundimo - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Imobiliário, SA	Portugal
FII IMOVEST	Santander Asset Management - Sociedade Gestora Fundos Investimento Mobiliário, SA	Portugal
FII EURO STRA OFFICE	Tishman Speyer	Reino Unido
FII PANEURO PROP LIM	Rockspring PIM	Reino Unido
FII ING RETAIL PROPERTY**	ING	Holanda
FII IMOSOCIAL	Selecta - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Imobiliário, SA	Portugal
FII CNT LND OFC FUN*	Henderson Global Investors	Jersey
FII HEND UK SHP CENT*	Henderson Global Investors	Jersey
FII FEI CXGES IM INT**	Caixagest	Portugal
FII AELF	Goodman	Luxemburgo
FII OFFICE PARK EXPO	Norfin - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Imobiliários, SA	Portugal
FII MAXIRENT	Refundos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Imobiliário, SA	Portugal
FII IMODESENVOLVIMEN	Imópolis	Portugal
FII CURZON	Curzon Global Partners	Reino Unido

* integrados no FEI Caixagest Imobiliário Internacional a 17/12/2008

** fundos de fundos

Fonte: Relatórios e Contas do FEFSS, 2005-2008 e Prospectos dos Fundos

Como referido, é da responsabilidade do DEPC apurar se os limites estão ser cumpridos, de forma agregada, se o investimento imobiliário não ultrapassa 10% do FEFSS (artigo 4º, n.3, alínea e)) e individualmente, se nenhum título representa mais de 5% do activo do FEFSS (artigo 4º, n.4) (mapa de limites ao investimento impostos pela Portaria nº. 1273/2004). De igual forma, DEPC deve verificar o cumprimento dos limites estabelecidos pelo Conselho Directivo (e.g. Política de Investimentos de Julho de 2005), em particular se as aplicações em fundos de investimento cumprem os 10% máximos do valor patrimonial do fundo. Apesar de a maior parte dos fundos disponibilizar a informação pelo menos numa base mensal (como acontece, por exemplo, com os fundos harmonizados e os fundos não harmonizados autorizados em Portugal, em que essa informação está disponível na página da CMVM), noutros casos, os relatórios dos fundos são disponibilizados com menor periodicidade e há atrasos na publicação (a título de exemplo, reportamo-nos ao mapa de limites do DEPC de 5 de Maio de 2009, onde se pode ler que o Valor Patrimonial de 31/12/2008 está indisponível para três FII).

O controlo do cumprimento dos limites acresce de uma complexidade adicional quando se trata de fundos de fundos sendo necessário contemplar participações cruzadas. Um aspecto

relacionado advém do cumprimento do limite máximo de 15% de exposição em moeda estrangeira. Ao longo do período de 2006 a 2008, a percentagem dos investimentos directos em libras não cobertos foi variando mas com níveis de cobertura próximos dos 100%. Porém, e apesar de nas actas do CD se fazer menção a mapas de controlo da exposição FEFSS a países com investimentos em FII ex-Portugal (acta de 29/11/2006), e haver um controlo semanal da exposição a risco cambial, não conseguimos informação sistematizada com referência explícita aos montantes da exposição em moeda estrangeira que decorrem de investimentos imobiliários indirectos.⁹⁷ No caso de fundos paneuropeus com investimentos não euro, a cobertura que se realiza tem por referência a moeda de relato do fundo, e pode por isso ser imperfeita por tratar-se de facto da cobertura do risco contabilístico (relativa à moeda em curso onde o fundo está sediado) ao invés da cobertura do risco cambial relevante que é aquele que advém de alterações na moeda dos investimentos do fundo. Note-se que a cobertura cambial do FEFSS relativamente à moeda de relato (não euro) poderá fazer sentido se houver, da parte do próprio FII cobertura da moeda do risco cambial moeda investimento/moeda de relato, mas o que se traduz na prática numa dupla cobertura (a realizada pelo do fundo e a realizada pelo FEFSS).⁹⁸ Caso não haja cobertura por parte do FII, uma alternativa ao reconhecimento explícito destas valias cambiais, poderia ser reconhecer que mais e menos valias cambiais são inseparáveis dos restantes ganhos ou perdas nestes instrumentos. Ressalta desta análise, que para que se possa efectivar o controlo do cumprimento dos limites, teria de haver um levantamento sistemático dos investimentos (directos) de cada FII e da sua política de cobertura cambial dos fundos. Da informação que nos foi disponibilizada em termos de relatórios de fundos, podemos inferir que presentemente esse controlo não é feito de forma sistemática.

No que respeita ao controlo do cumprimento dos limites de concentração impostos pela política de investimentos referido, como é evidenciado no mapa de limites do DEPC de Maio de 2009 referido, há uma situação clara de incumprimento no que respeita ao FII Office Park Expo: o investimento do FEFSS está bastante acima dos 10% fixados (nessa data, esta

⁹⁷ A título de exemplo, refira-se a entrada do FEFSS no FEI Caixagest Imobiliário Internacional por transferência dos fundos Hendersen CLOF e Henderson UK Shopping Center. Se um dos compromissos que o FEFSS quis garantir por parte do fundo foi que a exposição a veículos de investimento integrantes do FEI fora da OCDE fosse inferior a 10%, nada foi solicitado quanto à exposição a investimentos não denominados em euros. O prospecto do fundo (de 14/10/2008) refere ainda assim que o fundo privilegia o investimento na zona euro e que, por norma, será efectuada a cobertura cambial de investimentos em moeda não euro.

⁹⁸ Um fundo sediado no Reino Unido, tendo por moeda de relato a libra esterlina, com investimentos na zona euro, poderá fixar o valor em libras esterlinas, obrigando o FEFSS a cobrir o risco de câmbio libra esterlina / euro, quando originalmente o investimento não tinha risco cambial.

participação representava 25.08% do Valor Patrimonial do fundo). Não foi encontrada referência a este desvio nas actas do Conselho Directivo. Da mesma forma, para o FEI Caixagest Imobiliário Internacional a subscrição de 9.259.259 das 53.442.417 unidades totais representativas do capital do fundo representam 17.44% do fundo, acima dos 10% fixados. Apesar do procedimento Pn.GA.MC.01.OP10 instituir a produção de mapas de análise de cumprimentos de limites (DEPC), esses mapas não aparecem regularmente como anexos à actas do CD, não havendo referência às situações de incumprimento.

I.IV. 5 Taxa de rentabilidade global e *benchmarks*

O documento “Metodologia de controlo de *excess return* das carteira do FEFSS” de 2006 estabeleceu como *benchmark* da classe Imobiliário o *Bund Yield* (Obrigações do Tesouro Alemão) 10 anos +2%. Para 2007, a taxa de referência foi fixada em 7% (“Metodologia de controlo de *excess return* das carteira do FEFSS” de 2007). Para 2008, não há referência a qualquer índice de aferição, pois a classe é excluída do cálculo do *excess return* (“Metodologia de controlo de *excess return* das carteira do FEFSS” do 1º e 2º semestres de 2008).

Análise

Em 2006 e 2007, a classe Imobiliário do FEFSS como um todo apresentou taxas de rentabilidade superiores aos índices de aferição usados no cálculo do *excess return* (*Bund Yield* 10Y +2% ou 7%).⁹⁹ Já em 2008, o desempenho do FEFSS ficou muito aquém daqueles *benchmarks*. Os *benchmarks* referidos não reflectem a *performance* de investimentos imobiliários comparáveis e, dessa forma, não traduzem a quebra no valor dos activos imobiliários induzida pela crise do *subprime* nos EUA iniciada em Abril de 2007. Revelam assim a sua fragilidade para efeitos de avaliação de *performance* desta classe de activos. Grande parte dos índices europeus de imobiliário (com base em acções do sector, transacções ou contribuições de agentes do sector) registaram perdas significativas em 2007 e 2008.¹⁰⁰ Em Portugal, a correcção foi menos acentuada, e alguns sectores, como é o

⁹⁹ “Atribuição de graus de discricionariedade na gestão táctica da carteira do FEFSS”, 2006 e 2007.

¹⁰⁰ As taxas de rentabilidade do FTSE EPRA/NAREIT DEVELOPED EUROPE nos anos 2006, 2007 e 2008, foram de, respectivamente, +48.73%, -31.91% e -48.59%.

caso dos escritórios, mostraram menos sensibilidade à crise, resultado também de um desempenho modesto nos anos pré-crise.

Na impossibilidade de obtermos estimativas de medidas de risco fiáveis para ajustar as carteiras pelo risco, apresentamos as taxas de rentabilidade de um conjunto de índices indicativos da *performance* do sector imobiliário. Alertamos porém que a comparação com um *benchmark* genérico, para apreciar a rentabilidade do FEFSS poderá induzir em avaliações relativas de desempenho desprovidas de significado, por várias ordens de razão:

(i) desde logo, o exercício perde significado se usarmos um mesmo índice de aferição, para apreciar o desempenho de investimentos directos (imóveis) e investimentos indirectos (fundos). No caso do FEFSS, a carteira inclui, desde Março de 2007, apenas dois imóveis de escritórios localizados em Lisboa (apesar de em termos estratégicos, de acordo com a Política de Investimentos, a alocação *target* ser 1/3 investimentos directos, 2/3 indirectos), levando a que grande parte do risco seja específico ao comportamento dos mesmos dois imóveis, e com características particulares. Destacamos um menor risco de crédito de contraparte (inquilinos) que a média do mercado em virtude de os dois imóveis estarem arrendados a entidades directa ou indirectamente ligadas ao Estado. Em Portugal, os índices IPD – *Investment Property Data* – seria um índice de aferição a considerar para efeitos de avaliação de desempenho do investimento directo, caso a carteira fosse razoavelmente diversificada. Apesar de se tratarem de índices que resultam de contribuições (de investidores, promotores, fundos de investimento, etc.) são índices calculados rigorosamente usando TWR (rentabilidades mensais *time-weighted*) e com histórico anterior a 2000.¹⁰¹ Porém, não havendo uma política de indexação ao mercado, a comparação teria de ser feita entre medidas ajustadas pelo risco (como por exemplo, o rácio de Sharpe);

(ii) em segundo lugar, a carteira de investimentos indirectos do FEFSS (através de fundos imobiliários e outros veículos afins) tem um peso muito significativo de activos localizados em Portugal (e no sector de escritórios), o que dificulta a comparação com um índice paneuropeu geral; por outro lado, os investimentos não são exclusivos a Portugal, o que impossibilita a comparação directa das rentabilidades do FEFSS com o índice de rendibilidades dos fundos de investimento imobiliário da Associação Portuguesa das Sociedades Gestoras de Patrimónios e de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios (APFIPP).

¹⁰¹ O IPD reúne informação sobre 671 imóveis detidos por 26 fundos e empresas imobiliárias.

(iii) Como em (i), não havendo para esta classe de activos uma política de indexação ao mercado, seria necessário calcular medidas ajustadas pelo risco para a carteira de FII do FEFSS e para o *benchmark*.

A obtenção de estimação de medidas de risco de qualidade é dificultada pelo pouco histórico das séries de rentabilidade desta classe de activos e a estimação com séries de taxas de rentabilidade mensais é controversa. No que respeita à carteira de imobiliário do FEFSS, essas rentabilidades poderão ter pouco significado dado que a avaliação dos imóveis directa ou indirectamente detidos pelo FEFSS (por via da valorização das unidades de participação) é feita esporadicamente. Além disso, as valorizações das unidades de participação são obtidas em alguns casos junto das respectivas sociedades gestoras, e não em bolsa e, mesmo quando se trata de valorização da Bloomberg ou da CMVM¹⁰², quando se trata de fundos fechados com menor liquidez, as cotações poderão estar desfasadas. Nesse sentido, com a informação que poderíamos retirar do Trader, obteríamos estimativas das medidas de risco enviesadas (para baixo). Note-se que, em alguns casos, mesmo para efeitos de encerramento de contas, a valorização das UPs não reflecte os NAVs – Net Asset Values – dos fundos a 31 de Dezembro pois os relatórios dos fundos só são disponibilizados ao IGCSS em data posterior ao fecho das contas.¹⁰³ Para além destas limitações, acresce que não temos acesso às séries de rentabilidade mensais do IPD ou da APFIPP no sentido de obter as correspondentes medidas de risco para os *benchmarks*.

A análise desenvolvida na Tabela I.IV.5 sugere que a avaliação de *performance* na classe de activos Imobiliário que o FEFSS realiza tem pouco significado. Seria importante identificar um *benchmark*, que permitisse apreciar as rendibilidades periódicas desta classe de activos, em particular no que respeita aos fundos de investimento imobiliário que representam 90% dos investimentos em Imobiliário.

O FEFSS deveria considerar a construção de um índice de aferição compósito com base num índice europeu (por exemplo, o IPD *European Pooled Property Fund*¹⁰⁴) e no índice de rendibilidades dos FII da APFIPP, tendo assim em consideração a sobreexposição a

¹⁰² Ver, a propósito, as notas da Deloitte & Associados, SROC relativas à auditoria de 31 de Dezembro de 2008 (procedimentos de valorização de carteira).

¹⁰³ Ver, a propósito, acta do CD de 24/1/2007.

¹⁰⁴ “The IPD European Pooled Property Fund Indices are a new addition to IPD's Pooled Property Fund Indices (PPFI). IPD already make PPFI available for the German, Italian and UK markets. The indices (...) comprise both regulated and unregulated investment products (suitable for retail and/or institutional investors) and will be geographically diverse, capturing both descriptive and financial data on the (...) property fund investments currently available”, extracto da página internet do IPD.

Portugal. No que respeita a imóveis, caso o fundo reforce no futuro estes investimentos, dever-se-ia usar um índice de aferição para esse tipo de investimento (IPD Portugal).

Tabela I.IV.5: Imobiliário – Rendibilidade FEFSS vs *benchmarks*

Imobiliário: Rentabilidade FEFSS vs. Benchmarks				
	2006	2007	2008	2006-2008
IMOBILIÁRIO FEFSS	15.84%	8.47%	-3.67%	6.57%
Índices de aferição				
Fixo		7.00%		
Bund 10Y+2%	5.51%	5.95%	6.33%	
DTZ Directo (CPI+4.75%)	7.64%	7.79%	5.73%	
DTZ Indirecto (CPI+4%)	6.89%	7.04%	4.98%	
DTZ ALL* (P)	7.01%	7.12%	5.05%	
DTZ Directo EU (CPI+4.75%)	7.12%	8.35%	6.72%	
DTZ Indirecto EU (CPI+4%)	6.37%	7.60%	5.97%	
DTZ ALL (EU)	6.49%	7.68%	6.04%	
Índice Imobiliário APFIPP	3.42%	3.93%	3.14%	3.50%
Índice IPD (Portugal)	12.00%	12.40%	2.60%	8.90%
Índice IPD (Portugal-Escritórios)	15.90%	8.20%	4.70%	9.50%
Índice IPD Paneuropean Pooled Property Funds - local currency	12.30%	5.20%	-7.40%	3.04%
Índice IPD Paneuropean Pooled Property Funds - euros	12.80%	0.80%	-14.80%	-1.05%

* considerando os pesos definidos no documento Política de Investimentos, 2005 (directo 1/3; indirecto 2/3)

Fonte: Relatórios e Contas do FEFSS, 2005-2008; Política de investimento, 2005; Metodologia de Cálculo do Benchmark do FEFSS, 2005 a 2008; APFIPP e IPD

Não se afigurando viável uma estratégia de indexação em virtude dos constrangimentos do FEFSS e por não haver ainda a nível europeu ou da OCDE índices consolidados que reflectam universalmente os activos imobiliários acessíveis a investidores institucionais, a avaliação terá que socorrer-se de medidas ajustadas pelo risco (Sharpe, M2 ou outra). Como referido, a estimação de medidas de risco robustas terão que se basear em, séries de rentabilidade de uma carteira razoavelmente consolidada em termos de estrutura de investimentos que exigem uma actualização com maior periodicidade e de forma atempada dos NAVs dos FII. Na implementação, caso se afigure viável, deveria ser feito um esforço de recolha da informação histórica dos NAVs numa base trimestral.

I.IV. 6 Operações

Na categoria de investimento directo, destaca-se a venda do edifício Castilho em Março de 2007. Em termos de investimentos realizados registou-se a compra de 2/3 do Hospital de Cascais, regularizando uma situação acordada anteriormente. Não se registaram novos investimentos, tendo havido lugar à reavaliação dos imóveis em carteira a 31/12/2006.

Na categoria de investimento indirecto, as subscrições brutas no período 2006-2008 ascenderam a cerca de 123 milhões de euros, contra resgates de cerca de 50 milhões de euros. O investimento líquido em fundos imobiliários totalizou assim no período cerca de 74 milhões de euros. A discriminação dos investimentos imobiliários por via de fundos de investimento consta do quadro seguinte:

Tabela I.IV.6: Investimentos imobiliários por via de fundos

	,000 euros					
	2006	2007	2008	2006-2008		
Subscrições						
FII EURO STRA OFFICE	8,168			8,168		
FII ING RETAIL PROPE	6,840	FII ING RETAIL PROPE	2,500	FII ING RETAIL PROPE	5,185	14,525
FII PREFP PAN EUROPE	6,500	FII PREFP PAN EUROPE	3,000	FII PREFP PAN EUROPE	1,500	11,001
FII CURZON	4,378	FII CURZON	2,347	FII CURZON	1,398	8,123
FII AELF	4,500	FII AELF	8,025	FII AELF	6,225	18,750
FII MAXIRENT	47	FII MAXIRENT	11			58
FII OFFICE PARK EXPO	12,500	FII OFFICE PARK EXPO	6,250			18,750
	42,934		22,132	FII FEI CXGES IM INT	43,800	43,800
					58,108	123,175
Resgates						
FII IMODESENVOLVIMEN	18,198					
		FII EURO STRA OFFICE	5,270			
				FII CNT LND OFC FUN	8,147	31,615
				FII HEND UK SHP CENT	17,979	17,979
	18,198		5,270		26,126	49,594
Suscrições Líquidas						
	24,736		16,863		31,982	73,581

Fonte: Relatórios e Contas do FEFSS, 2005-2008 e Prospectos dos Fundos

As subscrições resultaram em grande parte de reforços de posições de tranches já calendarizadas e subscrições do FEI Caixagest Imobiliário Internacional (43,80 milhões de euros) e do FII AELF (18,75 milhões de euros). Porém, como já referido, a primeira operação foi feita por transferência dos fundos Henderson CLOF e Henderson UK Shopping Center, o que resulta em termos líquidos em um investimento novo de 17,7 milhões de euros. Nos reforços de FII já em carteira, destaca-se o investimento no FII Office Park Expo (18,75 milhões de euros).

No que respeita a resgates, no período de 2006 a 2008, procedeu-se à venda integral das UPs do FII Imodesenvolvimento (18,2 milhões de euros), em Maio de 2006, e ao resgate

parcial de unidades de participação do FII Tishman Speyer European Strategic Office Fund (5,2 milhões de euros), em Abril e Junho de 2007.

A seguir analisam-se algumas operações que destacamos em função da sua relevância material e/ou natureza única do investimento. Elegemos a TIR pois é a medida de rentabilidade que interessa analisar para avaliar o contributo efectivo de um investimento em termos de riqueza criada.¹⁰⁵

Hospital Distrital de Cascais

A 31/12/2005, o FEFSS detinha 1/3 do Hospital de Cascais, valorizado em 2.246.252 euros. Na acta do CD de 5/1/2006 é feita a referência à regularização da compra dos restantes 2/3 do imóvel, operação acordada anteriormente com o Estado. O valor de compra, constante da Resolução Conselho de Ministros 140/2004, foi de 5.463.709 euros e corresponde a 2/3 do valor de avaliação realizada em 2003 (8.195.564 euros).¹⁰⁶ Tendo em conta que estavam em atraso rendas até 31/12/2004, num total de 1.070.451 euros, e não havendo referência a juros compensatórios, o montante a desembolsar pelo FEFSS ascendeu a 4.393.258 euros.

O Hospital de Cascais foi posteriormente reavaliado a 31/12/2006. Como refere o Relatório e Contas de 2006, a reavaliação dos imóveis tem por base avaliações de peritos independentes. O IGFCSS decidiu em 2006 fazer a reavaliação ao valor de avaliação do método de rendimento (valor actual das rendas esperadas), escolhendo o valor mais alto das avaliações apresentadas pelos vários peritos. No caso em apreço, a avaliação foi realizada por um único perito (DTZ), que apresentou dois valores de avaliação usando dois métodos (método de mercado ou comparativo e método de rendimento), respectivamente, de 8.831.928 e 8.212.371 euros.¹⁰⁷

¹⁰⁵ Entendemos utilizar a TIR em vez da TWR, pois o objectivo não é avaliar o desempenho da gestão mas o desempenho do investimento. Para além disso, nesta classe de activos, grande parte das decisões em termos de resgates e subscrições dependem geralmente do IGFCSS. Em alguns casos, este pressuposto poderá não ser correcto pois as chamadas de capital (de compromissos assumidos) poderão fazer-se por iniciativa da entidade gestora do fundo.

¹⁰⁶ No Relatório e Contas de 2006 é feita a divulgação da opção de recompra pelo Estado Português de 2/3 do Hospital de Cascais até 31/12/2008 nestas condições; refere-se ainda que, caso a opção fosse exercida, o FEFSS teria opção de venda do restante 1/3 nas mesmas condições. Essa opção não foi exercida e consequentemente expirou.

¹⁰⁷ O relatório de avaliação da DTZ foi discutido em CD a 17/1/2007 (acta CD de 17/01/2007).

Análise

Devemos antes de mais salientar que, no que toca à regularização da operação com o Estado, não houve lugar nem à actualização do valor de avaliação do edifício (potencialmente a favor ou desfavor do FEFSS) nem à capitalização do valor de rendas passadas (a desfavor do FEFSS). É de referir ainda que o FEFSS efectuou o pagamento 9 meses depois, a 30/9/2006, sem juros compensatórios para o Estado (atraso este a favor do FEFSS).

Sendo um investimento que resulta de decisão anterior à definição da estratégia para esta classe de activos (Política de Investimentos, 2005), não se justifica apreciar a decisão em termos de conformidade com o definido.

Com base nas valorizações a 31/12/2005 e a 31/12/2008 (igual ao valor reavaliado a 31/12/2006), a mais valia potencial somada ao rendimento proporcionado pelas rendas permitiu uma rentabilidade (líquida) de despesas ao longo dos 3 anos de 10.86%. O índice IPD (Portugal) para o período registou um crescimento de 12%.

No que respeita à reavaliação efectuada em 2006 com base numa única avaliação, consideramos o procedimento insatisfatório.¹⁰⁸ O confronto entre diferentes avaliações permitiria uma análise mais esclarecida dos critérios e pressupostos de avaliação adoptados. A título de exemplo, o confronto entre os dois métodos de avaliação usados pela DTZ permite realizar uma apreciação dos pressupostos subjacentes à análise, por exemplo em termos de risco e taxa de depreciação do imóvel utilizados pela DTZ. Esta análise poderia ser mais crítica, caso houvesse dois peritos avaliadores. Uma análise dos critérios usados pela DTZ (permite ver, como uma ligeira alteração na taxa de actualização das rendas teria um impacto muito significativo no valor estimado do imóvel.

Ainda, na reavaliação, a opção pelo valor mais alto parece-nos controversa por si só (porquê a mais alta?).¹⁰⁹ No caso específico do Hospital de Cascais, o valor de avaliação deveria aliás ter tido em consideração que, até 31/12/2008, o FEFSS estava obrigado a vender o imóvel ao Estado português a um valor pré-determinado. Por outras palavras, parte do valor futuro do imóvel que adviria de rendas potenciais superiores às contratadas hoje (reflectido no método de rendimento) poderia vir a ser apropriado pelo Estado português. Na prática,

¹⁰⁸ Na Acta do CD de 23/11/2006, refere-se que, o IGFSS iria convidar a Cushman and Wakefield, a Richard Ellis, a DTZ e a Jones Lang Lasalle para o efeito. Na Acta de 29/11/2006 refere-se que apenas a DTZ respondeu.

¹⁰⁹ Na acta de 29/1/2007, CD decide que, para efeito de encerramento das contas, deve ser utilizado o valor mais elevado das avaliações.

sabemos agora, a opção não foi exercida, o que poderá indiciar que o valor inscrito no final de 2008 em balanço (próximo do preço de exercício da opção) deveria ter sido entretanto objecto de reavaliação (para baixo).

Finalmente, é de destacar a opção tomada pelo IGFCSS de eleger o método de rendimento para fazer a reavaliação dos imóveis. Essa é, de facto, a melhor prática.¹¹⁰

Em conclusão, entendemos que a operação está justificada, se bem que os termos da transacção foram desfavoráveis ao FEFSS, na medida em que se assumia como parte passiva de uma opção de compra.

Recomendação

Em termos dos procedimentos de reavaliação do imóvel, o IGFCSS não procedeu em conformidade com o definido no regulamento de valorimetria e deveria, para futuro, definir a priori os critérios fundamentais que justificam a escolha entre duas avaliações de peritos diferentes, fazendo em cada caso uma análise crítica dos métodos e pressupostos adoptados nas avaliações dos peritos.

Uma questão relacionada prende-se com a escolha dos peritos independentes e sem se pretender particularizar, o IGFCSS deverá garantir sempre que estes têm uma certificação a nível nacional (por exemplo, Peritos Avaliadores certificados pela CMVM - Comissão de Mercado de Valores Mobiliários) ou internacional (membros RICS - *Royal Institute of Chartered Surveyors*).

Edifício Castilho

O edifício Castilho é um edifício de escritórios localizado no centro de Lisboa arrendado ao IGFCSS num contrato de 10 anos iniciado a 1/3/2003. O valor de balanço a 31/12/2005 era de 9.951.018 euros (valor de transacção). As avaliações fornecidas por peritos independentes referem-se a Dezembro de 2005, a saber da Worx (método comparativo, método de rendimento e método do custo¹¹¹) e da Luso Roux (método comparativo), com valores para

¹¹⁰ Baum, A. and Crosby, N., *Property Investment Appraisal*, Blackwell Publishing, 3rd edition, 2009.

¹¹¹ O método do custo deduz ao valor novo os montantes de obsolescência física, funcional e económica do bem.

o imóvel de respectivamente 10,97 e 13,80 milhões de euros e de 20,79 milhões de euros para o imóvel devoluto (vide documento anexo à acta da reunião do CD de 15/9/2006).¹¹²

O confronto entre diferentes avaliações permite ver que os valores muito díspares resultam dos critérios e pressupostos de avaliação adoptados. A título de exemplo, enquanto a Worx considera (correctamente) que, até 2013, as rendas são as que decorrem do contrato de arrendamento então em vigor, a LusoRoux considera rendas de mercado.

A reavaliação do imóvel é feita apenas em 2006 usando as avaliações de 2005 (apesar de inicialmente esta mesma reavaliação estar prevista para 2005).¹¹³ Apesar de o Normativo de Valorimetria do FEFSS exigir avaliações cada 5 anos, e a anterior avaliação ser de 2001 (avaliação que tinha resultado em valores muito próximos do valor de aquisição não tendo por isso sido feita qualquer reavaliação), consideramos que, estando disponíveis valores de avaliação a 31/12/2005, estes deviam ter sido reflectidos no balanço. Por outro lado, os cálculos apresentados por DI anexos à acta de 15/9/2006 (“Avaliação Financeira dos edifícios Taguspark e Castilho”) referem valores muito mais elevados de avaliação (entre 15,0 e 17,8 milhões de euros) que poderiam ter alertado para a necessidade da actualização das avaliações obtidas para 2005. Porém, ressalvamos que, à data de 31/12/2006, se encontrava em fase adiantada a venda do imóvel, admitindo por isso que o IGFCSS tenha decidido não pedir o serviço de actualização da avaliação, por tratar-se de uma despesa desnecessária.¹¹⁴

A 15/9/2006, o CD decidiu pedir propostas firmes para alienação do edifício. As seis propostas iniciais recebidas variavam entre 12,5 e 16,1 milhões de euros.¹¹⁵ Para a fase de *due diligence* foram seleccionadas três propostas (Fundimo, TWOFILS e Sociedade Gestora do Fundo de Pensões do Banco de Portugal).¹¹⁶ A avaliação financeira de DI referia como valor *target* de venda um *yield* (dado pela relação Renda/Valor do imóvel) de 7% (correspondente a um valor mínimo de 16,3 milhões de euros). O edifício foi alienado por

¹¹² Os relatórios de avaliação disponibilizados parecem ser primeiras versões. A título de exemplo, refira-se o valor do prédio arrendado de 10,8 milhões de euros (contra 21,9 milhões de euros se devoluto) da Luso Roux, referido em documento anexo à acta, que não consta do relatório de avaliação. Os valores da Worx constantes do relatório pelos três métodos são de, respectivamente, 13,6, 14,0 e 13,9 milhões de euros. Tendo o IGFCSS elegido o método do rendimento e para este método valor mais elevado entre os avaliadores, a reavaliação foi feita a 13 881 883 euros.

¹¹³ Vide memorando interno de DI de 2/1/2006.

¹¹⁴ De facto, aquando do pedido das propostas finais, a 15/12/2006, o IGFCSS referia aos proponentes a data de 31 de Março de 2007 como data-limite da realização da escritura de compra e venda.

¹¹⁵ Vide Acta do CD de 29/11/2006.

¹¹⁶ Vide Acta do CD de 3/1/2007.

18,1 milhões de euros (*yield* de 4.64% considerando as rendas à data), em Março de 2007, à Sociedade Gestora do Fundo de Pensões do Banco de Portugal, entidade que apresentou o melhor preço.¹¹⁷

Com base no valor de avaliação a 31/12/2005 de 13,882 milhões de euros (vertido no balanço a 31/12/2006) e o valor de venda de 18,1 milhões de euros a 23/03/2007, a mais valia realizada é de 4,2 milhões de euros. Considerando a componente de rendas, o desinvestimento traduziu-se numa TIR para o período de cerca de 31%. Porém, alertamos que, dada a opção do CD de reavaliar em 31/12/2006 os imóveis ao valor de avaliação de final de 2005, a valorização fez-se sentir quase integralmente na rentabilidade do exercício de 2007.

Em conclusão, a venda do imóvel está justificada pelos valores muito atractivos conseguidos na alienação. Na análise desenvolvida por DI, deveria estar vertida num relatório mais formalizado, com referência à TIR do investimento (i.e., fazendo a análise do investimento desde o momento da aquisição). Em termos de procedimentos de reavaliação, o IGFCSS não procedeu em conformidade com o definido no regulamento de valorimetria (ver comentário na operação do Hospital de Cascais).

Recomendação

Em posse de uma avaliação mais recente de um imóvel, essa deve ser a considerada na valorização dos activos ou apresentada justificadamente para a derrogação dos princípios do justo valor.

Consideramos que as propostas de desinvestimentos de Imóveis (e também de FII) devem ser mais completas fazendo referência explícita à TIR do investimento.

Edifício Taguspark

Como referido em cima, a 15/9/2006, o CD decidiu recolher propostas de aquisição para os imóveis Castilho e Taguspark. O processo para o Taguspark é semelhante ao descrito em cima para o edifício Castilho. Trata-se de um edifício de escritórios que se encontra arrendado ao II,IP (Instituto de Informática, IP), por contrato de 10 anos, de Fevereiro de 2001 a Março de 2011. Porém, ao contrário do edifício Castilho que estava arrendado a rendas abaixo dos valores de mercado (vide Relatório de Avaliação da DTZ, 2006), o

¹¹⁷ Vide Acta do CD de 9/2/2007.

Taguspark encontrar-se-ia arrendado acima desses valores (memo de DI, “Avaliação financeira dos edifícios Taguspark e Castilho”).

O imóvel estava registado a um valor contabilístico de 15.104.839 euros (valor de transacção de 2000). As avaliações fornecidas por peritos independentes referem-se a Dezembro de 2005, a saber da Worx (método comparativo, método de rendimento e método do custo) e da Luso Roux (método comparativo), de 15,2 e 16,3 milhões de euros (vide valores pelo método do rendimento constantes no documento anexo à acta da reunião do CD de 15/9/2006).

Tal como para o edifício Castilho, procedeu-se em 2006 à reavaliação do imóvel usando a avaliação do método do rendimento, ao valor mais alto das 2 propostas, i.e, 16,3 milhões de euros. Os cálculos apresentados por DI anexos à acta de 15/9/2006 (“Avaliação financeira dos edifícios Taguspark e Castilho”) referem valores de avaliação entre 19,4 e 22,7 milhões de euros. Neste caso, e ao contrário do que referimos para o edifício Castilho, a venda do imóvel não estava em curso e justificar-se-ia pedir a revisão das propostas de 2005.

A 15/9/2006, o CD decidiu pedir propostas firmes para alienação do edifício.¹¹⁸ As quatro propostas iniciais recebidas variavam entre 15,1 e 23,8 milhões de euros.¹¹⁹ A avaliação financeira de DI referia como valor *target* de venda um *yield* de 8% (a que correspondia um valor mínimo de 19,30 milhões de euros). Para a fase de *due dilligence* foi seleccionada a proposta da NORFIN (23,8 milhões de euros).¹²⁰ A venda não se concretizou mas não aparece vertido em acta os motivos da não realização da venda do imóvel.

Considerando as rendas recebidas no período, e mantendo o valor de avaliação a 31/12/2008 em 16,390 milhões de euros, o edifício gerou um *yield* de 9.6%. O *benchmark* (IPD Portugal Escritórios) para o período teve uma valorização de 9.5%. Refira-se, porém, que existe uma probabilidade elevada de o II, IP se manter como inquilino em virtude de os custos de saída serem para esta entidade significativos. Dada a elevada percentagem de retenção, o investimento é, nessa vertente, menos arriscado do que a média do mercado.

FII Office Park Expo

O FII Office Park Expo é um fundo de investimento fechado de promoção imobiliária de escritórios (parque de escritórios ou “Office Park”) desenvolvida na zona de intervenção da

¹¹⁸ Vide Acta do CD de 29/11/2006.

¹¹⁹ Vide Acta do CD de 24/11/2006.

¹²⁰ Vide Acta do CD de 3/1/2007.

Expo98. O fundo é detido por quatro institucionais (Fundo de Pensões do Banco de Portugal, Fundo do Pessoal da Caixa Geral de Depósitos, Fundação Calouste Gulbenkian e FEFSS) e é gerido pela Norfin. O imóvel encontra-se totalmente arrendado ao Ministério da Justiça e ao El Corte Inglés. O contrato de arrendamento ao principal arrendatário, IGFIJ – Instituto de Gestão Financeira de Infra-Estruturas da Justiça, foi conseguido depois de um período longo de negociação de mais de 2 anos (vide acta do CD de 23/4/2008) que pôs em evidência os riscos associados a um investimento como este, de grande magnitude (a área de construção total de cerca de 200.000 metros quadrados) e consequentemente de difícil colocação no mercado.

As unidades de participação do FEFSS foram adquiridas entre 2002 e 2007 e estavam avaliadas no final de 2005 a 4,94 euros totalizando 26,25 milhões de euros. No período entre 2006 e 2008, realizaram-se três subscrições de 6,25 milhões de euros (Março de 2006, Junho de 2006 e Setembro de 2007). A 31/12/2008, à cotação de 5.72, a participação estava valorizada a 52,39 milhões de euros, representando 25% do valor patrimonial do FII Office Park Expo.

Entre 2006 e 2008, a participação no FI Office Park foi discutida de uma forma recorrente pelo CD mas a informação é todavia muito escassa e o último relatório disponível é de Dezembro de 2007. Não há informação anexa às actas com estudos de DI sobre o *yield* resultante das rendas estabelecidas com os inquilinos ou informação sobre a TIR do investimento.

Segundo os nossos cálculos, entre Dezembro de 2005 e Dezembro de 2008, a taxa média de rentabilidade das UPs foi de 2.2% ao ano (durante um período de 7 anos). Nos últimos 3 anos a taxa de rentabilidade atingiu 5.5%.

Em conclusão, as subscrições deste fundo correspondem a compromissos já assumidos. Da informação disponibilizada, não é possível avaliar se as condições de colocação do investimento foram atractivas. O investimento vai contra as directrizes da política de investimentos – que visava eliminar alguma endogamia entre entidades do Estado –, se bem que o binómio rentabilidade-risco vem beneficiado pelo baixo risco do inquilino (IGFIJ).

O investimento neste fundo poderia ser equiparado a um investimento em imóveis em virtude de se tratar de apenas um empreendimento imobiliário com a vantagem da gestão do imóvel estar entregue à Norfin. Em virtude de a gestão do imóvel se ter iniciado em data recente, não há registos sobre os custos envolvidos com essa gestão (*fee* de gestão e outros custos) para apreciar da utilização do veículo para realizar o investimento.

Recomendação

1. As rentabilidades líquidas associadas a esta participação deverão ser monitorizadas de forma a comparar os custos incorridos com aqueles que se incorrem no investimento directo.
2. O IGFCSS deverá rever a Política de Investimentos ou agir em conformidade nos aspectos referentes a inquilinos entidades ligadas ao Estado Português.

FEI Caixagest Imobiliário Internacional

O FEI Caixagest Imobiliário Internacional investe em fundos de investimento imobiliário nacionais ou internacionais, em REIT's (*Real Estate Investment Trust*); e instrumentos financeiros (valores imobiliários e outros) cujo desempenho esteja associado ao mercado imobiliário. Os fundos de investimento imobiliário em que o fundo aplica o seu património, investem em imóveis com três finalidades principais: arrendamento, compra e venda e promoção.

O FEFSS adquiriu 9.259 unidades de participação à cotação de 4,43 euros. Como referimos este investimento de 43,9 milhões de euros que ocorreu no final de 2008 parece ter sido ditado pela necessidade de vender os veículos sediados em *off-shores* detidos pelo FEFSS (*fundo Henderson CLOF e fundo Henderson UK Shopping Center*).¹²¹ A decisão de investimento não é fundamentada por qualquer proposta de investimento de DI, nem há quaisquer considerações fundamentais sobre o investimento.

Aos valores de “transferência” (num total de 26,1 milhões de euros), a rentabilidade média anualizada para o período 2006-2008 é de, respectivamente, -9.0% e -17.5%.¹²² Uma das condições de entrada solicitadas pelo FEFSS é reter o direito de preferência de compra pelo FEFSS dos dois fundos, caso o FEI Caixagest decida vendê-los. Esta condição poderá decorrer do momento pouco propício em que as vendas foram feitas mas não parece controverso que se mantenha a opção de recompra e a motivação ter sido evitar a exposição a veículos *off-shore*.

¹²¹ A operação foi aprovada pelo CD a 11/12/2008 e concretizou-se a 17/12/2008. As condições de entrada solicitadas pelo FEFSS à entidade gestora do FEI Caixagest Imobiliário Internacional aparecem em anexo à acta do CD de 11/12/2008.

¹²² A transferência foi feita com um desconto face à cotação de Dezembro de 0% e 8% respectivamente, para o fundo Henderson CLOF e fundo Henderson UK Shopping Center.

Em conclusão, a decisão de investimento (e desinvestimento) não é fundamentada e parece ter resultado de pressões externas para vender as posições em veículos sediados em *off-shore*. Porém, como é deveras evidente, a titularidade indirecta mantém-se e a operação poderá entender-se como uma mera operação de “cosmética”, em que o fundo parqueia os fundos *off-shore* temporariamente noutra veículo.

FII Imodesenvolvimento

As 2.205.844 unidades de participação neste fundo gerido pela Imopólis foram adquiridas pelo FEFSS entre 2002 e 2004, e encontravam-se avaliadas a 8,13 euros no final de 2005 totalizando 17,94 milhões de euros. A participação do FEFSS representava cerca de 5% do valor patrimonial do FII Imodesenvolvimento. A 15/2/2006 (acta do CD), o CD analisou a proposta enviada pela própria entidade gestora para venda do fundo à JP Morgan a 8,38 euros (prémio de 3.02% sobre o NAV de final de 2005). Note-se, porém, que o fundo não procedeu à reavaliação dos seus imóveis em 2005. A proposta aparece unicamente sustentada na análise da Imopólis.

Na ordem de trabalhos da reunião seguinte (anexa à acta de 8/3/2006) aparece uma proposta de DI para subscrição de 10 milhões de euros para compra das unidades de participação de um fundo com os mesmos activos, designado FII JP Morgan Fleming European Property com objectivos de aumentar em data futura a diversificação do fundo em termos geográficos.

A venda é concretizada a 8.25 euros, preço que representa um prémio sobre o NAV a 31/12/2005 de 1.45%. A análise de DI anexa à acta de CD de 3/5/2006 apresenta a TWR do investimento ao longo do período 2002-2005. Segundo os nossos cálculos, entre Dezembro de 2002 e Maio de 2006, o investimento gerou uma taxa interna de rentabilidade de 5.56%.

A venda das UPs está justificada mas não há uma análise de DI que suporte os termos definidos para a avaliação. Eventualmente, não haveria da parte do FEFSS capacidade de negociar os valores definidos para a alienação do fundo. Porém, a análise seria essencial para avaliar os termos propostos pela JP Morgan Fleming e avaliar do interesse em trocar as unidades de participação do Imodesenvolvimento por unidades de participação no novo fundo a criar com os mesmos activos.

DI deveria apresentar relatório mais formalizado com referência ao preço proposto para a alienação, com referência explícita à TIR do investimento (i.e., fazendo a análise do investimento desde o momento da aquisição).

I.IV. 7 Considerações finais e recomendações

Apesar de existir um documento que orienta a política e estratégia de investimentos e estarem definidos procedimentos sobre quais os órgãos responsáveis pela análise, decisão e implementação da estratégia, o que ficou definido na Política de Investimentos (documento já referido de 2005) não foi implementado, em resultado de restrições operacionais. No final de 2008, a carteira de investimentos continua excessivamente exposta ao mercado português e, no caso dos imóveis, com inquilinos entidades do Estado português. A análise das actas de CD sugere ainda que há falhas em termos de procedimentos de análise e acompanhamento dos investimentos imobiliários do FEFSS. Se, como referimos, DEPC elabora mapas de exposição e rentabilidade numa base regular, não transparece nas actas de CD que o acompanhamento seja efectivo. Não existem relatórios de acompanhamento das carteiras dos FII quando há reforços do investimento ao longo do período de montantes de compromissos já assumidos por um determinado fundo¹²³, e não há uma referência sistemática às TIRs dos investimentos.

Esta inoperância parece resultar, como reconhecido pelo IGFCCS, da escassez de recursos afectos a esta actividade, e culmina na posição assumida pelo CD no documento sobre “Prioridades no Sub-processo Gestão de Carteira” de 3/4/2008, de “parar” os investimentos nesta categoria, não havendo também uma posição definida quanto à entrega desta componente da carteira a gestores externos.

Relativamente a procedimentos, parece urgente que se diligencie no sentido de:

- definir um *benchmark* que permita uma aferição da *performance* dos investimentos desta classe de activos e reconstituir séries fidedignas dos NAVs dos FII para aferir o risco dos investimentos;
- cumprir as regras e orientações do CD em termos de Política de investimento. Em particular, dever-se-á trabalhar no sentido de produzir mapas de controlo que reflectam fielmente a estrutura geográfica dos investimentos imobiliários finais;
- produzir mapas com periodicidade regular de apreciação das rentabilidades dos FII;
- obter informação completa e atempada sobre valorização e composição das carteiras dos FII.

¹²³ Idem quando CD é confrontado com extensão do prazo de realização dos compromissos de subscrição remanescente (exemplo, acta de 13/3/2008, para o FII PREFE).

Anexo I.A. Membros Independentes do Conselho Consultivo

Personalidades independentes que fizeram (ou fazem) parte do CC do IGFCSS

Daniel Bessa (Presidente do CC, nomeado em 1999)

Professor Auxiliar FEP-U. Porto e da EGP-UPBS

Doutorado em Economia (U Porto), Licenciado em Economia (U. Porto)

Ex-Ministro da Economia

Miguel Gouveia

Professor Associado FCEE- U. Católica

PhD in Economics (U. Rochester), Licenciado em Economia (U. Católica)

Co-autor do Livro Branco da Segurança Social

Diogo Lucena

Professor Catedrático U. Nova Lisboa

PhD in Engineering Systems (U. Stanford), Licenciatura em Engenharia Electrotécnica (IST)

II. INVESTIMENTOS EFECTUADOS E EXPOSIÇÃO AO RISCO (2006-2008)

Parte II.I – Fundamentação das observações

II.I. 1 Questões preliminares

Uma vez analisadas e discutidas a Política e Estratégias de Investimentos do Instituto relativamente ao FEFSS, cumpre identificar o perfil de retorno e risco de cada uma das classes de activos que constituiu o fundo no período em análise. As medidas de retorno (variação relativa dos preços) e risco histórico mais comumente utilizadas são o retorno médio, o nível de risco total e o nível de risco sistemático.

Remetendo para o capítulo IV deste plano a análise de questões referentes à quantificação do retorno e à performance relativa das diversas classes de activos financeiros face a *benchmarks* de mercado, cumpre aqui discutir as questões referentes à aferição do risco dos investimentos realizados.

O nível de risco total é medido pelo desvio padrão dos retornos durante o período em análise e o nível de risco sistemático é dado pelo coeficiente beta do activo. Este último é estimado pelo Modelo de Mercado e quantifica a sensibilidade do retorno do activo financeiro a variações do retorno médio do mercado.

O risco total dos activos financeiros, para além do risco sistemático ou de mercado, é ainda constituído por risco não sistemático ou específico. Esta componente do risco é a que decorre da manifestação de factores de risco específicos ao activo em causa.

A este respeito é relevante referir que a primeira medida de gestão do risco a tomar é proceder a uma adequada dispersão dos investimentos a realizar entre diferentes classes de activos e no interior de cada uma delas, garantindo por esta via uma efectiva redução (diversificação) do risco total da carteira. Este é o princípio fundamental subjacente à *Modern Portfolio Theory*.

Uma adequada diversificação da carteira permite eliminar o risco específico do investimento. A escolha do gestor do fundo deve, pois, incidir sobre carteiras diversificadas. Mais ainda, para um determinado retorno, a escolha do gestor deverá permitir minimizar o risco do investimento. Ou ainda, para um determinado nível de risco, o gestor deverá garantir a maximização do retorno do investimento. Para a análise de alternativas de investimento, medidas de performance relativa tais como o rácio de Sharpe são relevantes.

Finalmente, é conhecido que entre o retorno e o risco dos activos financeiros se estabelece uma relação directa. É, pois, necessário avaliar se o nível de risco assumido é compatível com os objectivos da Política de Investimentos.

II.I. 2 Acção

O conjunto das acções desenvolvidas nesta parte da auditoria engloba:

- a análise da exposição da carteira do FESS ao risco;
- a identificação e análise dos investimentos realizados;
- a análise dos custos de execução por intermediário financeiro.

II.I. 3 Objectivos

Avaliar a adequação dos investimentos realizados à política e estratégias de investimentos definidas (activos elegíveis e restrições, alocação estratégica e tática).

Identificar o perfil de risco da carteira e de todas as classes de activos que compõem o fundo.

Analisar o grau de concentração de intermediários financeiros.

II.I. 4 Tarefas Realizadas

No âmbito de:

- Aferição de risco da carteira
- Análise dos investimentos realizados nas seguintes classes de activos:
 - Reserva estratégica
(análise realizada na Parte I.III do presente relatório)
 - Rendimento fixo
 - Rendimento variável
 - Imobiliário
(análise realizada na Parte I.IV do presente relatório)

- Análise de operações específicas em cada uma das classes de activos
- Análise do grau de concentração das operações por intermediário financeiro.

A conhecer/estudar:

- Características dos activos em que o fundo investiu no período em análise;
- Pertinência dos investimentos realizados, à luz dos critérios definidos pelas Política e Estratégia de Investimentos;
- Análise da conformidade destas operações face às limitações impostas pelo Regulamento de Gestão do FEFSS (Portaria nº 1273/2004, de 7 de Outubro).
- *Compliance* com procedimentos definidos em termos de intermediários financeiros, entidades gestoras ou fundos de investimento;
- Custos de execução - comissões da estrutura de negociação, comissões de liquidação, outras comissões pagas a terceiros;
- Rotação da carteira.

II.I. 5 Informação objecto de análise

Analizados:

- Prospectos e relatórios anuais dos fundos de investimento em carteira;
- Fichas técnicas dos produtos estruturados adquiridos;
- Mapas com comissões, custos de corretagem, volumes etc. por intermediário financeiro, para cada instrumento financeiro;
- Certidões de titularidade de instrumentos financeiros em carteira a 31 de Dezembro emitidas pelos bancos de custódia;
- Mapas provenientes do Trader com discriminação das transacções de compra e venda por activo individual:
 - ordens e transacções (datas e volumes);
 - preços médios de compra/venda;
 - preços médios de fecho no período das transacções;
 - categoria de activos;
 - localização geográfica;

- sector de actividade;
 - moeda;
 - intermediário financeiro;
 - mercado secundário;
 - data de aquisição (vendas);
 - mais ou menos valias realizadas e rendimentos auferidos (vendas);
 - custos e forma de execução das ordens.
- Mapas semanais (DEPC) de análise da carteira;
 - Documento Política de Investimentos do FEFSS de Junho de 2005;
 - Regulamento de Gestão do FEFSS (Portaria nº 1273/2004, de 7 de Outubro);
 - Mapas (DEPC) de análise do cumprimento dos limites ao investimento impostos pela Portaria nº 1273/2004, de 7 de Outubro;
 - Relatório e Contas IGFCSS (2006-2008);
 - Relatório e Contas FEFSS (2007-2008);
 - Manual de Procedimentos da DI:
 - PnGAGC01IF01 - Tomada de Decisão da Carteira de Rendimento Fixo em Convergência
 - PnGAGC01IF04 - Implementação de Operações da Carteira de Rendimento Fixo
 - PnGAGC01IV01 - Tomada de Decisão da Carteira de Rendimento Varável
 - PnGAGC01IM01 - Tomada de Decisão da Carteira de Imobiliário Directo
 - PnGAGC01IM02 - Implementação das Operações da Carteira de Imobiliário Directo
 - Manual de Procedimentos da DEPC:
 - PN.GA.MC.01.OP10 - Controlos diários regulamentares FEFSS
 - PN.GA.MC.01.OP11 - Controlos diários rácios sector bancário FEFSS
 - Documentos aprovados pelo Conselho Directivo:
 - Listagem de intermediários financeiros para negociação de futuros e *forwards* autorizados pelo CD (2006-2008);
 - Memorando sobre “Emissão Lehman Brothers 04 Maio 2011”, analisado em reunião de CD em 2008.09.19;
 - Memorando sobre “Reestruturação da carteira de acções no âmbito do estudo de alocação por instrumento financeiro”, analisado em reunião de CD em 2008.09.19;

- Memorando de 2008.09.11 sobre “Estudo Instrumentos Financeiros”;
- Memorando de 03.04.2008 sobre “Prioridades no sub-processo Gestão de Carteira”;

II.1. 6 Metodologia

Levantamento e análise das transacções realizadas nas diversas classes de activos, entre 2006 e 2008, de acordo com os seguintes critérios:

- Reserva estratégica
 - Análise de todas as operações
- Rendimento Fixo
 - Análise das operações constantes numa amostra estratificada (por anos) de compras e vendas
 - Análise de algumas operações adicionais, seleccionadas de acordo com critérios de relevância material e/ou de natureza
- Rendimento Variável
 - Análise das operações constantes numa amostra estratificada (por anos) de compras e vendas
 - Análise de algumas operações adicionais, seleccionadas de acordo com critérios de relevância material e/ou de natureza
- Imobiliário
 - Análise de uma amostra de operações, seleccionada de acordo com critérios de relevância material e de natureza

Análise da notação de *rating* associada a todas as posições em dívida privada ou equiparável a dívida pública em carteira a 31 de Dezembro de 2007 e de 2008.

Levantamento e análise dos custos de execução associados a todas as transacções com obrigações (rendimento fixo), acções (rendimento variável) e fundos entre 2006 e 2008.

Parte II.II – Análise e Recomendações

II.II. 1 Aferição do risco da carteira do FEFSS

Volatilidade global da carteira

A Tabela II.1 apresenta a volatilidade da carteira do FEFSS, medida pelo desvio padrão anualizado das taxas de rendibilidade diárias, no período de 2006 a 2008. Nela se resumem não só os valores obtidos pela equipa de auditoria do Tribunal de Contas mas também os valores reportados nos Relatórios e Contas do FEFSS. O aumento significativo do risco em 2008 é reflexo do aumento da volatilidade na generalidade dos mercados financeiros onde o FEFSS está presente, em sequência da crise financeira internacional que teve a sua génese em Julho de 2007 e que se agudizou em 2008.

Tabela II.1: Volatilidade da carteira do FEFSS (2006-2008)

	Tribunal de Contas	IGFCSS (1)
2006	2.368%	2.37%
2007	2.656%	2.66%
2008	5.837%	5.83%

(1) Fonte: Relatórios e Contas FEFSS

Os valores reportados pelo IGFCSS são praticamente iguais aos valores por nós calculados, apresentando uma diferença não significativa em 2008.

Volatilidade por classe de activos

A Tabela II.2 apresenta a desagregação da volatilidade por classe de activos, no período de 2006 a 2008. A volatilidade é medida pelo desvio padrão anualizado das taxas de rendibilidade diárias de cada classe.

Da análise da Tabela II.2 destaca-se:

- a principal classe de risco da carteira do FEFSS é o rendimento variável;
- o risco da reserva estratégica é sempre bastante superior ao risco do rendimento variável, reflexo do tipo de investimentos previstos no regulamento de gestão para a classe reserva estratégica (participações de longo prazo no capital de sociedades representando uma vertente complementar de investimento que possa propiciar rendibilidades superiores);

- em 2008, o risco aumentou substancialmente em todas as classes de activos, na sequência da crise financeira internacional, com excepção para o imobiliário.

Tabela II.2: Desagregação da volatilidade da carteira do FEFSS (2006-2008)

	2006	2007	2008
Reserva Estratégica (a)	20.243%	15.876%	34.430%
Rendimento Fixo (b) (c)	1.315%	1.890%	4.966%
Dívida Pública Nacional (d)	0.959%	1.532%	4.836%
Rendimento Variável (b)	9.392%	12.581%	29.944%
Europa	12.614%	15.705%	37.263%
EUA	9.843%	15.656%	34.694%
Japão	19.696%	17.232%	40.364%
Imobiliário (a)	4.790%	3.707%	3.413%
Total	2.368%	2.656%	5.837%

Notas:

(a) Inclui *forwards*

(b) Inclui futuros e *forwards*

(c) Inclui juros corridos

(d) CEDIC's incluídos na rubrica de liquidez e emissões de dívida garantida mas não emitida pelas Administrações Públicas, fazem parte do grupo Dívida Pública para efeitos de cumprimento de rácios.

Esta informação não é reportada nos Relatórios e Contas do IGFCSS nem do FEFSS. O reporte desta informação talvez tornasse mais transparente a gestão do fundo, nomeadamente no que respeita às classes de reserva estratégica e de imobiliário na medida em que não são geridas contra um *benchmark*. Relativamente às restantes classes, o tipo de gestão que delas é feita (réplica de um *benchmark* e consequente minimização do *tracking error* correspondente) determina que o seu nível de risco seja muito próximo do risco do *benchmark* e, por isso, de reporte não tão relevante.

II.II. 2 Análise dos investimentos realizados em cada uma das classes de activos

Estrutura da carteira do FEFSS

A Tabela II.3 resume a estrutura da carteira ao longo dos três anos em análise. Tendo por referência os valores no final de cada ano, a tabela apresenta a distribuição por classe de

activos bem como a distribuição geográfica dos investimentos nas duas principais classes: rendimento fixo e rendimento variável.

Na sequência dos limites regulamentares de gestão da carteira (Portaria nº 1273/2004, de 7 de Outubro) analisados na secção seguinte, a principal classe que compõe a carteira é o rendimento fixo e, dentro dela, a dívida pública nacional. Até finais de 2007 os investimentos em rendimento fixo representavam cerca de 70% da carteira, sendo que 50% era constituída por dívida pública nacional. A classe de rendimento variável registou decréscimos sucessivos, representando 24.2% da carteira no final de 2005 e 20.7% no final de 2007. O peso da componente de imobiliário registou valores entre os 3.0% e os 3.6%. Finalmente, a reserva estratégica manteve um peso mais estável, assumido valores de 3.0% em final de 2005, 3.3% em 2006 e 3.2% em 2007.

A estrutura da carteira sofreu alterações significativas no ano de 2008 na sequência de vários factores¹²⁴:

- a crise financeira internacional;
- crescimento substancial dos montantes sob gestão;
- limitações em termos de recursos humanos internos do IGFCSS afectos à gestão da carteira com repercussões imediatas sobre as classes de imobiliário, dívida privada e acções de sociedades de reduzida capitalização bolsista;
- restrições de natureza técnica, como por exemplo, restrições no serviço de custódia de títulos que tem inviabilizado o investimento directo em dívida pública japonesa, problemas associados à gestão da liquidez afecta a derivados, risco de contraparte associados aos investimentos em produtos estruturados, entre outros.

Assim, no final de 2008, verificou-se um reforço da componente de rendimento fixo (77.4%) por contrapartida das classes de rendimento variável (16.6%), liquidez (3.0%) e reserva estratégica (2.0%).

Ao nível da desagregação por áreas geográficas, os investimentos em dívida pública alargaram-se aos EUA em 2006 e ao Japão em 2008. Estes investimentos no Japão têm-se concretizado por intermédio de futuros sobre obrigações a 10 anos do tesouro japonês. As primeiras posições nestes contratos remontam a 2007, mas no final deste ano as posições estavam todas encerradas.

¹²⁴ Todos estes factores foram objecto de análise no documento interno: Memorando de 03.04.2008 sobre "Prioridades no sub-processo Gestão de Carteira".

Tabela II.3: Estrutura da carteira do FEFSS (2005-2008)

Classe de Activos	31-12-2005		31-12-2006		31-12-2007		31-12-2008	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Reserva Estratégica	184,285,904.18	2.984%	218,800,541.93	3.295%	239,226,027.73	3.164%	166,001,229.13	1.991%
Rendimento Fixo ^{(a), (b)}	4,209,765,731.89	68.161%	4,655,461,154.46	70.110%	5,296,278,679.98	70.054%	6,452,070,016.37	77.373%
Dívida Pública ^(c)	3,812,466,741.32	61.729%	4,422,111,631.99	66.595%	5,098,163,124.46	67.434%	6,096,472,645.68	73.109%
Nacional	3,034,602,047.66	49.134%	3,339,153,839.95	50.286%	3,773,888,572.63	49.918%	4,661,425,653.14	55.900%
Estrangeira	777,864,693.66	12.595%	1,082,957,792.04	16.309%	1,324,274,551.83	17.516%	1,435,046,992.54	17.209%
Europa	777,864,693.66	12.595%	824,697,832.38	12.420%	940,591,227.59	12.441%	659,178,270.76	7.905%
EUA	0.00	0.000%	258,259,959.66	3.889%	383,683,324.24	5.075%	359,949,434.49	4.317%
Japão	0.00	0.000%	0.00	0.000%	0.00	0.000%	415,919,287.29	4.988%
Dívida Privada	397,298,990.57	6.433%	233,349,522.47	3.514%	198,115,555.52	2.620%	355,597,370.69	4.264%
Nacional	112,326,104.46	1.819%	59,574,092.40	0.897%	37,043,991.63	0.490%	10,978,628.82	0.132%
Estrangeira	284,972,886.11	4.614%	173,775,430.07	2.617%	161,071,563.89	2.131%	344,618,741.87	4.133%
Europa	284,972,886.11	4.614%	173,775,430.07	2.617%	161,071,563.89	2.131%	160,838,948.55	1.929%
EUA	0.00	0.000%	0.00	0.000%	0.00	0.000%	2,557,756.68	0.031%
Japão	0.00	0.000%	0.00	0.000%	0.00	0.000%	181,222,036.64	2.173%
Rendimento Variável ^(b)	1,496,829,879.31	24.236%	1,382,859,037.08	20.825%	1,562,629,595.03	20.669%	1,385,354,998.61	16.613%
Europa	532,044,314.55	8.614%	509,375,572.95	7.671%	636,450,262.70	8.418%	476,784,570.33	5.718%
EUA	780,329,028.00	12.635%	731,670,781.08	11.019%	763,886,302.49	10.104%	726,679,917.46	8.714%
Japão	184,456,536.76	2.987%	141,812,683.05	2.136%	162,293,029.84	2.147%	181,890,510.81	2.181%
Imobiliário	184,813,122.31	2.992%	237,527,101.20	3.577%	242,272,149.45	3.205%	246,073,347.67	2.951%
Liquidez ^(d)	100,097,140.13	1.621%	145,355,558.12	2.189%	219,804,291.82	2.907%	89,242,253.18	1.070%
Outros	376,160.90	0.006%	259,758.93	0.004%	26,602.40	0.000%	135,133.10	0.002%
Valor Total da Carteira	6,176,167,938.72	100.000%	6,640,263,151.72	100.000%	7,560,237,346.41	100.000%	8,338,876,978.06	100.000%

Notas:

(a) Inclui juros corridos

(b) Inclui o valor nominal dos futuros

(c) As emissões de dívida garantida mas não emitida pelas administrações públicas fazem parte da categoria de Dívida Pública

(d) A classe de liquidez exclui a liquidez afecta a futuros

No que respeita aos investimentos em dívida privada estrangeira, até final de 2007 existiam apenas investimentos na Europa, tendo-se alargado aos EUA e ao Japão em 2008.

A rotação da carteira mede a frequência com que os activos de um fundo são comprados e vendidos ao longo de um determinado período, geralmente o ano. Os fundos de gestão passiva são tipicamente caracterizados por reduzidas taxas de rotação da sua carteira. Reduzidas taxas de rotação são desejáveis na medida em que são resultado de menores volumes de transacção, pelo que o montante de comissões suportadas é menor e, nessa medida, o sacrifício de rendibilidade por esta via é também menor.

A Tabela II.4 apresenta a rotação da carteira do FEFSS entre 2006 e 2008. Os valores das compras e vendas utilizados não incluem as transacções realizadas com unidades de participação em fundos, futuros e *forwards*. O valor das compras e vendas foi relativizado pelos montantes médios sob gestão em cada ano. A rotação da carteira aumentou residualmente de 0.481 em 2006 para 0.487 em 2007, a par de um aumento de 8.5% dos volumes transaccionados em obrigações, acções e fundos. Este aumento foi, contudo, acompanhado por um decréscimo de cerca de 38% das comissões pagas. O aumento foi muito substancial em 2008, passando a rotação dos activos a ser de 1.11. Neste ano registou-se um aumento extraordinário dos volumes transaccionados de 171%, sendo que as comissões suportadas foram cerca de 14.5 vezes superiores às comissões pagas em 2007. Estas comissões representaram, em 2008, 0.006% do valor da carteira do FEFSS. O aumento de todos estes valores em 2008 é, em grande parte, justificado pela reestruturação da carteira operada nesse ano.

Tabela II.4: Rotação da carteira do FEFSS (2006-2008)

	2006	2007	2008
Compras (a)	1,772,762,783.67	2,173,821,450.49	5,320,963,869.36
Vendas (a)	1,245,702,042.70	1,239,452,113.42	3,295,610,709.61
Montante Médio sob Gestão (MMG)	6,280,393,824.38	7,012,788,750.63	7,764,588,697.61
Rotação da carteira	0.481	0.487	1.110
Dotações	140,624,296.00	633,954,414.36	1,091,878,789.13
Comissões pagas (b)	48,652.46	30,102.63	436,805.45
Volumes transaccionados (b)	3,174,208,689.00	3,444,707,856.00	9,335,183,574.00

Notas:

(a) Valores das operações realizadas. Excluem todas as operações com futuros, *forwards* e fundos.

(b) Inclui transacções com obrigações, acções e fundos (ver Anexos II.A.a) a II.A.c)

- Rotação da carteira = (compras + vendas) / MMG

É, ainda, relevante referir que durante os três anos se verificou um aumento substancial das dotações do fundo que, contribuindo para o aumento da rotação da carteira, não é, no entanto, suficiente para justificar a tendência registada, em particular no ano de 2008.

Cumprimento de limites regulamentares

O Regulamento de Gestão do FEFSS, definido pela Portaria nº 1273/2004 de 7 de Outubro, impõe um conjunto de restrições delimitadoras da política de investimentos do fundo. A Tabela II.5 analisa o cumprimento desses limites regulamentares no final de cada um dos anos em análise. Nestas datas, todos os limites analisados foram cumpridos.

Um dos limites regulamentares define que os investimentos em unidades de participação de fundos de investimentos mistos não deve ultrapassar 10% do valor total da carteira do FEFSS (alínea d, n.º 3 do art. 4.º). Em nosso entender, o espírito do legislador seria o de impor um limite às posições em fundos de investimentos mobiliário, que não necessariamente mistos. Na carteira do FEFSS, na classe de fundos de investimento mobiliário, existem apenas fundos de investimento em acções e, apesar de não existir nenhum limite imposto a este respeito, as unidades de participação nestes fundos representavam 2.05% da carteira em final de 2006, 1.71% em 2007 e 3.21% em 2008.

Relativamente aos investimentos em produtos estruturados, não existe nenhum limite regulamentar definido. A crise financeira internacional em 2008 veio demonstrar que o risco de crédito e de contraparte pode ser muito significativo nestas operações. Por essa razão, em nosso entender, deveriam existir limites explícitos ao investimento em produtos estruturados. Os investimentos neste tipo de produtos representavam, entre 2005 e 2007, cerca de 10% do valor da carteira, sendo maioritariamente constituídos por produtos estruturados de rendimento variável (cerca de 9% do valor da carteira). Em 2008, os investimentos em produtos estruturados caíram para 2.2% do valor da carteira.

No capítulo III do relatório é analisada a imposição regulamentar (art. 7.º) de assunção de posições não alavancadas em contratos derivados (futuros), através da imobilização de liquidez por um montante igual ao valor nocional das posições em aberto. O cumprimento desta restrição foi analisado em diversas datas entre 2006 e 2008, estando em todas elas em conformidade com o regulamento.

Tabela II.5: Cumprimento dos limites regulamentares (2006-2008)

		31-12-2005	31-12-2006	31-12-2007	31-12-2008	Limites Regulamentares		
						Mínimo	Máximo	
Dívida garantida pelo Estado Português (a)	Exposição directa / Valor FEFSS	50.514%	50.286%	50.447%	55.900%	50%	100%	cumpre
Dívida privada (b)	Exposição directa / Valor FEFSS	6.433%	3.514%	2.620%	4.565%	0%	40%	cumpre
Acções	Exposição directa / Valor FEFSS	24.236%	20.825%	20.669%	16.613%	0%	25%	cumpre
Fundos de Investimento Mistos	Exposição directa / Valor FEFSS	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0%	10%	cumpre
Imobiliário	Exposição directa / Valor FEFSS	2.992%	3.577%	3.205%	2.951%	0%	10%	cumpre
Reserva Estratégica	Exposição directa / Valor FEFSS	2.984%	3.295%	3.164%	1.991%	0%	5%	cumpre
Derivados	Valor nocional / Valor FEFSS	6.545%	4.689%	5.617%	7.167%	0%	100%	cumpre
Derivados	Op. fixação custo aquisições futuras / Valor FEFSS	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0%	10%	cumpre

Notas:

(a) Para efeitos de cumprimento dos limites regulamentares, os CEDIC's incluídos na classe de liquidez fazem parte da categoria de Dívida Pública Nacional.

(b) Para efeitos de cumprimento dos limites regulamentares, as emissões de papel comercial incluídos na classe de liquidez fazem parte da categoria de Dívida Privada.

O Regulamento de Gestão impõe, ainda, que toda a dívida privada deverá ter um *rating* não inferior a BBB-/Baa3 ou equivalente, ou seja, com classificação de *investment grade* (alínea b, n.º 3 do art. 4.º). A este respeito, foi analisado o *rating* de todas as emissões de dívida privada ou equiparável a dívida pública em carteira a 31 de Dezembro de 2007 e de 2008, com base em todas as revisões de *credit rating* constantes na Bloomberg desde 20-04-2007 a 31-12-2008, relativamente às entidades emitentes em causa. Para quatro delas não existe *rating* disponível. A Tabela II.6 identifica as emissões analisadas.

Tabela II.6: Emissões de dívida privada ou equiparável a dívida pública em carteira a 31 de Dezembro de 2007 e 2008

ISIN	Título	Emitente	Rating disponível
XS0120950158	ALIR 7.50 28/02/2049	ALLIED IRISH BANKS PLC	Sim
XS0138717953	AVIV 5.75 14/11/2021	AVIVA PLC	Sim
ES0413211105	BBVASM 3.5% 07/10/20	BANCO BILBAO VIZCAYA ARG	Sim
PTBCU31E0002	BCP 4.75 29/10/2014	BANCO COMERC PORTUGUES	Sim
XS0125611482	BKIR 7.40 07/03/2050	BANK OF IRELAND HOLDINGS	Sim
XS0127011798	BCPF 6.25 29/03/2011	BCP FINANCE BANK LTD	Sim
FR0000488207	GSZA 5.50 20/02/2009	BELGELEC FINANCE SA	Sim
XS0141971506	BNP 5.25 23/01/2014	BNP PARIBAS	Sim
FR0010120410	CADE 4.00 25/10/2014	CAISSE D'AMORT DETTE SOC	Sim
FR0010173773	CAD 3.125 12/07/2010	CAISSE D'AMORT DETTE SOC	Sim
PTCMGIOE0006	MONTEPIO 23/04/2050	CAIXA ECO MONTEPIO GERAL	Sim
DE000A0DXH13	DEPFA 3.25% 15/02/12	DEPFA ACS BANK	Sim
FR0010237115	DEXIA 2.4 10/05/2009	DEXIA MUNICIPAL AGENCY	Sim
PTEDPKOE0000	EDP 25 ^e 23/11/2008	ENERGIAS DE PORTUGAL	Sim
FR0000473712	ERAP 3.375 25/04/08	ERAP	Sim
XS0148310294	EIB 5.375 15/10/2012	EUROPEAN INVESTMENT BANK	Sim
XS0196448129	EIB 4.625% 15/04/20	EUROPEAN INVESTMENT BANK	Sim
BE0117584202	FORT 26/09/2049	FORTIS BANK SA/NV	Sim
XS0096324925	FORT4.625 07/04/2009	FORTIS FINANCE NV	Sim
XS0120511232	FORT IFIC 15/11/2010	FORTIS LUXEMBOURG FIN	Sim
XS0130855108	ING 6.25 21/06/2021	ING VERZEKERINGEN NV	Sim
XS0108448605	IRISH PER 03/03/2010	IRISH LIFE & PERMANENT	Sim
DE0002760956	KFW 3.50 04/07/2015	KFW	Sim
DE000A0MFJX5	KFW 4.125% 04/07/17	KFW	Sim
XS0099509316	LLOYDS 19/07/2049	LLOYDS TSB BANK PLC	Sim
XS0399238319	LLoyds 4 17/11/2011	LLOYDS TSB BANK PLC	Sim
XS0231029868	MLch Float 29/9/2010	MERRILL LYNCH SA	Sim
US6174466Q77	MOR ST6.625 01/04/18	MORGAN STANLEY	Sim
XS0398574219	RBOS4.125 14/11/2011	ROYAL BK OF SCOTLAND PLC	Sim
XS0398576263	RBOS3.75 14/11/2011	ROYAL BK OF SCOTLAND PLC	Sim
XS0131858838	TLST 6.375 29/6/2011	TELSTRA CORP LTD	Sim
FR0010591560	CSS Refin CRH 3.75	CAISSE REFINANCE L'HABIT	Não
XS0148578262	E.ON 5.75 29/05/2009	E.ON INTL FINANCE BV	Não
XS0097762909	GEN 5.062 28/05/2019	GENERALI FINANCE BV	Não
XS0140415836	MAGELLAN 15/12/2036	MAGELLAN MORTGAGES PLC	Não

O *rating* do Bank of Ireland Holdings, do European Investment Bank, da Caisse D'amort Dette Sociale e do Kfw Ipex-Bank GmbH foram obtidos nos sites oficiais de cada uma das instituições.

Não foram analisadas as posições abertas durante o ano de 2008 e encerradas no mesmo ano.

Foram analisadas todas as revisões de *credit rating* realizadas para os títulos com *rating* disponível. Em nenhum dos casos as emissões foram objecto de *downgrades* para a categoria de *non investment grade* até 31 de Dezembro de 2008 estando, portanto, em conformidade com o Regulamento de Gestão do FEFSS. Ocorreram três revisões relevantes:

- ERAP

O *rating* da Fitch foi descontinuado.

- Fortis Finance NV

A Fitch anunciou o *downgrade* da *senior unsecured debt* para BB.

- Royal Bank of Scotland PLC

A Moody's anunciou o *downgrade* da *junior unsecured debt* para Ba1-.

Todos estes acontecimentos ocorreram em data posterior a 31 de Dezembro de 2008.

Relativamente às emissões para as quais não existe *rating* disponível, durante o ano de 2008, elas representaram valores variáveis entre os 3,8% e os 7% do valor total da carteira do FEFSS. Estas posições da carteira não estão em conformidade com o Regulamento de Gestão, apesar de terem dimensão significativa. A aferição do risco de crédito nestes casos é muito mais complexa e morosa e não compatível com a actividade corrente do Instituto (tanto mais numa fase onde a escassez de recursos humanos internos é notória). Não é contudo claro que, mesmo que essa análise de risco esteja a ser realizada, tal avaliação esteja em conformidade com o Regulamento de Gestão do fundo. Em nosso entender deveriam ser minimizadas as posições em emissões sem *rating* disponível.

Refira-se que o IGFSS prestou, em sede de contraditório, informação que atesta o *rating* das quatro emissões de dívida privada que tinham sido identificadas pela equipa de auditoria como não dispondendo de notação. Todas apresentavam, à data, classificação de *investment grade*.

Refira-se, no entanto, que apesar de em determinado momento não existir *rating* disponível para uma dada emissão, tal não significa que no momento em que ela foi adquirida a notação de *rating* não existisse. As entidades emitentes podem solicitar às sociedades de

rating, a qualquer momento, a descontinuação da classificação. Este facto é alheio à vontade dos investidores em geral e do IGFCSS em particular. Mais ainda, sempre que uma entidade emitente desiste da classificação de *rating*, este facto é negativamente interpretado pelo mercado. O desinvestimento nestas circunstâncias ocorrerá sempre em condições desfavoráveis, pelo que o momento da saída deverá ser cuidadosamente escolhido.

Na reunião efectuada com o CD a 5 de Junho, a equipa de auditoria interpelou a direcção no sentido de apurar o procedimento em curso relativamente às emissões em carteira que entretanto foram objecto de *downgrade* para *non investment grade*. O fundo tem mantido as posições durante alguns meses após a revisão do *rating*. Estes mercados atravessam um período muito atípico e particularmente ilíquido, pelo que o desinvestimento imediato implicaria a assunção de menos-valias significativas. O *timing* de saída tem de ser ponderado.

O IGFCSS tem como procedimento interno manter sob observação, e portanto objecto de acompanhamento diário especial, todas as emissões para as quais não existe *rating* disponível bem como as emissões com *rating* inferior a A-. Essa informação é reportada nos relatórios semanais analisados nas reuniões do CI. As emissões com *rating* inferior a A- sob observação durante o ano de 2008 foram:

- FORT 4.625 07/04/2009 emitida pelo Fortis Finance NV
sob observação desde 07-10-2008
- FORT 26/09/2049 emitida pelo FORTIS BANK SA/NV
sob observação desde 07-10-2008.

O IGFCSS faz um controlo diário do cumprimento não só dos limites regulamentares mas também de um conjunto de outros limites de natureza prudencial definidos pelo CD e, por isso, auto-impostos (Instruções de trabalho do Manual de Procedimentos PN.GA.MC.01.OP10 - Controlos diários regulamentares FEFSS e PN.GA.MC.01.OP11 - Controlos diários rácios sector bancário FEFSS). Estes limites auto-impostos estão estipulados no documento sobre a Política de Investimentos do fundo e são uma boa prática instituída pelo IGFCSS na gestão da carteira. Estes últimos impõem limites de concentração diversos, para salvaguarda do critério de diversificação, nomeadamente:

- i) Aplicações de curto prazo
 - os investimentos não devem ultrapassar 2% dos recursos totais de cada instituição financeira contraparte em operações com o fundo;

- os investimentos não devem ultrapassar 2.5% do valor do FEFSS. Posteriormente, o CD decidiu baixar este limite para 1% (aprovado em reunião do CD em 09.04.2008), ou seja, cerca 75 milhões de euros.
- ii) Aplicações em fundos de investimento
 - os investimentos em cada fundo não devem ultrapassar 10% do seu valor patrimonial.
- iii) Investimentos em acções
 - os investimentos não devem ultrapassar 5% do total investido na classe.

II.II. 3 Caracterização dos investimentos em rendimento fixo e rendimento variável

Nesta secção analisamos em detalhe os investimentos nas duas principais classes de risco da carteira do FEFSS. As classes de reserva estratégica e de imobiliário foram objecto de análise separada nas Partes I.III e I.IV do presente relatório.

Detalhe da carteira de rendimento fixo

A Tabela II.7 apresenta a desagregação da carteira de rendimento fixo por classe de activos (dívida pública e dívida privada), por área geográfica e por tipo de investimento nos finais de ano entre 2005 e 2008.

O investimento em dívida pública representou entre 2006 e 2008 cerca de 95% da carteira de rendimento fixo, dos quais 72% são constituídos por dívida pública nacional. O investimento em dívida pública nacional é composto por investimento directo em emissões de obrigações do tesouro português e por emissões de dívida garantida mas não emitida pela administração pública (emissões equiparáveis a dívida pública). Em 2008, a componente de dívida pública portuguesa, anteriormente valorizada em convergência, cuja duração era inferior à do respectivo benchmark, foi objecto de reestruturação e transição para uma duração idêntica.

Entre 2006 e 2008 a dívida pública estrangeira representou cerca de 23% da carteira de rendimento fixo. Até final de 2005, as posições nesta classe restringiam-se à Europa e incluíam investimentos directos e uma emissão de produtos estruturados (dívida pública estrangeira equiparável). Em 2006, os investimentos estenderam-se aos EUA (5.6% da carteira), e em 2008 passaram a incluir investimentos no Japão (6.5% da carteira). A componente de dívida pública estrangeira é constituída por investimentos directos em

emissões de dívida pública ou equiparável na Europa, emissões de dívida do tesouro americano nos EUA e por futuros sobre obrigações a 10 anos do tesouro japonês.

Tabela II.7: Características dos investimentos da carteira de rendimento fixo (2005-2008)

Classe / Área Geográfica /Tipo	31-12-2005		31-12-2006		31-12-2007		31-12-2008	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Dívida Pública	3,812,466,741.32	90.56%	4,422,111,631.99	94.99%	5,098,163,124.46	96.26%	6,096,472,645.68	94.49%
Nacional	3,034,602,047.66	72.08%	3,339,153,839.95	71.73%	3,773,888,572.63	71.26%	4,661,425,653.14	72.25%
Directo	3,034,602,047.66	72.08%	3,339,153,839.95	71.73%	3,773,888,572.63	71.26%	4,661,425,653.14	72.25%
Estrangeira	777,864,693.66	18.48%	1,082,957,792.04	23.26%	1,324,274,551.83	25.00%	1,435,046,992.54	22.24%
Europa	777,864,693.66	18.48%	824,697,832.38	17.71%	940,591,227.59	17.76%	659,178,270.76	10.22%
Directo	768,004,026.99	18.24%	814,985,262.94	17.51%	930,863,755.37	17.58%	649,089,895.76	10.06%
Produtos estruturados	9,860,666.67	0.23%	9,712,569.44	0.21%	9,727,472.22	0.18%	10,088,375.00	0.16%
EUA	0.00	0.00%	258,259,959.66	5.55%	383,683,324.24	7.24%	359,949,434.49	5.58%
Directo	0.00	0.00%	258,259,959.66	5.55%	383,683,324.24	7.24%	359,949,434.49	5.58%
Japão	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	415,919,287.29	6.45%
Futuros	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	415,919,287.29	6.45%
Dívida Privada	397,298,990.57	9.44%	233,349,522.47	5.01%	198,115,555.52	3.74%	355,597,370.69	5.51%
Nacional	112,326,104.46	2.67%	59,574,092.40	1.28%	37,043,991.63	0.70%	10,978,628.82	0.17%
Directo	112,326,104.46	2.67%	59,574,092.40	1.28%	37,043,991.63	0.70%	10,978,628.82	0.17%
Estrangeira	284,972,886.11	6.77%	173,775,430.07	3.73%	161,071,563.89	3.04%	344,618,741.87	5.34%
Europa	284,972,886.11	6.77%	173,775,430.07	3.73%	161,071,563.89	3.04%	160,838,948.55	2.49%
Directo	212,480,295.28	5.05%	104,025,130.49	2.23%	94,974,200.80	1.79%	95,941,335.90	1.49%
Produtos estruturados	72,492,590.83	1.72%	69,750,299.58	1.50%	66,097,363.09	1.25%	64,897,612.65	1.01%
EUA	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	2,557,756.68	0.04%
Directo	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	2,557,756.68	0.04%
Japão	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	181,222,036.64	2.81%
Fundos	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	181,222,036.64	2.81%
Total	4,209,765,731.89	100.00%	4,655,461,154.46	100.00%	5,296,278,679.98	100.00%	6,452,070,016.37	100.00%
Directo	4,127,412,474.39	98.04%	4,575,998,285.44	98.29%	5,220,453,844.67	98.57%	5,779,942,704.79	89.58%
Futuros	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	415,919,287.29	6.45%
Fundos	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	181,222,036.64	2.81%
Produtos estruturados	82,353,257.50	1.96%	79,462,869.02	1.71%	75,824,835.31	1.43%	74,985,987.65	1.16%

A inexistência de investimento directo em dívida pública japonesa é justificada por restrições de natureza operacional relacionadas com o serviço de custódia destes títulos.

O investimento em dívida privada representou 5.0% da carteira de rendimento fixo em 2006, 3.7% em 2007 e 5.5% em 2008. O investimento em dívida privada nacional decresceu gradualmente desde 2005 (2.67%) até 2008 (0.17%). Igual tendência se verifica na componente de dívida pública europeia que ascendia a 6.77% em 2005 e passou a ser de 2.49% em 2008. Estes factos são consequência directa das restrições em termos de recurso humanos internos do IGFCSS que motivou o CD a restringir as suas áreas de intervenção em termos de investimentos. Na sequência dos problemas sentidos, no Memorando de 03.04.2008 sobre “Prioridades no sub-processo Gestão de Carteira” é definido como prioritária a extinção progressiva da dívida privada, estando actualmente em estudo a atribuição de um mandato não competitivo de gestão delegada desta componente da classe de rendimento fixo.

Até finais de 2007, os investimentos em dívida privada restringiram-se a Portugal (investimentos directos) e ao resto da Europa (investimentos directos e produtos estruturados). Em 2008 a carteira passou a integrar residualmente investimentos directos em dívida privada nos EUA (0.04%) e em fundos no Japão (2.81%). Os investimentos no Japão são constituídos por unidades de participação no fundo de tesouraria *Goldman Sachs Euro Liquid Reserves M+ Fund* e são liquidez afectada às posições em contratos de futuros sobre taxa de juro no Japão.

Os investimentos em produtos estruturados na Europa incluem as seguintes emissões:

i) Dívida pública estrangeira equiparável

- *Stepup Callable Euro MTN* emitida pelo Dexia Municipal Agency (Citigroup) com vencimento em Outubro de 2009.

ii) Dívida privada estrangeira

- *Quartz CDO¹²⁵ Ireland PLC Series* emitido pela JP Morgan com vencimento em Setembro de 2007;
- *Fortis Ifico – inflation linked note* emitida pela JP Morgan com vencimento em Novembro de 2010;
- *Irish Permanent Treasury – 10 yr EUR CMS-linked MTN¹²⁶* emitida pelo ABN Amro com vencimento em Março de 2010.

¹²⁵ CDO - *Credit Default Obligation*.

Estes investimentos foram realizados antes de 2004. A posição do CD em relação a produtos estruturados de rendimento fixo foi de não reforçar posições, mantendo-as até à maturidade dos contratos. O peso destes contratos na carteira de rendimento fixo tem vindo a decrescer ao longo do tempo, sendo de 1.72% em finais de 2005 e de 1.01% em finais de 2008.

Em resumo, a carteira de rendimento fixo é maioritariamente constituída por investimentos directos, representando cerca de 98.3% da carteira até 2007 e 89.7% em 2008. Até 2007 era constituída ainda por investimentos em produtos estruturados em cerca de 1.7%. Em 2008 incluiu também posições em futuros (6.5%) e em fundos (2.8%).

Detalhe da carteira de rendimento variável

A Tabela II.8 apresenta a desagregação da carteira de rendimento variável por área geográfica e tipo de investimento nos finais de ano entre 2005 e 2008.

A desagregação da carteira por área geográfica nos finais de 2006 e de 2008 era muito próxima. Em 2008, os investimentos na Europa representavam 34.42% da carteira de rendimento variável, nos EUA 54.45% e no Japão 13.13%. Em 2007 os investimentos na Europa tinham sido superiores (40.73%) em detrimento dos investimentos nos EUA (48.88%) e no Japão (10.39%). A classe de rendimento variável é a componente mais estável da carteira do FEFSS. As maiores diferenças na composição da carteira durante o período em análise residem ao nível do tipo de investimentos em cada uma das áreas geográficas. Ao longo do ano de 2008 foi executada uma significativa transformação da carteira de rendimento variável, privilegiando a utilização de instrumentos financeiros passivos, designadamente substituindo produtos estruturados e réplicas com contratos de futuros por fundos passivos e *exchange traded funds* (ETF).

O investimento directo em acções é todo realizado na Europa, representando 20.7% da carteira de rendimento variável em 2006 e 26.8% em 2008, sendo neste último ano a componente mais significativa da carteira.

¹²⁶ 10 yr EUR CMS-linked Medium Term Note – contrato indexado à taxa annual *swap* para operações em euros com maturidades de 10 anos.

Tabela II.8: Características dos investimentos da carteira de rendimento variável (2006-2008)

Área Geográfica / Tipo	31-12-2005		31-12-2006		31-12-2007		31-12-2008	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Europa	532,044,314.55	35.54%	509,375,572.95	36.83%	636,450,262.70	40.73%	476,784,570.33	34.42%
Directo	262,897,205.22	17.56%	285,535,733.21	20.65%	296,867,461.99	19.00%	371,826,749.21	26.84%
Futuros	0.00	0.00%	32,283,721.62	2.33%	56,550,726.58	3.62%	91,643,982.99	6.62%
ETF's	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	10,161,094.30	0.73%
Fundos	4,883,702.46	0.33%	5,720,422.21	0.41%	5,840,032.94	0.37%	3,152,743.83	0.23%
Produtos estruturados	264,263,406.87	17.65%	185,835,695.91	13.44%	277,192,041.19	17.74%	0.00	0.00%
EUA	780,329,028.00	52.13%	731,670,781.08	52.91%	763,886,302.49	48.88%	726,679,917.46	52.45%
Directo	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
Futuros	319,452,801.49	21.34%	227,434,983.70	16.45%	284,133,414.71	18.18%	73,382,099.98	5.30%
ETF's	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	270,086,854.76	19.50%
Fundos	258,980,614.50	17.30%	130,140,602.83	9.41%	123,565,425.97	7.91%	264,712,629.09	19.11%
Produtos estruturados	201,895,612.01	13.49%	374,095,194.55	27.05%	356,187,461.81	22.79%	118,498,333.63	8.55%
Japão	184,456,536.76	12.32%	141,812,683.05	10.26%	162,293,029.84	10.39%	181,890,510.81	13.13%
Directo	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
Futuros	84,777,188.71	5.66%	51,634,088.88	3.73%	83,963,925.27	5.37%	16,672,258.56	1.20%
ETF's	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	165,218,252.25	11.93%
Fundos	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
Produtos estruturados	99,679,348.05	6.66%	90,178,594.17	6.52%	78,329,104.57	5.01%	0.00	0.00%
Total	1,496,829,879.31	100.00%	1,382,859,037.08	100.00%	1,562,629,595.03	100.00%	1,385,354,998.61	100.00%
Directo	262,897,205.22	17.56%	285,535,733.21	20.65%	296,867,461.99	19.00%	371,826,749.21	26.84%
Futuros	404,229,990.20	27.01%	311,352,794.20	22.52%	424,648,066.56	27.18%	181,698,341.54	13.12%
ETF's	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	445,466,201.31	32.16%
Fundos	263,864,316.96	17.63%	135,861,025.04	9.82%	129,405,458.91	8.28%	267,865,372.92	19.34%
Produtos estruturados	565,838,366.93	37.80%	650,109,484.63	47.01%	711,708,607.57	45.55%	118,498,333.63	8.55%

Os investimentos em produtos estruturados incluem as seguintes emissões:

i) Europa

- Certificado indexado ao DJ Stoxx600 emitido pelo Deutsche Bank com vencimento em Abril de 2008;
- Certificado indexado ao DJ Stoxx600 emitido pelo HSBC com vencimento em Maio de 2008;
- Certificado indexado ao DJ Stoxx600 emitido pelo BNP Paribas e colocado pelo HSBC com vencimento em Maio de 2008.

ii) EUA

- Nota indexada ao S&P500 emitido pelo Deutsche Bank com vencimento em Outubro de 2006;
- Certificado indexado ao S&P500 emitido pelo Morgan Stanley com vencimento em Agosto de 2008;
- Nota indexada ao S&P500 emitido pelo BNP Paribas com vencimento em Outubro de 2009;
- Nota indexada ao S&P500 emitido pelo Calyon com vencimento em Outubro de 2009.

iii) Japão

- Certificado indexado ao Topix emitido pelo UBS com vencimento em Julho de 2008.

A generalidade das posições foram assumidas antes de 2006, com excepção para as notas indexadas ao S&P500 do BNP e da Calyon que foram abertas em 2006. A posição do CD em relação a estes produtos estruturados de rendimento variável foi de não reforçar posições, mantendo-as até à maturidade dos contratos. A única excepção diz respeito ao certificado indexado ao DJ Stoxx600 do Deutsche Bank, sendo que uma parte substancial das posições foram fechadas em 2006 e reabertas, em parte, em 2007. A orientação actual do CD relativamente aos dois contratos que ainda não venceram é de reverter as posições para a carteira de alocação “objectivo” aquando da maturidade dos contratos ou antecipadamente se tal se mostrar viável.

Na Europa, em finais de 2005, os investimentos em produtos estruturados representavam 17.65% da carteira de rendimento variável. Em 2006, o encerramento de posições no certificado indexado ao DJ Stoxx600 do Deutsche Bank deu origem a uma redução do peso desta componente para 13.44%. O reforço de posições neste certificado em 2007 fez

aumentar o peso da componente para 17.74% da carteira de rendimento fixo. Todos os certificados na Europa venceram durante o ano de 2008.

Nos EUA, em 2006, esta componente foi reforçada com a abertura de posições nas notas do BNP e da Calyon, passando a representar a componente mais significativa da carteira de rendimento variável (27.05%). Estes dois contratos eram os únicos produtos estruturados de rendimento variável na carteira do FEFSS em finais de 2008. A redução do peso desta componente em 2008 (8.55%) esteve associada ao vencimento do certificado indexado ao S&P500 da Morgan Stanley.

No Japão, o investimento em certificados indexado ao Topix da UBS foi realizado antes de 2006, representando no final deste ano 6.52% da carteira. As posições não foram reforçadas até ao seu vencimento, que ocorreu em 2008.

Os investimentos em contratos de futuros são utilizados na carteira do FEFSS para réplica dos índices subjacentes: o FTSE100 e o DJ Stoxx600 na Europa, o S&P500 nos EUA e o Topix no Japão. As posições nos diferentes contratos são analisadas no Capítulo III do presente relatório. Em termos gerais, na Europa estes investimentos representavam 2.33% da carteira de rendimento variável em finais de 2006 e foram sucessivamente reforçadas nos dois anos seguintes, constituindo 6.62% da carteira em 2008. Nos EUA, em 2006 estes investimentos eram uma parte significativa da carteira (16.45%), tendo sido reforçados em 2007 (18.18%). No Japão, em 2006, os futuros sobre Topix constituíam 3.73% da carteira. Estas posições também foram reforçadas em 2007 (5.37%). Em finais de 2007, a elevada dimensão das posições em futuros (27.18% da carteira de rendimento variável) gerou problemas de gestão da liquidez afecta a este tipo de contratos e elevada concentração de depósitos junto do UBS, membro negociador junto do qual todas as ordens do fundo são colocadas. Como tal, em 2008 por um lado o fundo passou a utilizar bilhetes do Tesouro para imobilizar o capital correspondente ao valor nominal destes contratos e, por outro, reverteu uma parte substancial das posições nos EUA e no Japão para ETF's e fundos passivos. Assim, em finais de 2008, os contratos de futuros representavam apenas 5.30% da carteira de rendimento fixo nos EUA e 1.20% no Japão.

As posições em *exchange traded funds* (ETF) incluíram:

i) Europa

- iShares Europe ETF FTSE100 gerido pelo Barclays.

ii) EUA

- ETF S&P500 gerido pelo State Street;
- iShares US ETF S&P500 gerido pelo Barclays;
- iShares Europe ETF S&P500 gerido pelo Barclays.

iii) Japão

- ETF Topix gerido pelo Nikko;
- ETF Topix gerido pelo Nomura.

As posições nestes contratos foram todas assumidas ao longo do ano de 2008 na sequência da substituição dos produtos estruturados que entretanto foram vencendo e das posições em futuros nos EUA e no Japão por instrumentos financeiros passivos. Os investimentos em 2008 passaram a ser muito significativos, representando 0.73% da carteira de rendimento fixo na Europa, 19.5% nos EUA e 11.93% no Japão.

Os fundos de investimento em acções detidos em carteira no período em análise são:

i) Europa

- Fundo Euro Blue Chip gerido pelo Barclays;
- Fundo Euro-Futuro gerido pelo Santander.

ii) EUA

- Fundo Balzac S&P500 gerido pelo State Street;
- Europe Fund S&P500 gerido pelo Vanguard;
- US Fund S&P500 gerido pelo Vanguard.

Os investimentos em fundos concentram-se na Europa e nos EUA. Na Europa não são muito significativos, privilegiando-se os investimentos directos. Em 2006 representavam 0.41% da carteira de rendimento fixo, tendo-se reduzido para 0.23% em 2008. Nos EUA, em 2006, representavam 9.41% e, na sequência da reversão de posições para fundos passivos, em 2008 compunham 19.11% da carteira.

Em resumo, as tendências registadas na composição da carteira de rendimento variável foram:

- desagregação da por área geográfica relativamente estável;
- aumento da importância relativa dos investimentos directos, dos fundos e dos ETF's;
- diminuição da importância relativa das componentes de produtos estruturados (com o intuito da sua extinção) e de contratos de futuros.

II.II. 4 Análise de operações específicas em cada uma das classes de activos

Nesta secção analisamos transacções realizadas nas classes de rendimento fixo e rendimento variável, entre 2006 e 2008. Na Parte I.III deste relatório são analisadas todas as operações efectuadas na Reserva Estratégica do fundo. Na Parte I.IV é analisada uma amostra de operações no Imobiliário, seleccionada de acordo com critérios de relevância material e de natureza.

As operações aqui estudadas integram uma amostra aleatória de compras e vendas bem como algumas operações adicionais, seleccionadas de acordo com critérios de relevância material e/ou de natureza.

As Tabelas II.9.a) a c) resumem os resultados da análise das operações seleccionadas, referindo a justificação da operação bem como o documento de apoio à decisão. As observações e justificações apresentadas para cada uma das operações afiguram-se razoáveis à luz das política e estratégia de investimentos do fundo.

Foi ainda analisada a compra de duas obrigações emitidas pelo Royal Bank of Scotland em Novembro de 2008. Estas transacções ocorreram pouco tempo depois do banco ter sido objecto de uma intervenção sem precedentes pelo governo britânico, conducente à sua nacionalização.

i) Transacções

- Compra de €2.5M; XS0398576263 - Royal Bank of Scotland 3.75% 14/11/2011; Preço 99.669
- Compra de £3M; XS0398574219 - Royal Bank of Scotland 4.125% 14/11/2011; Preço 99.727
- Compra realizada a 06/11/2008 com liquidação a 14/11/2008 em mercado primário

ii) Fundamentação

- Operações inseridas num conjunto de transacções com vista à redução de *duration* na carteira de governos (venda de maturidades longas e compra de curtas) no seguimento de decisões de CI de 5/11/2008.
- Os títulos em causa são equiparados a títulos governamentais na medida em que beneficiam de uma garantia explícita do governo britânico. A opção por estes títulos prendeu-se com a possibilidade de beneficiar de um *spread* bastante interessante face a um título governamental com níveis de risco e liquidez equiparáveis.

- Nível de colocação: 20pb acima dos Mid Swaps, mais de 110pb face ao título governamental de maturidade próxima).

iii) *Ratings*

- Moody's: Aaa
- S&P: AAA

Por último, foram analisadas as transacções sobre uma emissão de obrigações do Lehman Brothers durante 2008. Aquando da falência do banco a 15/09/2008, o FEFSS detinha posições nesta emissão. O processo de desinvestimento neste título foi objecto de análise no Memorando sobre "Emissão Lehman Brothers 04 Maio 2011", analisado em reunião de CD em 19/08/2008.

i) Transacção: compra a 26/03/2008

- Compra de €1.8M; XS0252835110 – Lehman Brothers Float 04/05/2011; Preço 89.64

ii) *Ratings:*

- Moody's: A
- Fitch: A+
- S&P: A

Na sequência da falência do banco, a emissão registou um *downgrade* para *non investment grade* por parte de todas as sociedades de *rating*. A Moody's cortou o *rating* para B3 e a Fitch para CCC. Nesta data esta emissão deixou de estar em conformidade com o regulamento de gestão no que respeita à notação mínima de *rating*. A elevada iliquidez do mercado, as baixas taxas de recuperação no mercado e a necessidade de evitar perdas adicionais motivaram a decisão de venda no próprio dia 15 de Setembro.

i) Transacção: venda a 15/09/2008

- Venda por €0.53M; XS0252835110 – Lehman Brothers Float 04/05/2011; Preço médio 26.50

ii) *Ratings:*

- Moody's: B3
- Fitch: CCC.

Tabela II.9.a: Análise das operações seleccionadas (2006)

Classe de Activo	ISIN	Descrição Activo	Operação	Data Operação	Valor Operação	Moeda	Observações	Documento apoio posição
Dívida Pública EUA	US912828CE81	US Treasury 3.125% 15/04/2009	COMPRA	19-10-2006	22,588,457	USD	Transacção incluída num conjunto de transacções realizadas com o objectivo de aumentar o investimento em obrigações USA.	Decisão CI Acta CI 19/10/2006
Dívida Pública Europa	DE0001135200	Bundesrepublik Deutschland 5.00% 04/07/2012	COMPRA	13-10-2006	26,597,250	EUR	Gestão de carteira de obrigações europeias.	Graus discric. DI
Rendimento Variável Europa (produto estruturado)	DE000DB0VAJ0	DJ Stoxx 600 TR Index Deutsche Bank	COMPRA	23-05-2006	60,054,028	EUR	Operação com vista ao aumento de exposição ao mercado de acções europeu.	Decisão CI Acta de 18/05/2006
Rendimento Variável Europa (directo)	FR0010242511	Electricité de France	COMPRA	11-04-2006	121,860	EUR	Transacção incluída num basket de ordens sobre acções europeias com vista ao rebalanceamento da carteira de "cash equity". Gestão da carteira de acções europeias.	Graus discric. DI
Rendimento Variável EUA (fundo)	IE0002639775	Vanguard US500 Stock index Fund	COMPRA	20-10-2006	31,959	USD	Reinvestimento de dividendos do fundo. Gestão de carteira de acções USA.	Graus discric. DI
Dívida Pública Europa	DE0001135200	Bundesrepublik Deutschland 5.00% 04/07/2012	VENDA	02-08-2006	13,828,230	EUR	Gestão de carteira de obrigações.	Graus discric. DI
Dívida Pública EUA	US912828CE81	US Treasury 3.125% 15/04/2009	VENDA	21-12-2006	29,005,078	USD	Gestão de carteira de obrigações.	Graus discric. DI
Dívida Pública Europa	AT0000385992	Republic of Austria 3.80% 20/10/2013	VENDA	29-09-2006	22,226,160	EUR	Gestão de carteira de obrigações.	Graus discric. DI
Rendimento Variável Europa (directo)	ES0178430E18	Telefonica	VENDA	24-04-2006	100,090	EUR	Transacção incluída num basket de ordens sobre acções europeias com vista ao rebalanceamento da carteira de "cash equity". Gestão da carteira de acções europeias.	Graus discric. DI
Rendimento Variável Europa (produto estruturado)	DE000DB0VAJ0	DJ Stoxx 600 TR Index Deutsche Bank	VENDA	20-11-2006	54,945,195	EUR	Transacção com vista à redução de exposição na carteira de acções europeias.	Decisão CI Acta de 14/11/2006

Tabela II.9.b: Análise das operações seleccionadas (2007)

Classe de Activo	ISIN	Descrição Activo	Operação	Data Operacao	Valor Operação	Moeda	Observações	Documento apoio posição
Dívida Privada Europa	DE000A0DXH13	DEPFA ACS Bank 3.25% 15/02/12	COMPRA	24-01-2007	9,905,363	EUR	Compra obrigações Europa.	Graus discric. DI
Dívida Privada Europa	XS0196448129	European Investment Bank 4.625% 15/04/2020	COMPRA	02-02-2007	26,769,007	EUR	Transacção de curva dentro do mesmo emitente.	Graus discric. DI
Rendimento Variável Europa (directo)	CH0012032048	Roche Holding AG	COMPRA	14-02-2007	2,543,491	CHF	Transacção incluída num basket de ordens sobre acções europeias. Aumento exposição Acções Europa.	Decisão CI Propostas DI 14/02/2007
Rendimento Variável Europa (produto estruturado)	DE000DB0VAJ0	DJ Stoxx 600 TR Index Deutsche Bank	COMPRA	19-02-2007	29,999,251	EUR	Certificado Europa. Aumento exposição Acções Europa.	Decisão CI Propostas DI 14/02/2007
Dívida Pública Europa	DE0001137123	Bundesrepublik Deutschland 2.75% 14/12/2007	COMPRA	02-03-2007	39,899,737	EUR	Operação de redução de duração da carteira Euro.	Decisão CI Propostas DI 01/03/2007
Dívida Privada Europa	XS0235620142	Morgan Stanley 4% 17/11/2015	COMPRA	15-03-2007	970,409	EUR	Operação de aproveitamento de spreads de crédito.	Graus discric. DI
Dívida Pública EUA	US912828EC08	US Treasury 4.125% 15/08/2008	COMPRA	05-06-2007	40,076,252	USD	Operação de rollover de dívida a vencer em 2007.	Graus discric. DI
Dívida Pública Nacional	PTOTELOE0010	OT 4.35% 16/10/2017	COMPRA	18-06-2007	35,882,220	EUR	Gestão carteira OTs.	Graus discric. DI
Reserva Estratégica	PTFIR0AE0001	FINPRO	COMPRA	03-07-2007	7,007,007	EUR	Aumento de capital. Operação de Reserva Estratégica	
Dívida Pública Nacional	---	CEDIC	COMPRA	28-12-2007	40,000,000	EUR	Composição rácio de dívida pública no final do ano	

Tabela II.9.b: Análise das operações seleccionadas (2007) - continuação

Classe de Activo	ISIN	Descrição Activo	Operação	Data Operacao	Valor Operação	Moeda	Observações	Documento apoio posição
Dívida Privada Europa	XS0119282423	European Investment Bank 5.625% 15/10/2010	VENDA	02-02-2007	26,750,565	EUR	Transacção de curva dentro do mesmo emitente.	Graus discric. DI
Rendimento Variável Europa (directo)	ES0130670112	Endesa	VENDA	30-03-2007	2,033,861	EUR	Transacção de título/ gestão da carteira Acções Europa.	Graus discric. DI
Dívida Privada Europa	DE0001135317	Bundesrepublik Deutschland 3.75% 04/01/2017	VENDA	03-08-2007	44,265,748	EUR	Operação de redução de duração de carteira Euro.	Decisão CI Propostas DI 02/08/2007
Dívida Pública EUA	US912828CE81	US Treasury 3.125% 15/04/2009	VENDA	02-10-2007	35,065,819	USD	Operação de aumento de duração de carteira USD.	Decisão CI Propostas DI 02/10/2007
Liquidez	---	Forward EUR/USD A0047	VENDA USD	16-11-2007	297,612,321	EUR	Operação de fecho de forward aberta cambial a 14/08/2007, com rollover da posição negociado a 14/11/2007. Gestão de carteira cambial.	Graus discric. DI
Dívida Pública Nacional	PTOTE10E0019	OT 4.375% 16/06/2014	VENDA	21-11-2007	36,390,000	EUR	Gestão carteira OTs.	Graus discric. DI

Tabela II.9.c: Análise das operações seleccionadas (2008)

Classe de Activo	ISIN	Descrição Activo	Operação	Data Operacao	Valor Operação	Moeda	Observações	Documento apoio posição
Dívida Pública Europa	GB00B29WRG55	TSY 4.5% 07/03/2013	COMPRA	07-05-2008	12,025,200	GBP	Gestão de carteira de obrigações inglesas.	Graus discric. DI
Dívida Pública Europa	FR0113087383	BT.F 0% 12-06-2008	COMPRA	08-05-2008	24,909,428	EUR	Gestão da carteira de liquidez: Compra de Bilhetes de Tesouro para colateralização de futuros.	Graus discric. DI
Dívida Pública EUA	US912828HA15	US Treasury 4.75 % 15/08/2017	COMPRA	16-05-2008	26,347,070	USD	Transacção inserida num conjunto de transacções com vista ao aumento de duração da carteira de obrigações USA.	Decisões CI de 16/05/2008
Dívida Privada Europa	XS0252835110	Lehman Brothers Float 04/05/2011	VENDA	15-09-2008	260,000	EUR	Gestão de carteira de obrigações europeias.	Graus discric. DI
Dívida Privada Europa	XS0252835110	Lehman Brothers Float 04/05/2011	VENDA	15-09-2008	270,000	EUR	Gestão de carteira de obrigações europeias.	Graus discric. DI
Rendimento Variável Europa (directo)	FR0000130809	Société Générale	VENDA	01-09-2008	448,794	EUR	Transacção incluída num basket de ordens sobre acções europeias com vista à redução de exposição em carteira (Decisão CI) e ao rebalanceamento da carteira de "cash equity" (Gestão da carteira de acções europeias).	Decisões CI de 28/08/2008 Graus discric. DI
Rendimento Variável Europa (directo)	ES0113211835	BBVA	VENDA	01-09-2008	504,587	EUR	Transacção incluída num basket de ordens sobre acções europeias com vista à redução de exposição em carteira (Decisão CI) e ao rebalanceamento da carteira de "cash equity" (Gestão da carteira de acções europeias).	Decisões CI de 28/08/2008 Graus discric. DI
Rendimento Variável Europa (directo)	LU0392384540	Warrants Reinet Investments	VENDA	05-12-2008	1,379	EUR	Venda de direitos resultantes de um spin off: Gestão da carteira de acções europeias.	Graus discric. DI

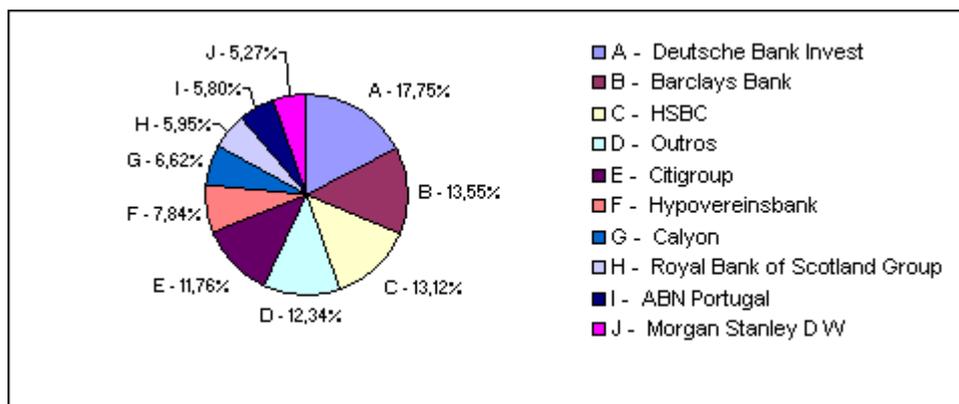
II.II. 5 Análise do grau de concentração das operações por intermediário financeiro

A disseminação da intermediação de operações por intermediários financeiros tem por base preocupações de controlo de risco operacional.

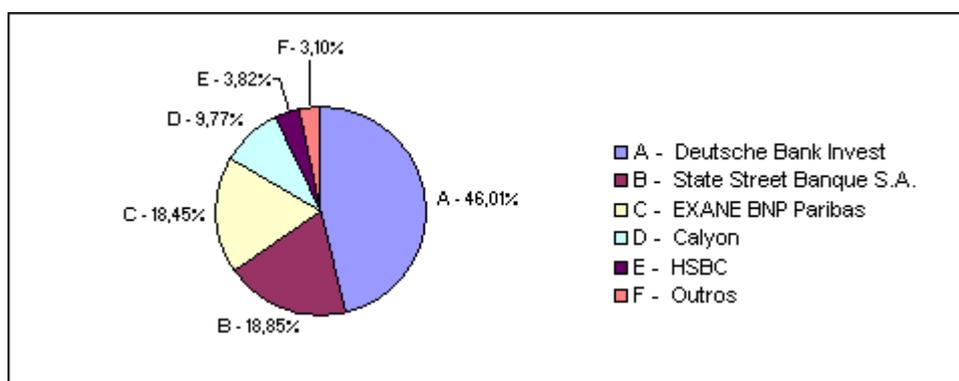
O Gráficos II.1.a) a c) apresentam a repartição das operações com acções e obrigações por intermediário financeiro para 2006 a 2008, respectivamente. A repartição apresentada é função do peso relativo dos volumes transaccionados com cada instituição no volume total transaccionado na classe respectiva (ver Anexo II.A informação de suporte).

Gráfico II.1.a: Repartição das operações por intermediário financeiro – 2006

OBRIGAÇÕES



ACÇÕES

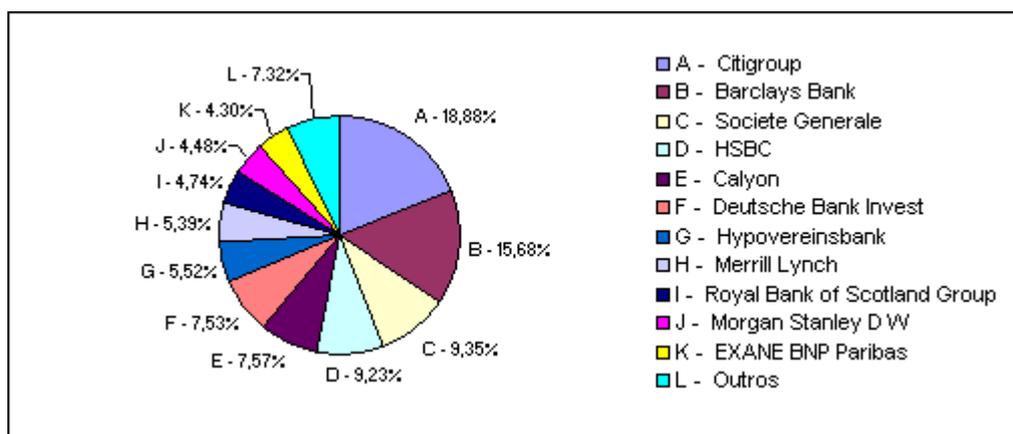


Em 2006, as operações de rendimento fixo foram realizadas com 14 instituições financeiras. O volume transaccionado com os dois principais operadores representa 31% do total. As

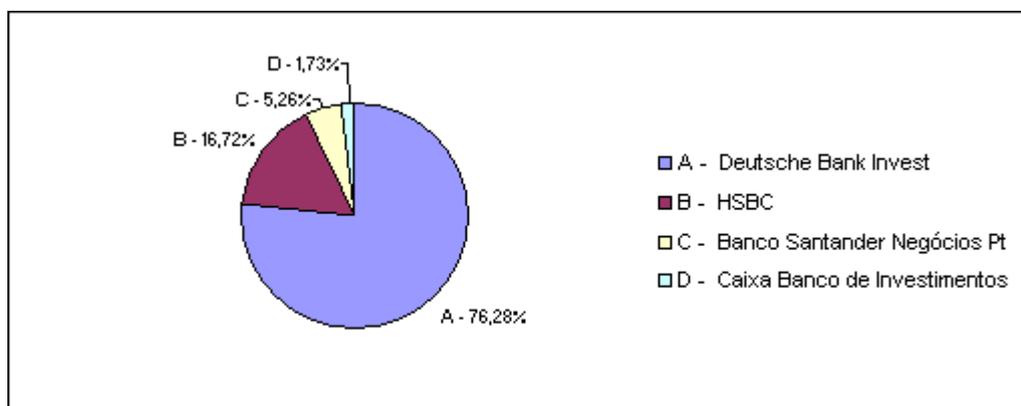
operações de rendimento variável distribuem-se por 9 operadores, concentrando os dois principais uma quota de 65%. As operações com obrigações representam 72% do volume total transaccionado.

Gráfico II.1.b: Repartição das operações por intermediário financeiro – 2007

OBRIGAÇÕES



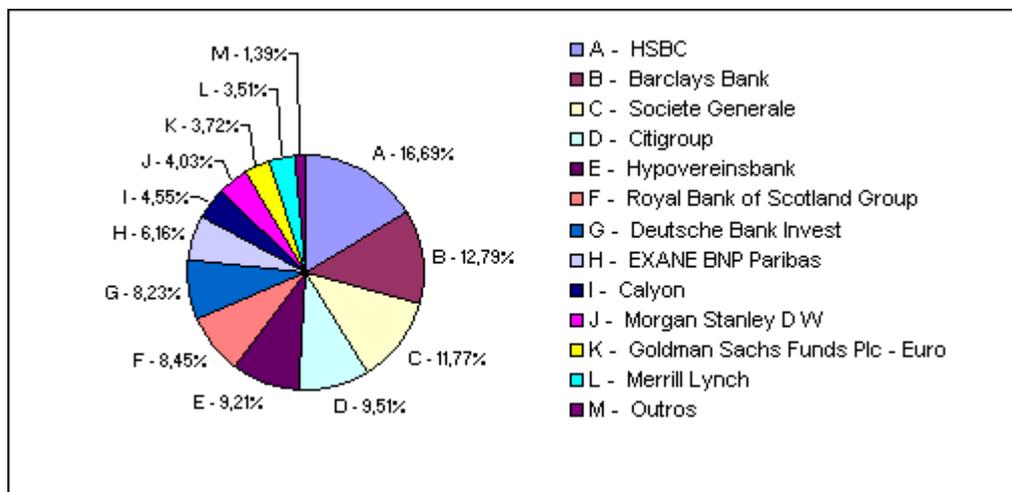
ACÇÕES



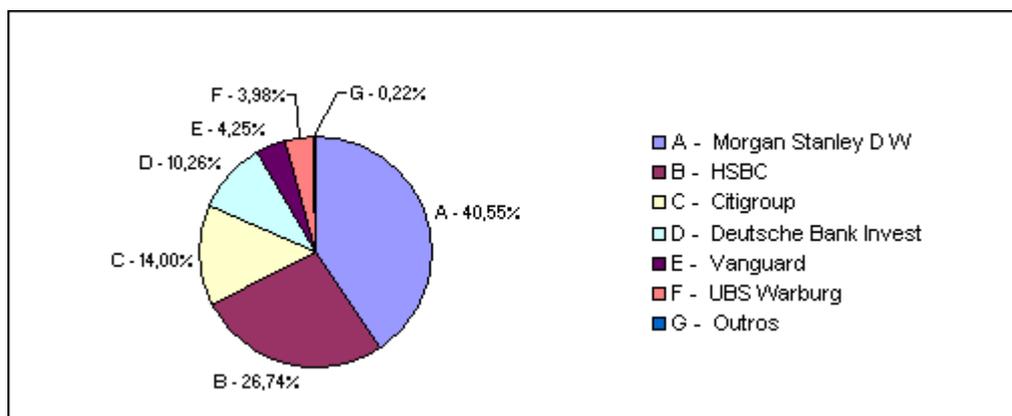
Em 2007, a área de rendimento fixo utilizou os serviços de 14 instituições financeiras. A soma das quotas dos dois principais operadores manteve-se estável (35% do total). O número de operadores de rendimento variável reduziu-se para 6, o que deu origem a uma maior concentração das operações. Os dois principais intermediários apresentaram uma quota de 93%. As operações com obrigações representam 96% do volume total transaccionado.

Gráfico II.1.c: Repartição das operações por intermediário financeiro – 2008

OBRIGAÇÕES



ACÇÕES



Em 2008, o número de operadores na área de rendimento fixo não se alterou (14 instituições financeiras), tendo-se mantido estável (30% do total) a quota dos dois principais operadores. O número de operadores de rendimento variável aumentou novamente para 9, com a consequente diminuição da concentração das operações. Os dois principais intermediários apresentaram uma quota bastante inferior, apesar de muito elevada, de 68%. As operações com obrigações representam 73% do volume total transaccionado.

Ao longo dos três anos em análise constatamos que o grau de concentração das operações por intermediário financeiro é muito superior na área de rendimento variável que na de

rendimento fixo. Todos operadores utilizados constam das listas de operadores autorizados pelo CD.

Pela análise dos quadros no Anexo II.A constatamos que o volume total de transacções sobre acções, obrigações e fundos registou um aumento de 171% em 2008 (contra 9% em 2007), sendo que o valor total da carteira apenas aumentou 10,3%. Este aumento muito significativo dos volumes transaccionados está relacionado com a forte reestruturação da carteira realizada neste ano, da qual se destacam:

- o rebalanceamento de toda a carteira de dívida pública portuguesa;
- a substituição de produtos estruturados e réplicas com contratos de futuros por fundos passivos e ETF's.

Periodicamente a listagem de intermediários financeiros para operações de mercado secundário é reavaliada pelo CD. A DI propõe a lista de contrapartes para operações com acções, obrigações, e fundos (entidades negociadoras, não necessariamente gestoras). A lista é proposta com base em critérios *ex-ante* (Tipo de Serviço / *Rating* / *Research*) e *ex-post* (Preço / Comissões / Execução / Liquidação), os relevantes para a análise em causa. Esta listagem é, posteriormente, objecto de apreciação e aprovação pelo CD, passando a constituir o conjunto das instituições financeiras autorizadas como contraparte de operações no mercado secundário. As instituições financeiras incluídas nestas listagem são instituições nacionais ou (maioritariamente) internacionais com competências reconhecidas na prestação destes serviços financeiros. A listagem de intermediários financeiros para operações com derivados é analisada no capítulo seguinte.

IV.II. 4 Análise de risco da carteira do FEFSS realizada pelo IGFCS

Para além da análise anual constante nos Relatórios e Contas, o IGFCS faz um controlo semanal do risco da carteira do FEFSS. Este controlo é realizado a partir da informação constante de um relatório interno (Mapas Semanais) que inclui:

- Volatilidade medida pelo desvio padrão anualizado das taxas de rendibilidade diária:
 - da carteira total;
 - da carteira contra o *benchmark*,
 - da carteira por classe de activos e com desagregação por moeda de denominação;
 - da carteira total contra *benchmark* e por classe de activos (rendimento fixo e rendimento variável);

- *Tracking error*¹²⁷ da carteira total contra *benchmark* e por classe de activos (rendimento fixo e rendimento variável);
- *Duration*¹²⁸ e *Rating* :
 - da carteira total;
 - da classe de rendimento fixo;
- Beta e Altman Z Score¹²⁹:
 - da carteira total;
 - da classe de rendimento variável;
- VaR mensal: máxima perda esperada com nível de confiança de 95% para um horizonte temporal de um mês:
 - da carteira contra o *benchmark*;
 - do *benchmark*.

Esta informação vertida para os Mapas Semanais é de grande qualidade, rigor técnico e detalhe. É ainda reflexo do apertado controlo do risco da carteira do FEFFS realizado pela equipa de gestão. Estes mapas são objecto de análise na reunião semanal do Comité de Investimento.

¹²⁷ *Tracking error* é uma medida de quão proximamente o fundo replica o seu *benchmark* e é medido pelo desvio padrão das diferenças entre a rentabilidade do fundo e a rentabilidade do *benchmark*.

¹²⁸ *Duration*: medida de risco de taxa de juro da classe de rendimento fixo.

¹²⁹ Beta: medida de risco sistemático da classe de rendimento variável; Altman Z Score: medida da probabilidade de falência de empresas.

ANEXO II.A.a: Repartição das operações, volumes transaccionados e Comissões 2006

Activo / Operador	Nº Operações	Volume Transaccionado	Comissões	Quota p/ Activo	Quota (Total)
Obrigações					
Deutsche Bank Invest	32	405,567,500	1,600.00	17.75%	12.78%
Barclays Bank	23	309,618,780	1,150.00	13.55%	9.75%
HSBC	22	299,714,354	1,100.00	13.12%	9.44%
Citigroup	19	268,530,207	950.00	11.76%	8.46%
Hypovereinsbank	18	179,022,560	900.00	7.84%	5.64%
Calyon	12	151,214,290	600.00	6.62%	4.76%
Royal Bank of Scotland Group	12	135,904,420	600.00	5.95%	4.28%
ABN Portugal	14	132,516,740	700.00	5.80%	4.17%
Morgan Stanley D W	13	120,279,665	650.00	5.27%	3.79%
Goldman Sachs Funds Plc - Euro	7	78,674,280	350.00	3.44%	2.48%
J. P. Morgan	7	77,505,250	350.00	3.39%	2.44%
Banco Espírito Santo de Investimentos	4	70,452,705	200.00	3.08%	2.22%
Merrill Lynch	8	51,391,450	400.00	2.25%	1.62%
Caixa Banco de Investimentos	1	3,972,680	50.00	0.17%	0.13%
Total Obrigações	192	2,284,364,881	9,600.00	100.00%	71.97%
Fundos					
Conta Banco Espírito Santo SA	27	212,198,317	0.00	100.00%	6.69%
Total Fundos	27	212,198,317	0.00	100.00%	6.69%
Acções					
Deutsche Bank Invest	9	311,790,948	240.00	46.01%	9.82%
State Street Banque S.A.	2	127,769,667	0.00	18.85%	4.03%
EXANE BNP Paribas	1	125,002,754	30.00	18.45%	3.94%
Calyon	1	66,181,825	30.00	9.77%	2.08%
HSBC	63	25,911,663	19,269.09	3.82%	0.82%
Morgan Stanley D W	20	10,011,421	8,609.14	1.48%	0.32%
Citigroup	11	7,819,143	10,156.16	1.15%	0.25%
Banco Santander Negócios Pt	16	2,941,631	718.07	0.43%	0.09%
Banco Espírito Santo de Investimentos	1	216,439	0.00	0.03%	0.01%
Total Acções	124	677,645,491	39,052.46	100.00%	21.35%
TOTAL GERAL	343	3,174,208,689	48,652.46		100.00%

ANEXO II.A.b: Repartição das operações, volumes transaccionados e Comissões 2007

Activo / Operador	Nº Operações	Volume Transaccionado	Comissões	Quota p/ Activo	Quota (Total)
Obrigações					
Citigroup	45	622,291,164	2,250.00	18.88%	18.07%
Barclays Bank	41	516,883,175	2,050.00	15.68%	15.01%
Societe Generale	23	308,086,570	1,150.00	9.35%	8.94%
HSBC	27	304,139,215	1,350.00	9.23%	8.83%
Calyon	15	249,638,625	750.00	7.57%	7.25%
Deutsche Bank Invest	27	248,228,174	1,350.00	7.53%	7.21%
Hypovereinsbank	14	181,924,760	700.00	5.52%	5.28%
Merrill Lynch	11	177,626,265	550.00	5.39%	5.16%
Royal Bank of Scotland Group	13	156,275,493	650.00	4.74%	4.54%
Morgan Stanley D W	16	147,613,055	800.00	4.48%	4.29%
EXANE BNP Paribas	9	141,643,899	450.00	4.30%	4.11%
J. P. Morgan	8	106,741,310	400.00	3.24%	3.10%
ABN Portugal	8	86,749,680	400.00	2.63%	2.52%
Goldman Sachs Funds Plc - Euro	6	47,741,137	300.00	1.45%	1.39%
Total Obrigações	263	3,295,582,522	13,150.00	100.00%	95.67%
Fundos					
Conta Banco Espírito Santo SA	25	31,777,718	28.95	100.00%	0.92%
Total Fundos	25	31,777,718	28.95	100.00%	0.92%
Acções					
Deutsche Bank Invest	4	89,509,679	120.00	76.28%	2.60%
HSBC	48	19,625,446	14,196.55	16.72%	0.57%
Banco Santander Negócios Pt	13	6,177,205	1,152.43	5.26%	0.18%
Caixa Banco de Investimentos	1	2,035,286	1,454.70	1.73%	0.06%
Total Acções	66	117,347,616	16,923.68	100.00%	3.41%
TOTAL GERAL	354	3,444,707,856	30,102.63		100.00%

ANEXO II.A.c: Repartição das operações, volumes transaccionados e Comissões 2008

Activo / Operador	Nº Operações	Volume Transaccionado	Comissões	Quota p/ Activo	Quota (Total)
Obrigações					
HSBC	96	1,138,404,244	3,210.00	16.69%	12.19%
Barclays Bank	91	872,226,068	2,840.00	12.79%	9.34%
Societe Generale	75	802,863,125	2,070.00	11.77%	8.60%
Citigroup	90	648,748,699	2,750.00	9.51%	6.95%
Hypovereinsbank	47	628,357,185	1,030.00	9.21%	6.73%
Royal Bank of Scotland Group	60	576,482,959	1,270.00	8.45%	6.18%
Deutsche Bank Invest	49	561,673,533	1,100.00	8.23%	6.02%
EXANE BNP Paribas	38	420,066,642	1,360.00	6.16%	4.50%
Calyon	30	310,120,260	950.00	4.55%	3.32%
Morgan Stanley D W	36	275,058,145	1,100.00	4.03%	2.95%
Goldman Sachs Funds Plc - Euro	30	253,711,243	1,090.00	3.72%	2.72%
Merrill Lynch	22	239,724,103	750.00	3.51%	2.57%
Banco Espírito Santo de Investimentos	7	44,889,750	140.00	0.66%	0.48%
ABN Portugal	3	34,693,350	100.00	0.51%	0.37%
Caixa Banco de Investimentos	1	14,961,300	50.00	0.22%	0.16%
Total Obrigações	675	6,821,980,606	19,810.00	100.00%	73.08%
Fundos					
Conta Banco Santander Negócios Pt	32	715,024,549	0.00	80.81%	7.66%
Conta Banco Espírito Santo SA	9	125,951,691	0.00	14.24%	1.35%
Conta Caixa Geral Depósitos	1	43,799,999	0.00	4.95%	0.47%
Total Fundos	42	884,776,239	0.00	100.00%	9.48%
Acções					
Morgan Stanley D W	137	660,336,955	266,200.99	40.55%	7.07%
HSBC	120	435,410,219	62,249.53	26.74%	4.66%
Citigroup	7	227,966,745	83,976.75	14.00%	2.44%
Deutsche Bank Invest	4	167,118,485	120.00	10.26%	1.79%
Vanguard	3	69,277,486	0.00	4.25%	0.74%
UBS Warburg	1	64,794,054	30.00	3.98%	0.69%
Banco Santander Negócios Pt	18	2,274,075	2,698.55	0.14%	0.02%
Caixa Banco de Investimentos	4	859,247	691.48	0.05%	0.01%
Banco Espírito Santo de Investimentos	4	389,463	1,028.15	0.02%	0.00%
Total Acções	298	1,628,426,729	416,995.45	100.00%	17.44%
TOTAL GERAL	1015	9,335,183,574	436,805.45		100.00%

III. OPERAÇÕES COM DERIVADOS (2006-2008)

Parte III.I – Fundamentação das observações

III.I. 1 Questões preliminares

A componente de risco sistemático de uma carteira diversificada, como é a carteira do FEFSS, engloba uma multiplicidade de riscos dos quais se destacam o risco de variação dos preços dos activos financeiros, o risco de variação das taxas de juro e o risco cambial. Em primeira instância é necessário quantificar a exposição da carteira face a cada um destes tipos de risco.

Para cobertura destes riscos estão disponíveis, em mercados de bolsa e fora de bolsa, uma miríade de instrumentos financeiros derivados, genericamente categorizáveis em futuros, *forwards*, opções e *swaps*. As estratégias de cobertura poderão ser simples ou resultar da combinação de dois ou mais instrumentos elementares (estratégias complexas).

Estes instrumentos têm perfis de retorno e risco muito distintos, sendo implementáveis em circunstâncias e com objectivos também distintos. Assim, por exemplo, a transacção de futuros permite a eliminação/redução do risco mediante a eliminação da exposição quer face a evoluções favoráveis quer face a evoluções desfavoráveis, fixando o retorno da carteira coberta. Já uma estratégia com opções poderá reduzir a exposição a variações desfavoráveis mas manter a exposição face a evoluções favoráveis.

São várias as medidas de eficiência das estratégias de cobertura disponíveis. As mais frequentemente utilizadas são:

- Medida de Eficiência I (Coeficiente de determinação):

$$E = 1 - \frac{Var(R^*)}{Var(U)} = R^2$$

em que $Var(R^*)$ é a variância da carteira coberta, $Var(U)$ é a variância da carteira não protegida. Esta medida é igual ao coeficiente de determinação (R^2) da regressão da variação dos preços à vista sobre a variação dos preços do instrumento de cobertura. A eficiência da cobertura de riscos será tanto maior quanto maior for o coeficiente de determinação.

- Medida de Eficiência II:

$$HE = \frac{\theta_R}{\theta_U}$$

em que, θ_R é o prémio de risco por unidade de risco total da carteira coberta, θ_U é o prémio de risco por unidade de risco total da carteira não coberta. A eficiência da cobertura de riscos será tanto maior quanto maior for HE .

Tendo por referência apenas contratos de futuros e *forwards* (os utilizados na gestão do FEFSS), estas medidas reflectem a precisão com que os resultados nos instrumentos de cobertura permitem compensar os resultados nas posições originais. Se no caso dos futuros a cobertura raramente é perfeita¹³⁰, no caso dos *forwards* ela é sempre perfeita, o que significa que, neste caso, o risco (cambial) poderá ser totalmente eliminado. As medidas apresentadas são, pois, adequadas para análise da eficiência das operações de cobertura com derivados bolsistas.

É, ainda, necessário analisar a conformidade entre as estratégias de cobertura utilizadas e as orientações da Política de Investimentos que, entre outros aspectos, poderão impor limites às medidas de eficiência das estratégias. São justamente limites deste tipo os impostos pelas Normas Internacionais de Contabilidade (IAS 39) para efeitos de reconhecimento contabilístico das estratégias como estratégias de cobertura¹³¹.

Os instrumentos financeiros derivados podem ainda ser integrados na gestão de carteiras com o objectivo de potenciar o retorno da carteira (estratégia de especulação). Existem, contudo, fortes limitações de natureza legal à sua utilização na gestão do FEFSS, constantes do Regulamento de Gestão do fundo (Portaria nº 1273/2004, de 7 de Outubro).

III.I. 2 Acção

O conjunto das acções desenvolvidas nesta parte da auditoria engloba:

- a identificação das operações sobre instrumentos financeiros derivados e a sua classificação como sendo de cobertura ou de especulação;
- a análise das estratégias de cobertura com derivados;
- a análise das estratégias de especulação com derivados;

¹³⁰ Com a operação de cobertura subsistirá sempre o risco de variação da base (diferencial entre o preço à vista e o preço futuro) entre a data de início da cobertura e o vencimento da estratégia.

¹³¹ O IGFCSS optou por não fazer *hedge accounting* do FEFSS.

- a análise da conformidade destas operações face às limitações impostas pelo Regulamento de Gestão do FEFSS (Portaria nº 1273/2004, de 7 de Outubro).

III.I. 3 Objectivos

Avaliar a adequação das operações sobre instrumentos financeiros derivados aos objectivos impostos pela Política de Investimentos, nomeadamente em termos de cobertura de risco.

Avaliar a eficiência das operações das estratégias de cobertura implementadas.

Avaliar a conformidade das operações realizadas com as limitações legais em vigor.

III.I. 4 Tarefas Realizadas

No âmbito:

- da identificação das operações sobre instrumentos financeiros derivados e a sua classificação como sendo de cobertura ou de especulação;
- da análise das estratégias de especulação com derivados;
 - adequação das estratégias aos fins em vista
 - apuramento de resultados
 - conformidade destas operações face às limitações impostas pelo Regulamento de Gestão do FEFSS (Portaria nº 1273/2004, de 7 de Outubro)
- da análise das estratégias de cobertura com derivados:
 - adequação das estratégias aos fins em vista
 - apuramento de resultados
 - conformidade destas operações face às limitações impostas pelo Regulamento de Gestão do FEFSS (Portaria nº 1273/2004, de 7 de Outubro)

A conhecer/estudar:

- Características dos instrumentos financeiros derivados utilizados pelo fundo no período em análise (2006-2008);

- Pertinência das operações realizadas à luz dos fins em vista em função da exposição ao risco e do tipo de instrumento de cobertura utilizado;
- Parecer da Deloitte e do INDEG sobre avaliação de *forwards*;
- *Compliance* com restrições legais constantes do Regulamento de Gestão do FEFSS (Portaria nº 1273/2004, de 7 de Outubro):
 - tipo de instrumentos utilizados;
 - dimensão da exposição cambial;
 - impossibilidade de assunção de posições alavancadas.

III.I. 5 Informação objecto de análise

Analizados:

- Mapas com discriminação das transacções realizadas por instrumento financeiro derivado individual (futuros e *forwards*) provenientes do Trader:
 - tipo de contrato e especificações técnicas relevantes;
 - data de abertura e de encerramento de posições;
 - preços realizados;
 - volumes/número de contratos transaccionados;
 - mercado secundário / intermediário financeiro;
 - custos e forma de execução das ordens;
 - operação de especulação ou de cobertura.
- Mapas de apuramento de resultados nas operações com futuros;
- Mapas semanais (DEPC) de análise da carteira;
- Documento Política de Investimentos do FEFSS de Junho de 2005;
- Regulamento de Gestão do FEFSS (Portaria nº 1273/2004, de 7 de Outubro);
- Mapas (DEPC) de análise do cumprimento dos limites ao investimento impostos pela Portaria nº 1273/2004, de 7 de Outubro;
- Relatório e Contas IGFCSS (2006-2008);
- Relatório e Contas FEFSS (2007-2008);
- Relatórios de avaliação do INDEG (2004:2T-2008:4T);
- Mapas DEPC com análise às diferenças de valorização face à avaliação do INDEG (2006-2008);

- Documentos (*powerpoint*) com as conclusões da auditoria externa (2006 e 2008) – nota: não foi entregue este documento relativo ao exercício de 2007;
- Manual de Procedimentos da DI:
 - PnGAGC01DI04 - Implementação de Operações Cambiais
 - PnGAGC01IF04 - Implementação de Operações da Carteira de Rendimento Fixo
 - PnGAGC01IV01 - Tomada de Decisão da Carteira de Rendimento Variável
- Manual de Procedimentos da DEPC:
 - PN.GA.GC.01.OP10 - Registo de *forwards* cambiais
 - PN.GA.MC.01.OP10 - Controlos diários regulamentares FEFSS
 - PN.GA.MC.01.OP11 - Controlos diários rácios sector bancário FEFSS
- Documentos aprovados pelo Conselho Directivo:
 - listagem de intermediários financeiros para negociação de futuros e *forwards* autorizados pelo CD (2006-2008);
 - Memorando de 2008.04.16 sobre “Aplicação da liquidez subjacente aos futuros de acções”.

Não analisados com indicação de motivo:

- Mapas com as aplicações de liquidez associadas a operações com instrumentos financeiros derivados (alavancados) que garantem a não alavancagem das operações – não existe pelo que não integrou os documentos objecto de análise;
- Mapas de apuramento de resultados nas operações com *forwards* – não foi entregue;
- Procedimento da DI relativo à Implementação de Operações da Carteira de Rendimento Variável – não foi entregue.

III.I. 6 Metodologia adoptada

Levantamento e análise de todas as transacções sobre contratos derivados realizadas.

Metodologia seguida na selecção das datas que compõem a amostra para controlo da não alavancagem nas posições com futuros: De entre as datas de realização de dotações do

FEFSS entre 2006 e 2008, foram seleccionadas quatro datas em 2006, seis em 2007 e seis em 2008. Foram seleccionadas datas das dotações pelo facto de ter sido para estas datas que, por outros motivos de auditoria, se decompôs a carteira por classes de activos a partir da informação do TRADER com a valorização diária da carteira.

Parte III.II – Análise e Recomendações

III.II. 1 Identificação das operações sobre instrumentos financeiros derivados

Nesta secção são objecto de análise os investimentos em instrumentos financeiros derivados no período 2006-2008. Desta análise são excluídos os investimentos em produtos estruturados, já abordados no capítulo II.

Entre 2006 e 2008 o FEFSS deteve posições em *forwards* cambiais, futuros sobre taxas de juro e futuros sobre índices accionistas, genericamente descritos na Tabela III.1. No âmbito da gestão da carteira do FEFSS, os *forwards* são utilizados essencialmente para fins de cobertura cambial e os futuros para obter exposição ao activo subjacente (ou seja, estratégias especulativas).

Os futuros são contratos negociados em bolsa sendo as ordens dos utilizadores canalizadas para o mercado por intermédio de membros negociadores e compensadores, entidades acreditadas junto das bolsas (Câmaras de Compensação). Até Outubro de 2006, a instituição autorizada para colocação das ordens do IGFCSS era o ABN, tendo sido substituído nessa altura pelo UBS na sequência da fusão das duas instituições. A concentração destas operações numa única instituição veio mais tarde (2008) a gerar um risco de contraparte significativo¹³² para o fundo na sequência do elevado montante de margens (depósitos) que obrigatoriamente têm de ser imobilizadas aquando da transacção de contratos de futuros. O problema seria minimizado se estes contratos fossem transaccionados por intermédio de mais do que uma instituição financeira. Os volumes transaccionados assim o justificariam.

Os *forwards* cambiais são contratos de compra ou venda a prazo de moeda estrangeira e são negociados em mercado de balcão (*over-the-counter* – OTC). As contrapartes destes contratos são instituições financeiras.

¹³² Esta questão é analisada no ponto seguinte.

Tabela III.1: Contratos Derivados no FEFSS (2006-2008)

Activo	Classificação Trader	Mercado	Dimensão do contrato (a)	Vencimentos
Forwards Cambiais:				
EUR-AUD	1324	OTC		
EUR-CHF	1324	OTC		
EUR-DKK	1324	OTC		
EUR-GBP	1324	OTC		
EUR-JPY	1324	OTC		
EUR-SEK	1324	OTC		
EUR-USD	1324	OTC		
Futuros sobre Taxa de Juro:				
Futuros s/ Japonese 10Y Bond	14114	TSE	JPY 100.000.000	Mar, Jun, Set, Dez.
Futuros sobre Índices Accionistas:				
Futuros s/ FTSE 100	14112	LSE	GBP 10	Mar, Jun, Set, Dez.
Futuros s/ DJ Euro Stoxx 50	14112	EUREX	EUR 10	Mar, Jun, Set, Dez.
Futuros s/ S&P 500	14112	CME	USD 250	Mar, Jun, Set, Dez.
Futuros s/ TOPIX	14112	TSE	JPY 10.000	Mar, Jun, Set, Dez.

Notas:

(a) Valor facial / Multiplicador monetário

- TSE: Tokyo Stock Exchange

- LSE: London Stock Exchange

- EUREX: EUREX CLEARING Agá

- CME: Chicago Mercantile Exchange

O IGFCCS tem contratos ISDA¹³³ assinados com três instituições financeiras internacionais, a saber, o Citibank (Acta do CD nº 256 de 23.02.2005), o HSBC (Acta do CD nº 326 de 20.07.2006) e o Deutsche Bank (contrato celebrado em 18.03.2009), sendo também estas as instituições referidas no Manual de Procedimentos da Direcção de Investimentos como instituições autorizadas para transacções com *forwards* (PN.GA.GC.01.OP10 - Registo de *forwards* cambiais).¹³⁴ As contrapartes das operações com *forwards* durante o período em análise foram o Citibank e o HSBC.

¹³³ ISDA - *International Swaps and Derivatives Association*

¹³⁴ Na Acta do CD nº 421 de 29/9/2008, o CD decide abandonar o HSBC como contraparte cambial.

III.II. 2 Análise das estratégias de especulação com derivados (2006-2008)

Adequação das estratégias aos fins em vista e apuramento de resultados

De acordo com o Artº.7º do Regulamento de Gestão (Portaria nº 1273/2004, de 7 de Outubro), na gestão da sua carteira “Ao FEFSS é permitida a utilização de instrumentos derivados quer para fins de cobertura de risco de activos susceptíveis de integrar o seu património quer para a prossecução de uma gestão eficaz da carteira, designadamente para reprodução, não alavancada, da rentabilidade dos activos subjacentes aos mesmos.”

Na carteira do FEFSS as posições em futuros são utilizadas para obter exposição (indirecta) aos activos subjacentes. Na sequência da política de investimentos do fundo e para atingir a alocação óptima nas diferentes classes de activos, o gestor pode optar por investir directamente nos activos financeiros base (acções, obrigações, imobiliário) ou, alternativamente, investir em futuros sobre esses mesmos activos. No caso do FEFSS, e na medida em que, por força do Regulamento de Gestão a que está vinculado, não pode assumir posições alavancadas¹³⁵, as duas alternativas de investimentos são equivalentes com a vantagem adicional de os custos de transacção envolvidos serem mais baixos e os contratos mais líquidos (benefício preço).

O investimento neste tipo de instrumentos derivados encerra uma outra vantagem, eventualmente mais significativa que as anteriores, decorrente da alocação geográfica da carteira. O Regulamento de Gestão alarga aos países da OCDE as oportunidades de investimento do FEFSS. A alocação óptima da carteira prevê a realização de investimentos em áreas geográficas tão díspares como a Europa, os EUA, o Japão, etc. A generalidade dos investimentos directos são realizados na Europa onde a proximidade e o conhecimento da realidade (fundamentos) é maior e, por isso, de mais fácil concretização. Por outro lado, o facto da equipa de gestão contar com um número limitado de colaboradores impede a especialização numa tão grande diversidade de mercados, inviabilizando a realização de investimentos directos em todos esses mercados.

Nesse sentido, através da assunção de posições, por exemplo, em futuros sobre o S&P500 ou sobre o TOPIX, o fundo obtém exposição aos mercados accionistas dos EUA e do Japão e com garantias de diversificação pelo facto de os activos subjacentes serem índices de acções. Os futuros são pois instrumentos muito flexíveis e que permitem, a baixo custo,

¹³⁵ Na prática, tal significa que o FEFSS terá a todo o momento que imobilizar liquidez num montante igual à dimensão total das posições assumidas nestes mercados.

replicar na carteira do FEFSS os índices subjacentes. A exposição à dívida pública japonesa é também obtida através de futuros sobre obrigações do governo japonês.

Os contratos de futuros são utilizados para dar cumprimento à alocação estratégica do fundo essencialmente na componente de acções nos EUA e no Japão mas também na componente de obrigações no Japão. Estes instrumentos são ainda utilizados no âmbito da alocação táctica para concretização dos graus de discricionariedade disponíveis na gestão da carteira.

Os resultados obtidos com posições em futuros em todos os contratos transaccionados entre 2006 e 2008 estão resumidos nas Tabelas III.2.a) a c). Os resultados nestes contratos são apurados da seguinte forma:

- Futuros sobre taxas de juro:

- posições longas (compradoras):

N° de contratos x (Preço de fecho – Preço de abertura) x valor facial

- posições curtas (vendedoras)

N° de contratos x (Preço de abertura – Preço de fecho) x valor facial

- Futuros sobre índices:

- posições longas (compradoras):

N° de contratos x (Preço de fecho – Preço de abertura) x multiplicador

- posições curtas (vendedoras)

N° de contratos x (Preço de abertura – Preço de fecho) x multiplicador

Os resultados com futuros foram de 35,9 milhões de euros em 2006 e de 1,9 milhões de euros em 2007. O fundo apurou perdas substanciais nestes contratos em 2008. Neste ano as perdas de 215,8 milhões de euros representam 2,78% dos montantes médios sob gestão. Estas perdas decorrem das posições assumidas nos contratos de futuros sobre índices, fruto da queda acentuada dos mercados accionistas ao longo de 2008. Caso o Instituto tivesse optado por dar cumprimento à alocação estratégica óptima da sua carteira por intermédio de investimentos directos e diversificados em acções nestes mercados, a perda de valor dessa carteira alternativa seria semelhante. Estes resultados são uma componente da rendibilidade efectiva registada pelo fundo neste ano.

Tabela III.2.a): Resultados em contratos de futuros por contrato em 2006

Ano	Activo	Descrição Activo	Resultados
2006			
	DE0000000004	Futures DJ EuroStoxx50 Sep06 (VGU6)	1,057,730.00
	DE0000000005	Futures DJ EuroStoxx50 Dec06 (VGZ6)	1,073,650.00
	GB0000000002	Futures FTSE100 Mar07 (Z h7)	89,220.14
	JP0000000002	Futures TOPIX Mar06(TPH6)	-3,176,789.41
	JP0000000004	Futures TOPIX Jun06 (TPM6)	-820,903.43
	JP0000000005	Futures TOPIX Sep06 (TPU6)	2,471,418.77
	JP0000000006	Futures TOPIX Dec05 (TPZ6)	-666,404.95
	JP0000000007	Futures TOPIX Mar07 (TPH7)	2,536,483.31
	US0000000002	Futures S&P500 Mar06 (SPH6)	10,561,874.15
	US0000000003	Futures S&P500 Jun06 (SPM6)	-18,237,600.27
	US0000000004	Futures S&P500 Set06 (SPU6)	21,896,934.75
	US0000000005	Futures S&P500 Dec06 (SPZ6)	18,908,957.01
	US0000000006	Futures S&P500 Mar07 (SPH7)	248,923.48
2006 Total			35,943,493.55

Tabela III.2.b): Resultados em contratos de futuros por contrato em 2007

Ano	Activo	Descrição Activo	Resultados
2007			
	DE0000000006	Futures DJ Euro Stoxx50 Mar07 (VGH7)	-1,104,500.00
	DE0000000007	Futures DJ Euro Stoxx50 Jun07 (VGM7)	3,788,740.00
	DE0000000008	Futures DJ Euro Stoxx50 Sep07 (VGU7)	1,893,330.00
	DE0000000009	Futures DJ Euro Stoxx50 Dec07 (VGZ7)	313,830.00
	DE0000000010	Futures DJ Euro Stoxx50 Mar08 (VGH8)	419,510.00
	GB0000000002	Futures FTSE100 Mar07 (Z h7)	-776,541.27
	GB0000000003	Futures FTSE100 Jun07 (Z M7)	2,602,245.94
	GB0000000004	Futures FTSE100 Sep07 (Z U7)	-852,595.01
	GB0000000005	Futures FTSE100 Dec07(Z Z7)	-545,435.21
	GB0000000006	Futures FTSE100 Mar08 (Z H8)	578,226.13
	JP0000000007	Futures Topix Mar07 (TPH7)	166,476.56
	JP0000000008	Futures Topix Jun07 (TPM7)	3,694,038.56
	JP0000000009	Futures Topix Sep07 (TPU7)	-11,388,330.96
	JP0000000010	Futures Topix Dec07 (TPZ7)	2,691,931.74
	JP0000000011	Futures Topix Mar08 (TPH8)	-4,727,144.29
	JPO000000001	Futures Japonese 10Y Bond Jun07 (JBM7)	-51,842.51
	JPO000000002	Futures Japonese 10Y Bond Sep07 (JBU7)	109,013.61
	US0000000006	Futures S&P500 Mar07 (SPH7)	-7,204,538.81
	US0000000007	Futures S&P500 Jun07 (SPM7)	19,023,296.49
	US0000000008	Futures S&P500 Sep07 (SPU7)	-4,791,966.66
	US0000000009	Futures S&P500 Dec07 (SPZ7)	-5,866,479.61
	US0000000010	Futures S&P500 Mar08 (SPH8)	3,968,243.29
2007 Total			1,939,508.00

Tabela III.2.c): Resultados em contratos de futuros por contrato em 2008

Ano	Activo	Descrição Activo	Resultados
2008			
	DE0000000010	Futures DJ Euro Stoxx50 Mar08 (VGH8)	-8,943,710.00
	DE0000000011	Futures DJ Euro Stoxx50 Jun08 (VGM8)	-14,013,290.00
	EUACÃOES0001	Futures DJ Euro Stoxx50 Sep08 (VGU8)	-9,121,860.00
	EUACCOES0002	Futures DJ Euro Stoxx50 Dec08 (VGZ8)	837,450.00
	EUACCOES0003	Futures DJ Euro Stoxx50 Mar09 (VGH9)	4,040.00
	GB0000000006	Futures FTSE100 Mar08 (Z H8)	-6,225,174.40
	GB0000000007	Futures FTSE100 Jun08 (Z M8)	-6,352,801.47
	GBACÃOES0001	Futures FTSE100 Sep08 (Z U8)	-16,941,544.38
	GBACCOES0002	Futures FTSE100 Dec08 (Z Z8)	-16,366,685.72
	GBACCOES0003	Futures FTSE100 Mar09 (Z H9)	2,608,525.19
	JP0000000011	Futures TOPIX Mar08 (TPH8)	-15,033,323.13
	JP0000000012	Futures TOPIX Jun08 (TPM8)	14,626,539.45
	JPACCOES0001	Futures TOPIX Sep08 (TPU8)	-29,379,184.43
	JPACCOES0002	Futures TOPIX Dec08 (TPZ8)	-28,507,713.61
	JPACCOES0003	Futures TOPIX Mar09 (TPH9)	910,404.99
	JPOBRIGA0001	Futures Japonese 10Y Bond Sep08 (JBU8)	976,612.33
	JPOBRIGA0002	Futures Japonese 10Y Bond Dec08 (JBZ8)	1,797,133.97
	JPOBRIGA0003	Futures Japonese 10Y Bond Mar09 (JBH9)	4,229,560.15
	US0000000010	Futures S&P500 Mar08 (SPH8)	-40,373,681.51
	US0000000011	Futures S&P500 Jun08 (SPM8)	16,148,485.21
	USACÃOES0001	Futures S&P500 Sep08 (SPU8)	-32,165,224.68
	USACCOES0002	Futures S&P500 Dec08 (SPZ8)	-36,814,552.76
	USACCOES0003	Futures S&P500 Mar09 (SPH9)	2,327,710.49
2008 Total			-215,772,284.32

No âmbito da alocação estratégica do fundo, em geral são assumidas posições longas (compradoras) nos contratos em causa. No entanto, a alocação tática poderá ditar o reforço de posições longas ou mesmo a assunção de posições curtas (vendedoras) por períodos reduzidos. No entanto, na lógica de investimento do FEFSS a assunção de posições curtas só fará sentido nos mercados onde os investimentos indirectos (via futuros) se conjugam com investimentos directos nos activos subjacentes. Entre 2006 e 2008 tal ocorreu exclusivamente em relação a contratos de futuros sobre o DJ Euro Stoxx 50 e em três ocasiões específicas:

- 2006: Futures DJ EuroStoxx50 Dec06 (VGZ6)
 - 14 Setembro: abertura de 740 posições longas.
 - 12 Outubro: venda dessas 740 posições (encerramento de todas as posições) com ganhos acumulados de EUR 1.235.800,00.

Pelo meio (2 Outubro) as posições foram transferidas do ABN para o UBS, o que implicou o encerramento de posições junto da primeira instituição e nova abertura (740 posições longas) junto da segunda. As operações foram realizadas ao mesmo preço, não tendo dado origem a mais ou menos valias para o FEFSS. Não terá sido mais do que um mero procedimento contabilístico.

- 26 Outubro: abertura de 235 posições curtas que são encerradas a 20 Novembro com perdas acumuladas de EUR 162.150,00.
 - No total das posições assumidas neste contrato, o FEFSS registou ganhos de EUR 1.073.650,00 (EUR 1.235.800,00 - EUR 162.150,00) como consta na Tabela III.2.a).
- 2007: Futures DJ Euro Stoxx50 Sep07 (VGU7)
- 5 Junho: abertura de 113 posições curtas.
 - 8 Junho: encerramento das 113 posições com um ganho de EUR 151.420,00.
 - 15 Junho: abertura de 150 posições curtas.
 - 18 Julho: encerramento das 150 posições com um ganho de EUR 66.000,00
 - Até meados de Setembro, o FEFSS esteve longo neste contrato num número variável de posições.
 - No total das posições assumidas neste contrato, o FEFSS registou ganhos de EUR 1.893.330,00 como consta na Tabela III.2.b).
- 2008: Futures DJ Euro Stoxx50 Dec08 (VGZ8)
- 19 Setembro: abertura de 228 posições curtas.
 - 23 Setembro: encerramento de 75 dessas posições.
 - 2 Outubro: encerramento das 153 posições restantes.
Até esta data os resultados ascenderam a + EUR 323.580,00.
 - Entre 2 Outubro e 10 Novembro o FEFSS esteve longo no contrato, tendo registado perdas de EUR 265.150,00.
 - Entre 10 e 12 Novembro o FEFSS esteve novamente curto, apurando ganhos de EUR 455.930,00.
 - Até ao vencimento do contrato (finais de Dezembro) assumiu um número variável de posições longas, com ganhos de EUR 323.090,00.

- No total das posições assumidas neste contrato, o FEFSS registou ganhos de EUR 837.450,00 (EUR323.580,00 - EUR265.150,00 + EUR455.930,00 + EUR323.090,00), como consta na Tabela III.2.c).

A todo o momento, as posições do FEFSS nos vários futuros são assumidas integralmente no contrato com vencimento mais próximo do ciclo Março, Junho, Setembro e Dezembro. Isto significa que, em qualquer momento, para cada tipo de contratos de futuros, o fundo detém posições para uma única maturidade – a mais próxima. Trata-se de uma boa estratégia na medida em que os contratos de menor maturidade concentram a maior liquidez do mercado, com benefícios de preço quer na abertura de posições quer no encerramento. Isto significa que nas proximidades do vencimento do contrato se tem de fazer o *roll-over*¹³⁶ de posições. Frequentemente, o IGFSS tem procedido a essa operação na véspera ou até mesmo no dia do vencimento do contrato. A única chamada de atenção vai para o facto de tipicamente os preços destes contratos sofrerem movimentos mais ou menos erráticos nessas datas, podendo o fundo ter de encerrar posições em condições desfavoráveis. Recomenda-se, pois, a saída com alguns dias de antecedência face ao vencimento para prevenir tais situações.

Aquando do *roll-over* de posições, o Instituto poderá reabrir o mesmo número de contratos ou, como frequentemente o faz, aproveitar esse momento para reajustar posições em função da alocação táctica em vigor.

Os resultados em futuros estão incluídos na rubrica “Perdas/Ganhos em Contratos Futuros e Operações *Forward* sobre Moeda Estrangeira” nos Resultados Financeiros do FEFSS, cuja desagregação consta na Nota 8.2.37 do Anexo dos Relatórios e Contas. A Tabela III.3 apresenta as perdas e os ganhos com futuros, totais e por tipo de contrato, para o período de 2006 a 2008. Estes valores (totais) são iguais aos constantes naquela rubrica da Demonstração de Resultados Financeiros nos três anos. Isto significa que os resultados com *forwards*, realizados (nas posições fechadas ao longo do ano) ou potenciais (nas posições em aberto a 31 de Dezembro) não estão registados nesta rubrica. Pela análise dos balancetes a 31 de Dezembro concluímos que estão a ser registados em Diferenças de câmbio favoráveis/desfavoráveis.

¹³⁶ O *roll-over* de posições implica o encerramento das posições em aberto no contrato com vencimento mais próximo e a abertura de posições para o vencimento seguinte.

**Tabela III.3: Perdas/Ganhos em contratos de futuros totais e por tipo de contrato
 (2006-2008)**

Ano	Descrição Activo	Perdas	Ganhos	Resultados
2006				
	Futures S&P500	156,974,803.95	190,353,893.05	33,379,089.10
	Futures TOPIX	111,766,889.94	112,110,694.24	343,804.30
	Futures FTSE100	250,033.35	339,253.49	89,220.14
	Futures DJ EuroStoxx50	3,710,760.00	5,842,140.00	2,131,380.00
	Futures Japanese 10Y Bond	0.00	0.00	0.00
2006 Total		272,702,487.24	308,645,980.79	35,943,493.55
2007				
	Futures S&P500	242,622,035.43	247,750,590.14	5,128,554.71
	Futures TOPIX	92,483,238.67	82,920,210.28	-9,563,028.38
	Futures FTSE100	28,305,107.58	29,311,008.16	1,005,900.57
	Futures DJ EuroStoxx50	12,896,470.00	18,207,380.00	5,310,910.00
	Futures Japanese 10Y Bond	348,824.86	405,995.97	57,171.11
2007 Total		376,655,676.54	378,595,184.55	1,939,508.00
2008				
	Futures S&P500	447,208,338.29	356,331,075.03	-90,877,263.26
	Futures TOPIX	289,382,305.36	231,999,028.62	-57,383,276.74
	Futures FTSE100	217,847,020.04	174,569,339.26	-43,277,680.78
	Futures DJ EuroStoxx50	90,610,230.00	59,372,860.00	-31,237,370.00
	Futures Japanese 10Y Bond	34,689,185.69	41,692,492.15	7,003,306.46
2008 Total		1,079,737,079.38	863,964,795.06	-215,772,284.32

Análise da conformidade face às limitações impostas pelo Regulamento de Gestão do FEFSS (Portaria nº 1273/2004, de 7 de Outubro)

O Regulamento de Gestão impõe que as posições assumidas em futuros sejam não alavancadas. Nesse sentido, o IGFCSS tem de imobilizar liquidez não só a título de margens exigidas (depósitos junto do membro negociador) mas também pelo diferencial face ao valor total das posições assumidas. A liquidez afecta a futuros tem incluído depósitos à ordem, depósitos a prazo, papel comercial, fundos de tesouraria e, mais recentemente, pelas razões à frente analisadas, Bilhetes do Tesouro (registados na classe de Rendimento Fixo – Dívida Pública nacional ou estrangeira).

Por se tratar de liquidez que o IGFCSS não pode utilizar enquanto tiver as posições em aberto, esta liquidez afecta a futuros não integra a classe genericamente designada por liquidez, sendo atribuída à classe a que o activo subjacente ao futuro corresponde.

A DEPC controla diariamente os limites da liquidez afecta a posições em futuros. O procedimento seguido consta do Manual de Procedimentos da DEPC designado por PN.GA.MC.01.OP10 - Controlos diários regulamentares FEFSS. Os mapas semanais elaborados pelo DEPC também permitem aferir do grau de cumprimento desta restrição.

Para um total de 16 datas, compreendidas entre 2006 e 2008, foi analisado o cumprimento desta imposição legal. As datas seleccionadas correspondem a datas de realização de dotações, pelo que o montante da entrada realizada foi deduzida ao valor total da liquidez para expurgar o enviesamento por ele causado (ver Tabela III.4). A rubrica Liquidez Total engloba todas as aplicações de liquidez afectas ou não a futuros (inclui depósitos à ordem, depósitos a prazo, papel comercial, fundos de tesouraria, entre outros). Individualiza-se o valor em Bilhetes do Tesouro pelo facto de estes instrumentos não estarem identificados como liquidez mas sim como rendimento fixo. A partir de Abril de 2008 o CD passou a autorizar a compra de Bilhetes do Tesouro para dar cumprimento à restrição em análise. A Tabela III.4 refere, ainda, o valor total em euros das posições com futuros. Por fim, analisa-se se o montante de liquidez total, acrescido do total de Bilhetes do Tesouro e deduzido da dotação realizada na data é suficiente para cobrir o valor total das posições assumidas em futuros nessa mesma data.

A tabela permite constatar que, em todas as datas seleccionadas na amostra, o FEFSS detém liquidez em montante superior ao valor total das posições em futuros, estando por isso a cumprir o Regulamento de Gestão nesta matéria. Note-se que, após Abril de 2008, esse cumprimento foi conseguido através da assunção de posições em Bilhetes do Tesouro.

Tabela III.4: Conformidade com limites de não alavancagem em futuros (2006-2008)

Liquidez / Nocial Futuros	08-02-2006	26-07-2006	27-12-2006	31-12-2006
Liquidez Total	486,564,522	595,807,654	444,642,188	456,708,352
Bilhetes Tesouro	0	0	0	0
Dotação	7,900,000	82,375,026	40,349,270	0
Total	478,664,522	513,432,628	404,292,918	456,708,352
Nocial Futuros	385,914,047	436,808,098	314,572,556	311,352,794
Cumprimento	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Cumpre

Liquidez / Nocional Futuros	09-03-2007	31-05-2007	29-06-2007	31-08-2007	29-11-2007	27-12-2007
Liquidez Total	665,866,766	542,441,114	450,066,486	539,001,050	569,870,282	647,596,062
Bilhetes Tesouro	0	0	0	0	0	0
Dotação	350,000,000	9,550,000	9,550,000	9,550,000	963,035	164,891,276
Total	315,866,766	532,891,114	440,516,486	529,451,050	568,907,247	482,704,786
Nocional Futuros	385,710,245	398,396,541	364,448,058	448,679,455	451,173,280	426,656,551
Cumprimento	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Cumpre

Liquidez / Nocional Futuros	11-03-2008	19-05-2008	30-06-2008	16-07-2008	29-08-2008	15-10-2008
Liquidez Total	859,980,059	928,129,046	533,564,641	599,343,303	845,888,798	677,228,586
Bilhetes Tesouro	0	374,740,696	535,919,061	554,835,697	99,882,088	0
Dotação	1,255,385	500,000,000	40,299,091	82,322,247	39,809,512	19,140,684
Total	858,724,675	802,869,743	1,029,184,611	1,071,856,753	905,961,374	658,087,902
Nocional Futuros	411,981,839	725,442,643	705,998,257	667,959,263	721,488,285	615,201,582
Cumprimento	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Cumpre

Apesar de, no período em análise, o valor total das posições em futuros ter aumentado significativamente (cerca de 60%), a importância relativa destas operações no valor total da carteira tem-se mantido estável (cerca de 7.7%).

O aumento significativo das posições do FEFSS em contratos de futuros em Abril de 2008¹³⁷ trouxe riscos acrescidos de contraparte relativamente à única instituição com quem o IGFCSS transacciona estes contratos – o UBS. Estas questões foram tratadas no Memorando de 16.04.2008 sobre "Aplicação de liquidez subjacente aos futuros de acções".

A este respeito, o documento sobre a Política de Investimentos do FEFSS de Junho de 2005 prevê que, na salvaguarda do critério de diversificação, as aplicações de curto prazo não devam ultrapassar 2% dos recursos totais de cada instituição financeira contraparte em operações com o fundo, nem 2.5% do valor do FEFSS. Posteriormente, o CD decidiu baixar este último limite para 1% (aprovado em reunião do CD em 09.04.2008), ou seja, cerca 75 milhões de euros.

Na sequência do aumento da exposição a futuros (ver Tabelas II.7 e II.8) e consequente aumento das margens exigidas, em Abril de 2008 o CD teve necessidade de aumentar, para 100 milhões, o limite máximo de aplicações de curto prazo com o UBS. Dessa forma, os depósitos poderiam incluir um excesso de margem, face ao mínimo exigido, suficiente para fazer face a possíveis variações desfavoráveis dos preços sem haver necessidade de

¹³⁷ Veja-se, a este respeito, na Tabela III.4 que o nocional em futuros aumentou de 411,98 milhões de euros em 11.03.2008 para 725,4 milhões de euros em 19.05.2008.

efectuar chamadas na margem. Simultaneamente, e no que respeita ao diferencial entre o valor destes depósitos e o nominal dos contratos, na mesma altura o CD decidiu fazer a aplicação dessa liquidez em Bilhetes do Tesouro, cuja data de vencimento deveria coincidir com a data de *roll-over* de posições. O objectivo era o de reduzir o risco de contraparte face ao sector bancário. No entanto, a falta de opções de investimento em Bilhetes do Tesouro de alguns países (Japão e Reino Unido) foi colmatada com investimentos em Bilhetes do Tesouro denominados em euros conjugados com uma operação *forward* cambial por forma a manter a exposição à moeda do activo original.

Em nosso entender, nestas circunstâncias, o investimento em ETF's seria uma alternativa preferível ao investimento em futuros sobre índices para garantir a exposição em acções fora da Europa (Reino Unido, EUA e Japão) que, comungando de todas as vantagens dos futuros (garantia de diversificação a baixo custo e negociação em bolsa), apresenta vantagens adicionais: são equiparáveis a investimento directo, eliminam a necessidade do *roll-over* de posições e evitam todos os problemas associados ao risco de contraparte associados às margens em futuros por serem instrumentos não alavancados. A opção teria de ser por ETF's não sintéticos, que são réplicas de índices em espécie, ou seja, a entidade gestora do fundo gere uma carteira composta pelos títulos que compõem o índice cuja *performance* pretende replicar. Esta alternativa foi ponderada pelo CD¹³⁸.

III.II. 3 Análise das estratégias de cobertura com derivados

Adequação das estratégias aos fins em vista

Na gestão da carteira do FEFSS, os contratos *forward* são utilizados essencialmente para fins de cobertura de risco cambial.

Por imposição do Regulamento de Gestão, a exposição cambial a moeda estrangeira com curso legal em países da OCDE não pode exceder os 15% do valor total da carteira. No entanto, a alocação estratégica do fundo por classes de activos e áreas geográficas determina uma exposição cambial muito superior, pelo que é forçosa a realização de operações de cobertura para cumprimento do limite legal.

¹³⁸ Como referido na reunião com a equipa de auditoria do Tribunal de Contas de 5 de Junho de 2009.

As operações de cobertura cambial podem realizar-se por intermédio de futuros ou de *forwards*. Contrariamente ao que sucede para outros activos subjacentes, nos mercados cambiais o segmento OTC (*forwards*) é mais desenvolvido que o segmento bolsista (futuros), concentrando também maior liquidez. Sendo a cobertura com *forwards* também mais eficaz do que com futuros, a opção do Instituto por este tipo de instrumentos é adequada.

Na gestão do risco cambial da carteira, o IGFCSS tem optado por cobrir a exposição decorrente das componentes de Reserva Estratégica, Obrigações e Imobiliário. Na classe de acções, com um peso de 21% na carteira, não seria possível cumprir o limite legal, a menos que parte das acções estrangeiras estivesse coberta. O IGFCSS optou pela cobertura das acções dos EUA por ser o maior mercado e tendencialmente com menores custos. Tal como referido no capítulo IV, o *benchmark* interno reflecte as escolhas efectuadas a este respeito.

Os *forwards* são ainda um instrumento privilegiado para implementação da gestão táctica, ou seja, dentro dos limites de discricionariedade autorizados¹³⁹, a cobertura realizada é selectiva/parcial em função do comportamento esperado para as diversas moedas. No âmbito desta gestão táctica, os *forwards* são utilizados para reduzir a exposição cambial da carteira (operações de cobertura) mas também, e pontualmente, para aumentar essa exposição (operações de especulação). A forma de implementação destas operações não permite separar as operações de cobertura das de especulação.

Durante o trabalho de campo, fomos informados que a gestão de posições cambiais era feita agregadamente por moeda e para todas as classes de activos. Nessa circunstância a atribuição das diferentes operações com *forwards* por estas classes seria dificilmente efectuada. No entanto, essa atribuição é feita pelo Instituto e analisada nos mapas semanais do DEPC. Tendo sido solicitada, esta informação não nos foi prestada. Pela leitura da instrução de trabalho PN.GA.GC.01.OP10 sobre registo de operações *forward*, apercebemo-nos que, no código atribuído a cada operação, um dos vários caracteres assume os valores A, O, I ou M consoante o *forward* esteja associado a acções, obrigações, imobiliário ou monetário. As operações associadas à Reserva Estratégica não estão identificadas.

¹³⁹ O desvio cambial autorizado pelo CD foi de $\pm 0.25\%$ do FEFFS em 2007 e no 2º semestre de 2008 e de $\pm 0.5\%$ do FEFSS no primeiro semestre de 2007. Estes desvios são geridos pela DI.

Apuramento de resultados

Com a informação que nos foi prestada proveniente do Trader sobre as operações *forward* realizadas no período de 2006 a 2008 não é possível reconstituir o apuramento de resultados nestas operações. No vencimento dos contratos os resultados são calculados da seguinte forma (taxas de câmbio definidas ao incerto para o euro):

- posições longas (compradoras):

Quantidade moeda estrangeira x (Preço à vista no vencimento - Preço *forward*)

- posições curtas (vendedoras):

Quantidade moeda estrangeira x (Preço *forward* - Preço à vista no vencimento)

O Trader não consegue calcular correctamente os resultados destas operações pelo que, para resolução do problema, cerca de dois dias antes do vencimento é registada uma operação de sinal contrário. Esta operação é um mero registo de correcção¹⁴⁰. Este movimento artificial reduz a compreensão da informação produzida pelo Trader. Em particular, e relativamente ao apuramento de resultados atrás descrito, não se consegue identificar o preço à vista no vencimento.

A reconstituição destes resultados a partir dos elementos contabilísticos também é difícil. Como já referido, na Nota 8.2.37 Demonstração dos resultados financeiros do Anexo às Demonstrações Financeiras, os resultados em *forwards* não estão de facto incluídos na rubrica “Perdas/Ganhos em Contratos Futuros e Operações *Forward* sobre Moeda Estrangeira”. Pela análise dos balancetes a 31 de Dezembro concluímos que estão a ser registados em Diferenças de câmbio favoráveis/desfavoráveis potenciais (as posições em aberto) e realizadas (as posições fechadas durante o ano). Nos balancetes, as diferenças de câmbio potenciais estão desagregadas por activo, estando autonomizada uma sub-rubrica para *forwards*. A este respeito, refira-se que a 31 de Dezembro, era de esperar a possibilidade de reconciliação do saldo (antes de apuramento) de Diferenças de câmbio desfavoráveis potenciais com o saldo de *Forwards* em Acréscimos e diferimentos passivos (Acréscimos de custos) e do saldo (antes de apuramento) de Diferenças de câmbio favoráveis potenciais com o saldo de *Forwards* em Acréscimos e diferimentos activos (Acréscimos de proveitos). Contudo, tal não se mostra possível. No que respeita a diferenças de câmbio realizadas, elas não estão desagregadas por classes, não se conseguindo calcular os resultados nas posições vencidas durante o ano.

¹⁴⁰ A este respeito ver instrução de trabalho PN.GA.GC.01.OP10 sobre registo de operações *forward*.

Mais ainda, tendo sido solicitado ao IGFCSS mapas de apuramento de resultados com derivados, foi-nos apenas prestada informação sobre futuros.

Todos estes factos condicionaram substancialmente a profundidade da análise aqui realizada.

Uma última nota sobre a valorização de *forwards*. No âmbito da colaboração externa do INDEG, as posições em *forwards* só passaram a ser objecto de análise a partir de Dezembro de 2007 (por decisão do CD como referido em Acta nº.382 de 25.10.2007). A metodologia utilizada pelo INDEG é teoricamente adequada¹⁴¹. Na componente de *forwards*, a valorização do INDEG nos quatro trimestres de 2008 é sempre inferior à valorização do Trader. A Tabela III.5 resume as diferenças encontradas e relativiza-as pelo valor total da carteira na mesma data.

Tabela III.5: Desvios INDEG-Trader na valorização de *forwards* (2006-2008)

Data	INDEG	Trader	Diferença	
			Valor absoluto	% Valor carteira
2007.12.31	3,566,951.00	5,674,859.17	-2,107,908.17	-0.030%
2008.03.31	46,379,228.98	48,551,103.36	-2,171,874.38	-0.032%
2008.06.30	2,954,900.83	7,376,592.81	-4,421,691.98	-0.059%
2008.12.31	69,476,750.77	73,066,000.78	-3,589,250.01	-0.046%

Segundo a informação a que tivemos acesso, o IGFCSS valoriza as posições em *forwards* cambiais na carteira do FEFSS com base em cotações diárias de mercado para prazos standard, recolhidas da Bloomberg. A cotação *forward* para o prazo relevante é calculada somando à taxa de câmbio *spot* o valor interpolado dos pontos *forward* para os dois prazos standard mais próximos do prazo relevante. Esta metodologia conduz a uma solução aproximada ao modelo teórico utilizado pelo INDEG, mas de implementação mais expedita. As diferenças entre as metodologias vão resultar da estrutura de prazos das taxas de juro *forward* em vigor no mercado. Por se tratar de uma questão contabilística sem repercussões sobre a liquidação efectiva dos contratos no vencimento, por um lado, e de instrumentos financeiros simples negociados num mercado muito liquido, por outro, em nosso entender, a

¹⁴¹ Metodologia do Valor de Liquidação: "o Valor de Liquidação de um *forward* corresponde ao valor actual do custo (ou do proveito) resultante da eliminação de um *forward* cambial em vigor através da transacção de um *forward* simétrico, de idêntico montante e vencimento." Veja-se a este respeito o Anexo 2 sobre a metodologia de avaliação de *forwards* cambiais dos Relatórios de Avaliação da Carteira do FEFSS, produzidos trimestralmente pelo INDEG.

questão seria eliminada se o IGFCSS utilizasse contribuições externas diárias para estas taxas de câmbio *forwards*.

No que respeita à valorização destes contratos, a divulgação feita nos Relatórios e Contas é escassa. As Notas 8.2.39.2 dos Anexos nos Relatórios e Contas de 2007 e de 2008 são omissas (ver capítulo V a este propósito). No Relatório e Contas de 2006 a mesma nota refere: “Em 31 de Dezembro de 2006 e 2005 as operações em aberto foram valorizadas pela diferença entre a taxa de câmbio contratada e a taxa de câmbio registada na data de Balanço.” A este nível, a imaterialidade do procedimento não nos parece, contudo, justificação para a adopção de uma metodologia incorrecta. A auditora externa às contas (Deloitte) fez uma chamada de atenção a este facto na altura.

Análise da conformidade face às limitações impostas pelo Regulamento de Gestão do FEFSS (Portaria nº 1273/2004, de 7 de Outubro)

A DEPC controla diariamente o limite legal da exposição cambial a moeda estrangeira com curso legal em países da OCDE. O procedimento seguido consta no Manual de Procedimentos da DEPC designado por PN.GA.MC.01.OP10 - Controlos diários regulamentares FEFSS. Os mapas semanais elaborados pelo DEPC apresentam um quadro com a desagregação da carteira por moeda e respectiva cobertura.

A informação que foi disponibilizada à equipa de auditoria com as valorizações diárias da carteira não permite reconstituir esta informação pelo que não foi possível efectuar a análise do cumprimento deste limite.

IV. RENDIBILIDADES E PERFORMANCE RELATIVA FACE A *BENCHMARKS* (2000-2008)

Parte IV.I – Fundamentação das observações

VI.I. 1 Questões preliminares

Embora não seja um assunto resolvido em definitivo, vários anos de *research* permitiram disponibilizar um conjunto de instrumentos analíticos destinados a medir a performance de um portfólio. Essas medidas podem ser agrupadas em dois grupos, podendo dentro de cada grupo ser distinguidos dois tipos de técnicas em termos do condicionamento do retorno exigido à informação pública disponível. Um primeiro grupo engloba as medidas de performance (mais correntes) baseadas nas técnicas medição do retorno (“técnicas do retorno”), e envolvem em geral a regressão do retorno de um portfólio face ao retorno de um *benchmark*. Estas medidas têm por fonte de inspiração o modelo de avaliação de activos financeiros de Sharpe-Lintner-Mossin, popularmente designado CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), tendo por isso forte sustentação na teoria financeira prevalecte nas últimas décadas. Uma outra família de medidas de performance aglutina as técnicas de aferição da dinâmica dos pesos dos títulos nos portfólios (“técnicas dos pesos”), as quais assentam na utilização dos pesos dos portfólios para medir a performance das estratégias de *trading*.

Ambos os grupos de medidas apresentam vantagens e inconvenientes, que devem ser adequadamente ponderadas pelos seus utilizadores, as quais sintética e aproximadamente se podem resumir nos seguintes termos: as técnicas do retorno apresentam a vantagem de a exigência de informação para a sua aplicação ser menor, bastando informação sobre o retorno dos portfólios geridos e dos respectivos *benchmarks*, ao passo que as medidas baseadas nas técnicas dos pesos exigem conhecimento detalhado sobre a composição do portfólio gerido e exigem um maior esforço computacional. Todavia, a dinâmica da composição do portfólio originada por factores alheios ao desempenho dos gestores, tais como a existência de *cash flows* exógenos no decorrer de um dado ciclo de investimentos, pode ser indevidamente reflectida nas técnicas do retorno, sendo melhor assimiladas pelas técnicas baseadas nos pesos. Além disso, as técnicas baseadas no retorno exigem a definição explícita de um *benchmark* comparativamente ao qual se apura o retorno anormal da carteira gerida, ao passo que as técnicas baseadas nos pesos dispensam tal

explicitação.

Em ambos os grupos de técnicas existem medidas condicionadas pela informação pública disponível e medidas não condicionadas pela informação pública disponível. As primeiras surgiram mais modernamente, e procuram dar resposta às dificuldades associadas à utilização de medidas de informação não condicionada, decorrentes de os retornos requeridos para cada um dos activos integrantes dos portfólios variarem ao longo do tempo. No caso das medidas não condicionadas é assumido que não existe informação sobre o estado da economia para formar os retornos esperados. Assim, os retornos esperados e o risco são assumidos como constantes ao longo do tempo. Pelo contrário, a avaliação condicional da performance avalia os gestores do portfólio tomando em consideração a informação pública disponível para os investidores no momento em que os retornos são gerados. Neste sentido, admite-se que o retorno esperado e o risco variam ao longo do tempo à medida que a informação pública se altera. As medidas de informação condicionada são, pois, fortemente inspiradas pelos desenvolvimentos do CAPM, designadamente os estudos, entre outros de Fama-French, que têm mostrado que variáveis de informação pré-determinada são eficazes na previsão de retornos de acções e de obrigações, o que tem resultado em importantes desenvolvimentos nos modelos de avaliação de activos. A utilização de informação condicionada é, pois, particularmente importante quando os gestores dos portfólios usam estratégias dinâmicas em resultado da variação do risco ao longo do tempo, circunstância em que as medidas tradicionais (não condicionadas) podem exibir algum enviesamento.

IV.I. 2 Acção

O conjunto das acções desenvolvidas nesta parte da auditoria engloba:

- o cálculo das rendibilidades absolutas e reais;
- o cálculo do excesso de retorno face a carteiras *benchmark*;
- a apreciação do desempenho (análise risco-rendibilidade);
- a atribuição do desempenho.

IV.I. 3 Objectivos

Avaliar o desempenho do fundo desde a sua criação (ou para um período mais recente para o qual seja possível aceder à informação necessária ao cálculo das rendibilidades) em termos absolutos e por comparação com outros fundos de pensões, *benchmarks*.

Emitir parecer relativamente ao impacto das alterações da metodologia de cálculo de rendibilidades.

IV.I. 4 Tarefas Realizadas

No âmbito de:

- Cálculo de rendibilidades:
 - Taxas Internas de Rendibilidade (TIR)
 - Rendibilidades anuais nominais e reais (1990-2008)
 - Rendibilidades médias
 - *Time-Weighted Returns* (TWR)
 - Rendibilidades anuais nominais e reais (2001-2008)
- Parecer sobre a metodologia utilizada pelo IGFCSS no recálculo das rendibilidades desde a constituição do FEFSS, realizada em 2006
- Apreciação do desempenho:
 - Definição de Grupo de Referência
 - Definição de *Benchmark*
 - Medidas de desempenho relativo
 - Atribuição de desempenho

A conhecer/estudar:

- Rendibilidades globais (1990-2008);
- Rendibilidades obtida por classes de activos (2006-2008);
- Impacto da alteração metodologia (TIR vs. TWR) (2003-2008);
- Impacto de alteração dos critérios de valorimetria (cálculo das rendibilidades sem reclassificação da Dívida em Convergência) (2007);
- Definição e alterações de metodologia de cálculo do *benchmark* interno (2006-2008);

- Rendibilidades do *benchmark* interno e do *benchmark* do dono do fundo que decorre do estudo da Lehman Brothers em 2003 (2006-2008);
- *Rankings* de rendibilidade de fundos de pensões portugueses;
- Custos de administração (custos de funcionamento e custos associados aos serviços financeiros obtidos).

IV.I. 5 Informação objecto de análise

- Mapas semanais (DEPC) de valorização da carteira, cálculo de rendibilidades e atribuição de performance;
- Mapa com as dotações do FEFSS desde 1989, fazendo referência a data da entrada, montante e valorização. A valorização da carteira na data da entrada apenas disponível a partir de 2001;
- Mapa reconstitutivo de rendibilidades desde 1989 aprovado pelo Conselho Directivo em 20 de Dezembro de 2006;
- Mapa reconstitutivo de rendibilidades sem reclassificação de dívida de convergência (2007);
- Relatório e Contas IGFCSS (2006-2008);
- Relatório e Contas FEFSS (2007-2008);
- Documentos aprovados pelo Conselho Directivo:
 - Metodologia de Cálculo do Benchmark do FEFSS (2006-2008);
 - Metodologia de Controlo do *Excess Return* da carteira do FEFSS (2006);
 - Memorando de 03.04.2008 sobre “Prioridades no sub-processo Gestão de Carteira”.
- Estudo da Lehman Brothers sobre alocação estratégica do FEFSS;
- Rendibilidades de fundos de pensões portugueses 2006-2008 divulgadas pela Mercer e pela Watson Wyatt.

numa base diária

- Mapas com discriminação dos activos em carteira (quantidades e cotações usadas na valorização), categoria de activos, país, moeda (2004-2008);

- Mapas com discriminação de todas as transacções realizadas (2006-2008);

numa base trimestral

- Relatórios de avaliação do INDEG (2004:2T-2008:4T);
- Mapas DEPC com análise às diferenças de valorização face à avaliação do INDEG (2006-2008).

IV.I. 6 Metodologia adoptada

Levantamento e análise de toda a informação sobre valorização da carteira, custos de funcionamento, dotações e características dos activos.

Parte V.II – Análise e Recomendações

IV.II. 1 Cálculo de Rendibilidades da Carteira

Rendibilidades Globais (1990-2008)

A análise da rentabilidade da carteira do FEFSS desde a sua constituição centrou-se em duas medidas: a TIR e a TWR. A TWR anual pode ser calculada apenas a partir de 2001, altura em que se torna disponível a valorização da carteira nas datas de realização das dotações. Estas medidas foram calculadas com base na informação prestada pelo IGFCSS e que consta do Anexo IV.A. A Tabela IV.1 resume o valor das rentabilidades para todos os anos para ambas as medidas, em termos nominais e reais, confrontando os valores obtidos (TC – Tribunal de contas) com os reportados nos Relatórios e Contas. Estas rentabilidades foram calculadas com base na valorização da carteira a valores de aquisição até 1999, inclusive, e a valores de mercado, daí em diante.

As rentabilidades apresentadas são líquidas de comissões, sendo esta questão objecto de tratamento separado ainda neste capítulo.

No que respeita às rentabilidades anuais nominais, o IGFCSS divulga taxas calculadas com base na TIR, até 2002 inclusive, e com base na TWR, daí em diante. Esta alteração só se tornou possível a partir do momento em que a carteira passou a ser valorizada numa base diária com a introdução do Sistema de Gestão de Activos TRADER. De facto, no cômputo da TWR é necessária informação sobre o valor da carteira nas datas das dotações. Os valores obtidos são iguais aos reportados pelo IGFCSS nos Relatórios e Contas, com excepções pontuais e não significativas como, por exemplo, em 1992 e 2003 (Gráfico IV.1).

Tabela IV.1: Rendibilidades anuais do FEFSS (1990-2008)

Ano	Taxa inflação homóloga		Tribunal de Contas						IGFCSS			
	Portugal	Zona Euro	TIR			TWR			TIR		TWR	
	PT	ZE	Nominal	Real PT	Real ZE	Nominal	Real PT	Real ZE	Nominal	Real ZE	Nominal	Real ZE
1990	12.91%	4.17%	14.3057%	1.2403%	9.7299%				14.31%	9.80%		
1991	9.33%	4.13%	4.2046%	-4.6889%	0.0755%				4.20%	0.10%		
1992	8.05%	3.17%	23.9551%	14.7186%	20.1434%				23.88%	19.59%		
1993	5.96%	3.19%	12.0124%	5.7107%	8.5477%				12.01%	8.43%		
1994	3.94%	2.55%	9.1867%	5.0498%	6.4691%				9.19%	6.32%		
1995	3.52%	2.38%	9.2004%	5.4890%	6.6633%				9.20%	6.64%		
1996	2.84%	1.93%	3.8360%	0.9718%	1.8718%				3.83%	1.60%		
1997	2.08%	1.49%	7.4403%	5.2462%	5.8606%				7.44%	5.75%		
1998	2.81%	0.79%	7.1617%	4.2286%	6.3247%				7.16%	6.00%		
1999	1.71%	1.75%	5.0981%	3.3336%	3.2947%				5.10%	3.95%		
2000	3.81%	2.48%	3.7720%	-0.0370%	1.2572%				3.76%	1.63%		
2001	3.95%	2.05%	3.2762%	-0.6442%	1.2027%	3.2164%	0.7018%	1.1440%	3.28%	0.95%		
2002	3.96%	2.28%	2.0913%	-1.7991%	-0.1822%	2.0546%	1.8344%	0.2181%	2.10%	-0.20%		
2003	2.32%	1.97%	6.5253%	4.1053%	4.4636%	6.4910%	4.0718%	4.4300%			6.52%	4.46%
2004	2.59%	2.36%	5.8963%	3.2194%	3.4550%	5.8962%	3.2193%	3.4549%			5.88%	3.45%
2005	2.53%	2.22%	6.7634%	4.1311%	4.4401%	6.7631%	4.1308%	4.4398%			6.76%	4.44%
2006	2.50%	1.92%	5.1987%	2.6378%	3.2180%	5.1752%	2.6149%	3.1950%			5.18%	3.20%
2007	2.73%	3.07%	4.0989%	1.3299%	1.0014%	4.0823%	1.3138%	0.9853%			4.08%	0.98%
2008	0.84%	1.58%	-3.8476%	-4.6513%	-5.3450%	3.8595%	4.6631%	5.3566%			-3.86%	-5.35%

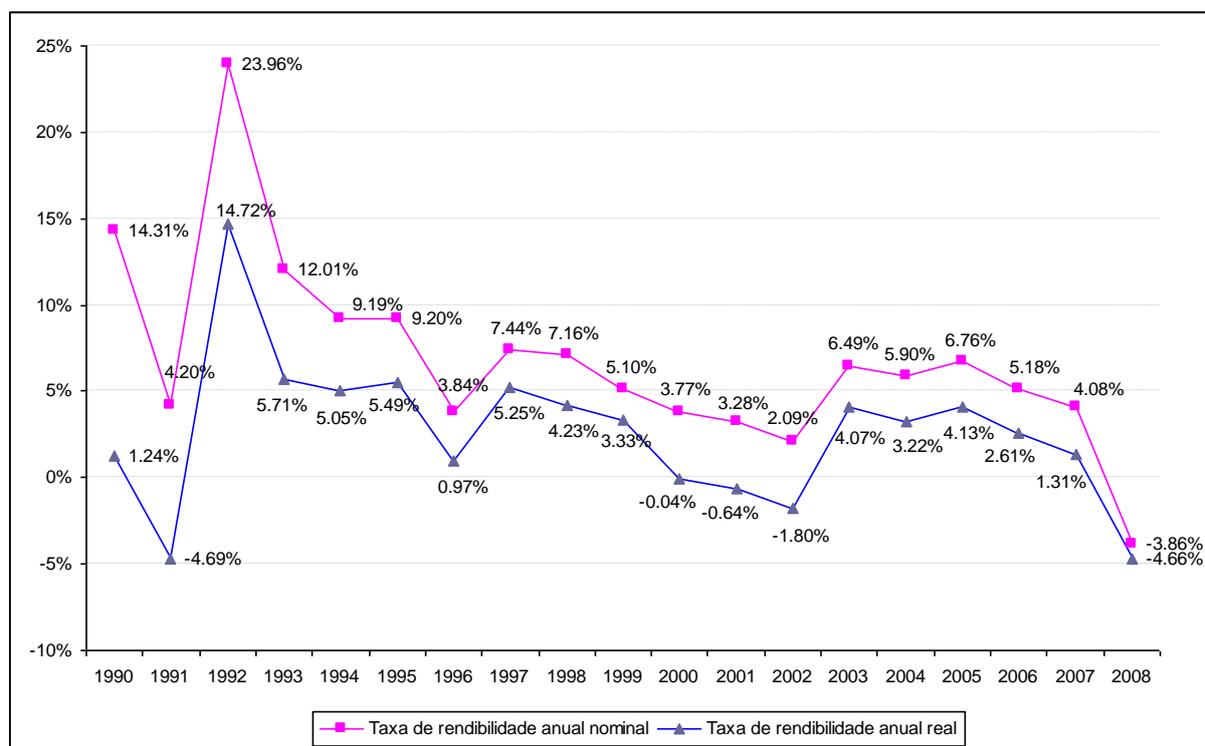
Fontes:

- IPCH Portugal e Zona Euro: Datastream
- Rendibilidades IGFCSS: Relatório e Contas FEFSS 2008

Notas:

- As rendibilidades foram calculadas com base nos Valores de Aquisição até 1999 inclusivé e nos Valores de Mercado daí em diante
- Até 31/12/2000 o FEFSS estava sujeito a retenção na fonte de imposto sobre os rendimentos de capitais

Gráfico IV.1: Rendibilidades anuais nominais e reais do FEFSS



Notas:

- As rendibilidades correspondem à TIR, até 2002 inclusive, e à TWR, a partir de então.
- Taxa de rendimento anual real medida face à evolução do IPCH de Portugal

Esta alteração de metodologia na determinação das rendibilidades anuais é avaliada positivamente na medida em que a TWR permite eliminar a distorção que as entradas/saídas no fundo podem ter sobre a TIR, sendo uma medida mais adequada para comparação da rendibilidade de diferentes fundos. No entanto, tal como se constata na Tabela IV.1, os valores calculados para as TIR no período 2003-2008 não diferem significativamente das TWR no mesmo período.

É relevante referir que, de acordo com a decisão do Conselho Directivo de 19.12.2007, se abandonou em 2007 a valorização da carteira de rendimento fixo em convergência para o valor de reembolso na maturidade. Esta decisão deu origem a uma mais-valia de €48.202.864,41 (Tabela IV.2) e teve um impacto positivo de 0.6636 pp¹⁴² na taxa de rendibilidade (TWR) do fundo nesse ano. A taxa de rendibilidade de 2007 de 4.0823% já prevê a valorização desta componente da carteira a valores de mercado, incorporando esta mais-valia.

¹⁴² pp – pontos percentuais

Tabela IV.2: Títulos que saíram de convergência em 2007

Activo	Quantidade	Juro	Preço Mercado	Valor Carteira a mercado	Factor convergência	Valor Carteira em convergência
OT 5.45 23/09/2013	390,863,226	5,762,028.64	105.9035	419,699,841.73	1.028359035	407,709,758.49
OT 3.95 15/07/2009	498,855,774	9,098,666.13	99.7491	506,702,591.50	0.990271973	503,101,557.53
OT 5.85 20/05/2010	55,000,000	1,977,971.74	103.7328	59,030,994.69	1.012333851	57,656,333.56
OT 5.15 06/15/2011	370,000,000	10,360,506.75	102.8729	390,990,284.85	0.996645003	379,119,157.71
OT 5.00 15/06/2012	537,000,000	14,598,768.16	103.0649	568,057,082.47	0.994507403	548,649,243.75
OT 5.375 23/06/2008	35,853,326	1,005,680.74	100.4971	37,037,229.32	1.006138966	37,079,109.10
Total				1,981,518,024.55		1,933,315,160.14

Nota: Valores em euros.

As rendibilidades anuais nominais médias do FEFSS desde a sua constituição (rendibilidades (TIR) equivalentes anualizadas) para o período de 2000 até à actualidade são as que constam da Tabela IV.3 e do Gráfico IV.2. Neles também se resume o valor da carteira de fim de ano (em milhões de euros). Não tendo havido acesso a informação mais precisa para estas rendibilidades do que a do gráfico da página 16¹⁴³ do Relatório e Contas de 2008 do FEFSS, os valores aí reportados pelo IGFCSS, se não forem exactamente iguais, serão seguramente muito próximos.

Tabela IV.3: Rendibilidades anuais nominais médias do FEFSS desde a sua criação

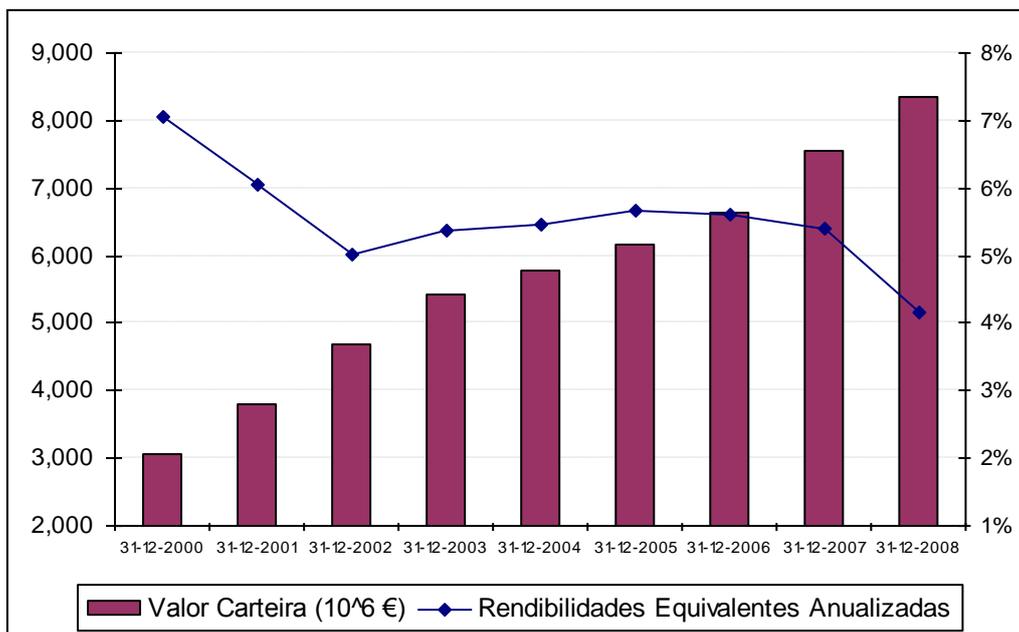
Data	Valor Carteira (10 ⁶ €)	Rendibilidades Equivalentes Anualizadas desde o início
31-12-2000	3,075.13	7.0414%
31-12-2001	3,798.64	6.0398%
31-12-2002	4,699.68	5.0273%
31-12-2003	5,428.31	5.3575%
31-12-2004	5,779.05	5.4595%
31-12-2005	6,176.17	5.6665%
31-12-2006	6,640.09	5.6017%
31-12-2007	7,560.24	5.4067%
31-12-2008	8,338.82	4.1736%

Notas:

- Rendibilidades medidas pela TIR

¹⁴³ Gráfico análogo ao nosso Gráfico IV.2.

Gráfico IV.2: Rendibilidades anuais nominais médias do FEFSS desde a sua criação



As rendibilidades anuais médias (rendibilidades (TIR) equivalentes anualizadas) dos últimos 3, 5, 7 e 10 anos estão referidas na Tabela IV.4. A rendibilidade média do fundo desde a sua criação é, naturalmente, igual à taxa referente a 31.12.2008 na Tabela IV.3. Estes valores são iguais aos reportados pelo IGFCSS no Relatório e Contas de 2008.

Tabela IV.4: Taxas médias anuais nominais de rendibilidade do FEFSS

	TC	IGFCSS
Últimos 3 anos	1.4322%	1.43%
Últimos 5 anos	3.2492%	3.25%
Últimos 7 anos	3.5385%	3.54%
Últimos 10 anos	3.6031%	3.60%
Desde o início	4.1736%	4.17%

Fonte:

- Rendibilidades IGFCSS: Relatório e Contas FEFSS 2008

Notas:

- Rendibilidades medidas pela TIR

No que respeita às rendibilidades reais do fundo, o IGFCSS tem reportado valores com base no Índice de Preços no Consumidor Harmonizado (IPCH) para a Zona Euro. Esta opção é compreensível dada a necessidade de cumprimento dos critérios de convergência definidos pelo Tratado da União Europeia a que Portugal está obrigado, um dos quais respeita à estabilidade dos preços no consumidor medidos através de uma metodologia comum em todos os países da União Monetária. Os Índices de Preços Harmonizados que o Eurostat

passou a calcular a partir de 1996 foram um primeiro passo para concretização desse objectivo. Os primeiros anos da vida do fundo foram caracterizados por elevadas taxas de inflação em Portugal. Em 1990 a taxa de inflação homóloga foi de 12.91% em Portugal contra uma média europeia de 4.17% (Tabela IV.1). A convergência para a média europeia foi relativamente rápida, tendo o diferencial de inflação caído para 1.15pp em 1995. A opção do Instituto estará associada à vontade de eliminar a “distorção” que as elevadas taxas de inflação nos primeiros anos de vida do fundo têm sobre as taxas de rendibilidade reais, sendo que esse efeito não poderia persistir ao longo do tempo dados os objectivos de convergência nominal em Portugal.

Atendendo ao objectivo com que o fundo foi criado e à utilização que dele pode ser feita, que consta do Artº.3º do Regulamento de Gestão do FEFSS (Portaria nº 1273/2004, de 7 de Outubro) - *“O capital do FEFSS pode ser utilizado para transferências em ordem ao cumprimento da estabilização do sistema de segurança social”*, entendemos que a opção poderia ser outra. Será mais relevante para o dono do fundo conhecer a rendibilidade real do FEFSS que decorre das taxas de inflação registadas em Portugal e, portanto, calculadas com base num índice de preços no consumidor no país. É do nível geral de preços em Portugal que o poder de compra das prestações do sistema da segurança social depende. O IPCH para Portugal será, no nosso entendimento, o mais adequado e foi com base nele que as rendibilidades reais PT que constam do Gráfico IV.1 foram calculadas.

A Tabela IV.1 apresenta as taxas de rendibilidade reais, TIR e TWR, calculadas com base nas taxas de inflação homólogas, quer da Zona Euro quer de Portugal, bem como as taxas de inflação utilizadas no seu cômputo. As taxas de rendibilidade obtidas com base nas taxas de inflação homólogas da zona Euro (designadas por “Real ZE” na Tabela IV.1) são ligeiramente diferentes, umas vezes superiores e outras inferiores, das reportadas pelo Instituto, também apresentadas na Tabela IV.1. O valor absoluto dessas diferenças nunca é superior a 0.5 pp até 2002 e é negligenciável daí em diante.

As rendibilidades reais calculadas com base no IPCH em Portugal (designadas por “Real PT” na Tabela IV.1) são sistematicamente inferiores às rendibilidades reais calculadas com base no IPCH da Zona Euro, com excepção para o ano de 2005. Tal é reflexo do facto de as taxas de inflação em Portugal serem sempre superiores à média da zona euro, com a mesma excepção para 2005.

Performance do FEFSS face aos objectivos da Política de Investimentos (2006-2008)

Os objectivos de performance da política de investimentos vertidos na Carta de Missão do FEFSS são:

- garantir uma rendibilidade média anual superior ao custo médio anual da dívida pública Portuguesa num horizonte de longo prazo (5 anos);
- proporcionar a preservação real do capital num período móvel de 3 anos (rendibilidade real positiva no período correspondente).

As Tabelas IV.5.A e IV.5.B resumem a informação relevante a este respeito. Consta-se que os dois objectivos foram cumpridos nos dois primeiros anos, não tendo sido cumprido nenhum deles em 2008 fruto, em grande medida, da crise financeira internacional neste ano.

Tabela IV.5.A: Custo médio da Dívida Pública Portuguesa

Data	Custo Médio Anual DP (1)	Rendib. Média Anual (2)	Diferença (pp)
2006	4.62%	5.3721%	0.75
2007	4.40%	5.6567%	1.26
2008	4.26%	3.2492%	-1.01

Nota:

- (1) Custo médio anual (últimos 5 anos) da Dívida Pública Portuguesa, medido pela taxa de juro implícita da dívida directa do Estado (excluindo certificados de aforro)
Fonte: IGCP (2008), Relatório da Tesouraria e da Dívida Pública 2008, pp. 99.
- (2) Rendibilidades (TIR) equivalentes anualizadas nos últimos 5 anos

Tabela IV.5.B: Preservação real do capital

Data	Rendib. Média Nominal (1)	Tx inflação média (2)	Rendib. Média Real (3)
2006	5.9490%	2.5387%	3.3259%
2007	5.3169%	2.5851%	2.6629%
2008	1.4322%	2.0201%	-0.5762%

Nota:

- (1) Rendibilidades nominais (TIR) equivalentes anualizadas nos últimos 3 anos
- (2) Taxa inflação (homóloga) média nos últimos 3 anos com base no IPCH Portugal
- (3) Rendibilidades reais anualizadas nos últimos 3 anos

Rendibilidades por classe de activos (2006-2008)

A Tabela IV.6 apresenta a desagregação da rendibilidade por classe de activos. Os valores obtidos são iguais aos reportados nos Relatórios e Contas do FEFSS com as seguintes excepções¹⁴⁴:

- Rendimento variável em 2006
 No Relatório e Contas o valor reportado é de 9.06%.
- Rendimento variável em 2007
 No Relatório e Contas o valor reportado é de -2.10%.
- Rendimento variável Europa em 2007
 No Relatório e Contas o valor reportado é de 2.98%.

Tabela IV.6: Desagregação da rendibilidade por classe de activos

	2006	2007	2008
Reserva Estratégica (a)	21.151%	1.564%	-25.930%
Rendimento Fixo (b) (c)	2.447%	4.406%	10.088%
Dívida Pública Nacional (d)	3.112%	4.679%	9.085%
Rendimento Variável (b)	8.688%	-2.160%	-39.028%
Europa	18.536%	2.711%	-45.240%
EUA	5.899%	-4.314%	-38.132%
Japão	-7.731%	-13.198%	-19.669%
Imobiliário (a)	15.843%	8.469%	-3.643%
Total	5.175%	4.082%	-3.859%

Notas:

(a) Inclui *forwards*

(b) Inclui futuros e *forwards*

(c) Inclui juros corridos

(d) CEDIC's incluídos na rubrica de liquidez e emissões de dívida garantida mas não emitida pelas Administrações Públicas, fazem parte do grupo Dívida Pública para efeitos de cumprimento de rácios.

¹⁴⁴ Foram, contudo, identificadas algumas operações no ficheiro com todas as transacções efectuadas no período em análise, com impacto sobre as rendibilidades por classes de activos, que não estão reflectidas nos cálculos efectuados pelo IGFCSS. Estas omissões, nos períodos em análise, têm impacto marginal sobre as rendibilidades por classes de activos divulgadas e resultam de limitações do *software* utilizado pelo Instituto. Não têm, no entanto, impacto sobre o valor da rendibilidade total da carteira.

As rendibilidades por classe de activo apresentadas não incluem a rendibilidade resultante das aplicações de liquidez utilizadas para efeitos de cumprimento da restrição de não alavancagem das operações com derivados. A rendibilidade decorrente destas aplicações está incluída na classe residual “Liquidez”. Este é também o procedimento seguido pelo IGFCSS. Seria relevante a divulgação adicional das rendibilidades por classes de activos incluindo as aplicações de liquidez obrigatórias para desalavancagem das operações com derivados.

Custos de administração (2006-2008)

O FEFSS suporta custos de administração de duas naturezas: custos de funcionamento e custos associados aos serviços de natureza financeira de que beneficia. Os custos de funcionamento correspondem ao funcionamento do IGFCSS e englobam fornecimentos e serviços externos, custos com pessoal, outros custos e perdas operacionais, amortizações de imobilizado corpóreo e incorpóreo, custos e perdas financeiras e custos e perdas extraordinárias. Os custos associados a serviços financeiros englobam serviços bancários, custos de custódia e liquidação de títulos e custos de transacção. Esta informação corresponde à rubrica Serviços Bancários incluída em Outros Custos e Perdas Financeiras referida na Nota 8.2.37 às demonstrações financeiras do FEFSS. A Tabela IV.7 apresenta o valor relativo destes custos em função quer do montante médio sob gestão, quer do valor da carteira no final de cada ano.

Tabela IV.7: Custos de Administração do FEFSS

	2006	2007	2008
Montante Médio sob Gestão (MMG)	6,280,393,824.38	7,012,788,750.63	7,764,588,697.61
Valor Final da Carteira (VFC)	6,640,090,424.90	7,560,237,346.41	8,338,818,622.06
Custos de Administração	3,685,688.42	3,750,613.25	4,541,709.53
- Custos de funcionamento	2,104,852.00	2,076,588.96	2,288,214.53
- Custos de serviços financeiros	1,580,836.42	1,674,024.29	2,253,495.00
Custos de Administração/MMG	0.059%	0.053%	0.058%
Custos de Administração/VFC	0.056%	0.050%	0.054%

O valor dos serviços financeiros em 2006 referido no Relatório e Contas do FEFSS de 2007 (Nota 8.2.37) é ligeiramente superior ao reportado no Relatório e Contas de 2006 e que

consta na Tabela IV.7. O valor destes custos em 2008 associados ao FEFSS e reportados no Relatório e Contas do IGFCSS (p.60) é superior (2.344.570,29) ao valor nas notas às demonstrações financeiras do FEFSS e que consta na Tabela IV.7.

Os valores obtidos para a percentagem dos custos de administração no montante médio sob gestão são muito próximos dos reportados nos três Relatórios e Contas.

Ao longo dos três anos os custos de administração registaram aumentos quase que proporcionais ao aumento dos montantes sob gestão e, nessa medida, o peso destes custos no valor do FEFSS manteve-se estável, assumido valores próximos de 0.054%. A importância relativa dos custos de serviços financeiros aumentou ao longo dos três anos. Estes custos representaram 43% dos custos de administração em 2006, 45% em 2007 e 50% em 2008. O aumento dos custos de serviços financeiros em 2008 ficou a dever-se ao processo de reestruturação da carteira do fundo nas componentes de rendimento fixo e de rendimento variável verificada ao longo deste ano.

O IGFCSS está a gerir, desde 2008, o Fundo associado aos Certificados de Reforma (FCR), subscritos pelo público a partir de Março desse ano. Saliente-se o facto de os custos de funcionamento registados pelo IGFCSS em 2008 terem sido suportados pelo FEFSS, pese embora ter sido constituída uma provisão no FCR correspondente à parte desses custos a ele imputável, liquidada apenas em 2009.

Está prevista para os próximos anos a seguinte forma de imputação de custos de administração entre os dois fundos:

- custos fixos (custos de funcionamento) imputados proporcionalmente à dimensão dos fundos sob gestão;
- custos variáveis (custos associados a serviços financeiros) atribuídos ao fundo correspondente.

No entanto, na fase de arranque dos Certificados de Reforma, essa regra não se tem aplicado. Nesta fase tem havido alguma discricionariedade por parte do Conselho Directivo nessa distribuição.

IV.II. 2 Parecer sobre a metodologia utilizada pelo IGFCSS no recálculo das rendibilidades desde a constituição do FEFSS, realizada em 2006

Em 2006, o IGFCSS procedeu ao recálculo das rendibilidades do FEFSS desde a constituição do fundo, tendo as alterações então introduzidas sido aprovadas pelo Conselho Directivo, em 20 de Dezembro desse ano. No âmbito da auditoria do Tribunal de Contas, foi realizada uma reunião com o Vice-Presidente e o Director do DEPC da Instituição para esclarecimento da metodologia então adoptada. A apreciação que agora elaboramos teve por base os esclarecimentos prestados nessa reunião, bem como a análise do mapa reconstitutivo de rendibilidades desde 1989 produzido pelo DEPC e aprovado pelo Conselho Directivo em 2006.

A partir de 2000, o IGFCSS passou a divulgar a rendibilidade média *since inception* (1989). Para o cálculo desta TIR é necessária informação relativamente às datas e ao valor das dotações do fundo e a valorização da carteira no fim de cada ano. Até 2006 (data do recálculo), o Instituto utilizou no cálculo das rendibilidades a seguinte informação relativamente às dotações do fundo:

- Desde a constituição até 2000:
Os valores anuais, admitindo que as entradas tinham ocorrido no início do ano respectivo.
- De 2000 em diante:
Os valores das entradas realizadas e nas datas em que efectivamente ocorreram.

Relativamente às dotações até 2000, era do conhecimento do Conselho Directivo que as entradas tinham ocorrido ao longo de cada ano (e não no início como assumido), apesar de não dispor de informação exacta a esse respeito. Tinha, ainda, conhecimento que alguns dos montantes orçamentados nunca tinham sido realizados.

Ora, estes factos têm impacto significativo sobre o valor das rendibilidades anuais do fundo e foi esta a razão que esteve na base do seu recálculo em 2006. Este é o principal motivo para os desvios encontrados no cálculo das rendibilidades.

Para proceder às correcções foi necessário reconstituir todas as entradas (datas e montantes) desde a constituição do fundo.

Relativamente às dotações do FEFSS, o procedimento contabilístico até 2000 era o seguinte:

- No início do ano (aquando da orçamentação da entrada): aumento de capital por contrapartida de “entradas a efectuar” (activo);
- No momento da entrada efectiva: “entradas a efectuar” era creditada por contrapartida de DO (entradas em dinheiro).

Em 2000, na sequência da auditoria anual às contas do fundo, o IGFCSS foi aconselhado a alterar o procedimento e a eliminar os valores acumulados em “entradas a efectuar” que nunca chegaram a ser regularizados, já que com elevada probabilidade nunca se iriam efectuar. O ajustamento foi realizado nesse ano e reflectido no Relatório e Contas respectivo¹⁴⁵.

Em 2006, o IGFCSS procedeu à reconstituição dos fluxos efectivos de entrada até 2000. A informação disponível não era rigorosa. Quando se tentou reconstituir esses movimentos com base em documentos a atestar a entrada efectiva de fundos, verificou-se o seguinte:

- nos casos em que não se encontrou documento de suporte, os montantes e as datas das dotações mantiveram-se inalterados;
- quando se encontrou documento de suporte, na maioria dos casos a entrada efectiva não coincidia com o início do ano, tendo-se procedido à correcção da informação¹⁴⁶.

No final do processo constatou-se que o total das entradas registadas coincidia com o acumulado corrente. Este processo está reconciliado com a contabilidade. Os desvios encontrados prendem-se essencialmente com diferenças nas datas das entradas. As únicas excepções dizem respeito a acertos não explicados de €431.437,23 em 2000 e a um erro de digitação detectado em 2002 que foi corrigido.

No recálculo manteve-se o critério de valorimetria em vigor para cada um dos anos em causa (custo de aquisição, até 1999, e preço de mercado, a partir daí). Só em 1999, se calculou o valor da carteira com base nos dois critérios. A rendibilidade divulgada para 2000 resulta da comparação do valor da carteira a preços de mercado entre 1999 e 2000. Assim, de 1989 a 1999 as rendibilidades decorrem da valorização da carteira a custo de aquisição e a partir de 2000 decorrem da valorização da carteira a preços de mercado.

¹⁴⁵ A este respeito, o R&C 2000 na página 10 refere um ajustamento de -29,6M euros.

¹⁴⁶ O dossier com todos os documentos encontrados, que serviram de suporte a esta reconstituição, foi disponibilizado à equipa de auditoria.

A Tabela que consta no Anexo IV:B apresenta as diferenças nas rendibilidades do FEFSS apuradas em 2006, bem como as respectivas justificações apresentadas pelo IGFCSS no ficheiro com o recálculo das rendibilidades desde 1989.

Neste ficheiro são ainda apresentadas e justificadas as diferenças entre os valores da carteira a 31 de Dezembro apurados pelo Trader e os valores validados pelo Conselho Directivo para o período 2001-2005. Estas diferenças já tinham sido apuradas anteriormente, pelo que não contribuem para a justificação das diferenças no recálculo das rendibilidades em 2006.

Em nosso entender, as alterações introduzidas no recálculo das rendibilidades do FEFSS em 2006 vieram corrigir os erros que estavam a ser cometidos até então. Avaliamos muito positivamente o esforço da Instituição nessa reconstituição.

IV.II. 3 Apreciação de Desempenho

A gestão da carteira do FEFSS, com excepção para as componentes de Reserva Estratégica e de Imobiliário, é uma gestão passiva onde o gestor reproduz a carteira teórica de um determinado índice de referência (*benchmark*) definido em conformidade com a política de investimentos do fundo. O seu objectivo é o de acompanhar o desempenho desse índice. Nesse sentido, a *performance* da carteira do FEFSS deve ser analisada por comparação à *performance* desse índice. Pelo facto de o diferencial de risco entre a carteira e o seu *benchmark* ser reduzido, nesta análise comparada o ajustamento pelo risco é negligenciável.

A este respeito devemos distinguir dois tipos de *benchmark*: um que reflecta o conjunto das oportunidades de investimento decorrentes do Regulamento de Gestão do FEFSS e da alocação estratégica ratificada pela Tutela e pelo Conselho Consultivo com base no estudo da Lehman Brothers em 2003 – o *benchmark* do dono do fundo, e um outro que reflecta as oportunidades de investimento que o Instituto tem capacidade para executar em função das limitações na dimensão da equipa de gestão e que foram ditando escolhas ao longo do tempo por parte da direcção – o *benchmark* interno. O CD tem definido numa base anual estes *benchmarks* internos, não tendo eles sido ratificados, nem pela Tutela, nem pelo Conselho Consultivo. Estes *benchmarks* são adequados para aferir do desempenho das estratégias tácticas implementadas pelo IGFCSS que resultam dos graus de

discricionariedade disponíveis na gestão da carteira. São um bom indicador do desempenho da equipa (DI e DEPC) de gestão do fundo.

Assim mesmo, em nosso entender, as revisões anuais (e infranuais) do *benchmark* interno deveriam ser objecto de apreciação quer por parte do Conselho Consultivo quer por parte da tutela.

Benchmarks Internos

O Conselho Directivo do IGFCSS tem aprovado, no início de cada ano, o *benchmark* interno norteador da gestão do fundo durante esse ano, num documento interno designado por “Metodologia de cálculo do *Benchmark* do FEFSS”. Como já referido, para cada classe de activos (Dívida Pública Portuguesa, Rendimento Fixo ex-Dívida Pública Portuguesa, Rendimento Variável e Imobiliário) é definido um índice de referência representativo da política de investimentos relativamente a essa classe. O *benchmark* é o índice compósito que resulta da agregação ponderada de todos eles, sendo os ponderadores reflexo dos pesos relativos de cada classe no total da carteira gerida contra o *benchmark*. Estes pesos dizem respeito ao início de cada ano até 2007, passando a ser rebalanceados no início de cada trimestre em 2008.

Benchmark Interno para 2006

Os índices adoptados para as diferentes classes de activos para 2006 são:

- Dívida Pública Portuguesa em convergência:

Yield projectado para a convergência em 01.01.2006: 4,83%

Não se trata, neste caso de um índice. A rendibilidade desta classe é conhecida no início do ano, sendo a que resulta implícita do critério de valorimetria adoptado (valorização em convergência para as obrigações detidas até à maturidade). Actualmente o método adoptado de convergência do preço destas obrigações para o seu valor de reembolso é o exponencial.

- Dívida Pública Portuguesa a mercado:

EFFAS Portugal para maturidades superiores a 1 ano

Os índices Bloomberg/EFFAS¹⁴⁷ são índices de referência dos mercados de dívida pública e são calculados para diferentes países e maturidades.

¹⁴⁷ EFFAS – European Financial Analysts Association Societies

- Restante dívida a mercado:

Merrill Lynch Global Broad Market Index ex-Mortgage Backed Securities fully hedged

O índice reflecte a *performance* de emissões públicas de obrigações nos maiores mercados domésticos e de Euroobrigações e classificadas como *Investment Grade*. Inclui dívida pública e dívida privada. Neste caso optou-se por um sub-índice que exclui as *Mortgage Backed Securities* (títulos de dívida hipotecária) e inclui os custos de cobertura da exposição cambial do índice face ao euro. Dado que o Regulamento de Gestão (Portaria 1273/2004, de 7 de Outubro) limita a 15% de exposição, não coberta, a moeda estrangeira, toda a dívida denominada em moeda estrangeira está coberta, o que justifica a opção por um índice *fully hedged*.

- Acções:

Índice compósito constituído por *Dow Jones Stoxx 600 Index / Standard & Poors 500 / TOPIX index*, sendo o peso de cada índice dado pela importância relativa da capitalização bolsista respectiva na capitalização bolsista dos três índices (em euros - x%, y% e z%, respectivamente).

São todos índices accionistas de referência nos mercados Europeu, EUA e Japão, respectivamente. O DJ Stoxx600 engloba emissões de acções de sociedades de pequena, média e elevada capitalização bolsista em 18 países Europeus. O S&P500 engloba emissões de acções de sociedades de elevada capitalização bolsista e liquidez nos EUA. Na sua estratégia cambial o Instituto optou apenas pela cobertura de acções dos EUA por ser o maior mercado e, portanto, tendencialmente com menores custos de cobertura. Tal justifica que da componente acções dos EUA uma parte seja medida pelo S&P500 *fully hedged* e outra parte (não coberta) pelo S&P500 expresso em euros. O TOPIX engloba emissões de acções de sociedades de elevada capitalização bolsista e liquidez no Japão. Para 2006 foram considerados os índices *Total Return* correspondentes - índices de performance que se ajustam a todos os acidentes técnicos, expressando na plenitude a performance dos activos nele integrados.

O índice compósito utilizado é dado por:

$x\%DJStoxx600 + 5\%S\&P500 \text{ hedged (USD)} + (y\%-5\%)S\&P500 \text{ (EUR)} + z\%TOPIX$.

Para dar cumprimento ao limite de exposição cambial, o IGFCSS optou por cobrir a totalidade da carteira de obrigações, a totalidade da componente de imobiliário e apenas uma parte da carteira de acções dos EUA. Sendo o peso da componente de

acções na parte da carteira gerida contra *benchmark* igual a 21%¹⁴⁸ (que resulta da alocação estratégica), então a parte não coberta terá de ser:

$[x\% \cdot (\text{proporção DJStoxx não denominada em EUR}) + (y\% - 5\%) \text{ S\&P500 (EUR)} + z\%] \cdot 21\% \leq 15\%$. O peso atribuído ao S&P500 *fully hedged* no índice composto de acções (que varia todos os anos) é o que resulta desta restrição.

- Imobiliário:

Yield do Bund 10 anos + 2%

Para esta classe de activos admitiu-se como rendibilidade de referência a *yield* do *benchmark* de dívida pública alemã - o *Bund* a 10 anos. Como referido anteriormente, tratando-se de investimentos com uma componente importante de rendimento, é razoável que o *benchmark* tenha como patamar uma *yield* de longo prazo sem risco. Encerra contudo alguma arbitrariedade nomeadamente no que respeita ao *spread* fixado. Apesar da dificuldade de identificar um índice directamente comparável com os investimentos imobiliários do FEFSS, justificar-se-ia a comparação com um índice do sector (ver a este respeito os comentários realizados na Parte I.IV deste relatório).

Note-se, contudo, que a 30.12.2005 a *yield* do *Bund* a 10 anos + 2% era igual a 5,3345% e o valor de referência adoptado foi de 6,5%¹⁴⁹.

Benchmark Interno para 2007

O *benchmark* para 2007 manteve-se, no essencial, o mesmo com excepção dos pesos atribuídos às classes, que foram ligeiramente ajustados em função da composição da carteira no início do ano. Os índices adoptados para as diferentes classes de activos para 2007 são:

- Dívida Pública Portuguesa em convergência:

Yield projectado para a convergência em 01.01.2007: 4,76449%

- Dívida Pública Portuguesa a mercado:

¹⁴⁸ Em 2006 e 2007 esse peso foi de 21% mas em 2008 passou a ser de 50% por se ter retirado as componentes de dívida pública portuguesa e de imobiliário da carteira gerida contra *benchmark*, tal como se refere mais à frente.

¹⁴⁹ Informação retirada do documento interno "Metodologia de controlo do *Excess Return* da Carteira do FEFSS 2006.

EFFAS Portugal para maturidades superiores a 1 ano

Nada a acrescentar.

- Restante dívida a mercado:

Merrill Lynch Global Broad Market Index ex-Mortgage Backed Securities fully hedged

Nada a acrescentar.

- Acções:

Dow Jones Stoxx 600 Index / Standard & Poors 500 / TOPIX index

Nada a acrescentar, para além do facto de, em 2007, terem sido considerados os *Price Indices* correspondentes e que reflectem exclusivamente a evolução do preço dos títulos que os compõem. Em nosso entender, a opção pelos índices *Total Return* parece mais adequada.

O índice composto utilizado é dado por:

$x\%DJStoxx600 + (5\%/21\%)S\&P500 \text{ hedged (USD)} + [y\%-(5\%/21\%)]S\&P500 \text{ (EUR)}$
+ z% TOPIX.

- Imobiliário:

Yield do Bund 10 anos + 2%

A 30.12.2005 a *yield* do *Bund* a 10 anos + 2% era igual a 5,946% e o valor de referência adoptado foi de 7%.

Benchmark Interno para 2008

No primeiro semestre de 2008 o Conselho Directivo introduziu alterações substanciais ao *benchmark* por duas razões. Em primeiro lugar, o abandono em 2007 da valorização em convergência de parte da carteira de dívida pública portuguesa que, nessa altura, tinha maturidades compreendidas entre os 2 e os 5 anos. Este facto obriga a um rebalanceamento de toda a componente de dívida pública portuguesa o que, dada a sua dimensão (mais de metade do valor total da carteira), exige um período de transição até à sua concretização. Por este motivo, o Instituto optou por não gerir esta componente da carteira face ao seu *benchmark* natural (EFFAS Portugal maturidades superiores a 1 ano). O CD pensou inicialmente que o primeiro semestre fosse suficiente para o reajustamento, mas a dívida pública portuguesa acabou por estar todo o ano fora do *benchmark*. Em segundo lugar, a inexistência de recursos humanos internos com disponibilidade para se dedicarem ao desenvolvimento da componente imobiliário motivou a sua exclusão da carteira gerida contra um *benchmark*. As limitações que o Instituto tem sentido em termos de recursos

humanos disponíveis¹⁵⁰ terão também justificado o alargamento do período de transição para rebalanceamento da componente de dívida pública portuguesa. Foi também com este argumento que, no segundo semestre, se optou por excluir a componente de dívida privada da carteira gerida contra o *benchmark*.

Em nosso entender, as limitações em termos de recursos humanos disponíveis, agravados pelo aumento substancial dos montantes sob gestão, justificam em certa medida as opções tomadas. No entanto, a introdução de medidas correctivas rápidas e eficazes é fundamental. Uma das medidas de curto prazo implementadas foi a identificação de áreas prioritárias de actuação ao nível da gestão da carteira do FEFSS, vertidas no Memorando de 2008.04.03 sobre “Prioridades no sub-processo Gestão de Carteira”. Estas medidas devem, contudo, ser acompanhadas por medidas de mais longo prazo para resolução dos problemas identificados no documento. Uma das soluções em estudo é a delegação da gestão de partes da carteira, nomeadamente as componentes de *small caps*, de crédito e de dívida privada.

Pelas razões apresentadas, durante o ano de 2008, apenas duas classes de activos (acções e obrigações) compuseram a carteira gerida contra o *benchmark*, tendo-lhes sido atribuídos pesos iguais no índice de referência (semelhantes à sua importância relativa na carteira gerida contra *benchmark*). O CD adoptou *benchmarks* distintos nos primeiro e segundo semestres de 2008.

Os índices utilizados no **primeiro semestre** são:

- Dívida OCDE ex-Portugal:

Merrill Lynch Global Broad Market Index ex-Mortgage Backed Securities fully hedged

Nada a acrescentar.

- Acções:

Dow Jones Stoxx 600 Index / Standard & Poors 500 / TOPIX index

Para o primeiro semestre de 2008 foram considerados novamente os índices *Total Return Indices*, com excepção para o TOPIX.

O índice compósito utilizado é dado por:

$x\%DJStoxx600 + (12\%/50\%)S\&P500 \text{ hedged (USD)} + [y\%-(12\%/50\%)]S\&P500 \text{ (EUR)} + z\% \text{ TOPIX.}$

¹⁵⁰ As implicações destas limitações face ao aumento significativo dos montantes sob gestão foram objecto de análise no Memorando interno sobre Prioridades no Sub-processo Gestão de Carteira, aprovado pelo CD em 09/04/2008. Foram identificadas insuficiências, áreas de actuação prioritária na gestão da carteira, bem como, medidas muito relevantes de implementação imediata.

Os índices utilizados no **segundo semestre** são:

- Dívida OCDE ex-Portugal:

Índice compósito constituído por *EFFAS Euro / EFFAS USD / EFFAS GBP / EFFAS JPY*, sendo o peso de cada índice dado pela importância relativa da capitalização bolsista respectiva na capitalização bolsista dos quatro índices (em euros - a%, b%, c% e d%, respectivamente).

Os índices Bloomberg/EFFAS são índices de referência dos mercados de dívida pública e são calculados para diferentes países e maturidades, neste caso, para maturidades superiores a um ano. Este índice compósito apenas inclui dívida pública porque a componente de dívida privada foi excluída, neste semestre, da carteira gerida contra *benchmark*.

- Acções:

Dow Jones Stoxx 600 Index / Standard & Poors 500 / TOPIX index

Igual ao primeiro semestre de 2008.

Em 2008, o rebalanceamento dos pesos de cada classe foi trimestral, tendo sido anual nos dois anos anteriores.

Pelas razões apontadas, em 2008, apenas cerca de 40% da carteira esteve a ser gerida contra o *benchmark*. Essa percentagem foi de cerca de 97% nos anos anteriores se excluirmos apenas a Reserva Estratégica e de cerca de 93% se excluirmos também a componente imobiliário. Os *benchmarks* definidos são globalmente adequados para aferição do desempenho interno do IGFCSS na gestão do FEFSS, não apenas pela justeza dos sub-índices seleccionados¹⁵¹ mas também por representarem as oportunidades de investimento que o Instituto tem capacidade para executar em função das limitações na dimensão da equipa de gestão.

A Tabela IV.8 resume, para os anos de 2006 a 2008, as rendibilidades dos *benchmarks* internos e respectivos *excess returns*.¹⁵² O Anexo IV.C contém os dados necessários ao cálculo destas rendibilidades.

No cálculo das rendibilidades dos *benchmarks* internos entre 2006 e 2008 todos os índices de aferição utilizados na Tabela IV.8 são os previstos nos documentos “Metodologia de

¹⁵¹ Existe actualmente uma profusão de índices relativos às classes de activos que compõem o FEFSS. Os índices seleccionados são, contudo, índices comumente utilizados como referência nas respectivas classes de activos.

¹⁵² Excess return neste contexto utilizada para representar o diferencial entre a rendibilidade da carteira do FEFSS e a rendibilidade do *benchmark*.

cálculo do *Benchmark* do FEFSS”, com excepção para o índice relativo a rendimento fixo ex-Portugal. No *benchmark* está previsto o *Merrill Lynch Global Broad Market Index ex-Mortgages Backed Securities fully hedged* e, por impossibilidade de acesso a dados relativos a esta série, utilizamos como *proxi* o *Merrill Lynch Global Broad Market Index ex-Yen & US Mortgages* (GBXZ Bloomberg *ticker*). O índice previsto não existe disponível na Bloomberg.

Para o cálculo dos *excess returns* foi necessário fazer um ajustamento às rendibilidades globais da carteira por forma a permitir uma adequada comparação com a rendibilidade do *benchmark*. Como já referido, ao longo do período em análise a percentagem da carteira que esteve a ser gerida contra o *benchmark* variou substancialmente. De facto, se em 2006 e 2007 apenas se excluiu a Reserva Estratégica, o que significa que cerca de 97% da carteira esteve a ser gerida contra o *benchmark*, em 2008 o IGFCSS excluiu a Reserva Estratégica, a Dívida Pública Portuguesa e o Imobiliário, tendo no segundo semestre deste ano excluído também a Dívida Privada. Tal significa que nos primeiro e segundo semestres de 2008 apenas 39.2% e 41.8% da carteira, respectivamente, esteve a ser gerida contra o *benchmark*. Nessa medida, teve de se expurgar, da rendibilidade global da carteira, o contributo destas classes de activos excluídas da gestão contra o *benchmark*. Este contributo foi estimado utilizando as rendibilidades destes activos publicadas nos Relatórios e Contas, ponderadas pelos respectivos pesos no valor total da carteira verificados no início do ano correspondente. Para 2006 e 2007 este ajustamento foi realizado de forma completa.

Tabela IV.8: Rendibilidades dos *benchmarks* internos do FEFSS em 2006-2008

2006			
Activo	Índice de Aferição	Pesos 31.12.2005	Rendibilidade
Rendimento Fixo			
Dívida em Convergência	Yield projectada para dívida em convergência em 01-01-2006	0.335	4.8300%
Dívida Pública Portuguesa a Mercado	EFFAS Portugal	0.180	0.1567%
Restante dívida a mercado	Merrill Lynch Global Broad Market Index ex- Yen & US Mortgages (a)	0.235	1.9098%
Rendimento Variável	$x\% \text{DJStoxx600} + 5\% \text{S\&P500(USD)} + (y\% - 5\%) \text{S\&P500(EUR)} + z\% \text{TOPIX}$	0.210	9.1652%
Imobiliário	6.5%	0.040	6.5000%
Rendibilidade anual do <i>Benchmark</i>		1.000	4.2790%
Rendibilidade anual da Carteira			5.1752%
Carteira ex-RE			4.6839%
Excess Return			
Carteira ex-RE			0.4048pp

(a) no *benchmark* o índice de aferição é o Merrill Lynch Global Broad Market Index ex- Mortgages Backed Securities fully hedged

Tabela IV.8: Rendibilidades dos *benchmarks* internos do FEFSS em 2006-2008 (continuação)

2007			
Activo	Índice de Aferição	Pesos 31.12.2006	Rendibilidade
Rendimento Fixo			
Dívida em Convergência	Yield projectada para convergencia em 01-01-2007	0.313	4.7645%
Dívida Pública Portuguesa a Mercado	EFFAS Portugal	0.204	2.3829%
Restante dívida a mercado	Merrill Lynch Global Broad Market Index ex- Yen & US Mortgages (a)	0.236	4.0091%
Rendimento Variável	$x\% \cdot \text{DJStoxx600} + (5\%/21\%) \cdot \text{S\&P500(USD)} + [y\% - (5\%/21\%)] \cdot \text{S\&P500(EUR)} + z\% \cdot \text{TOPIX}$	0.210	-2.7189%
Imobiliário	7.0%	0.037	7.0000%
Rendibilidade anual do Benchmark		1.000	2.6109%
Rendibilidade anual da Carteira			4.0823%
Carteira ex-RE			4.1682%
Excess Return			
Carteira ex-RE			1.5573pp

(a) no *benchmark* o índice de aferição é o Merrill Lynch Global Broad Market Index ex- Mortgages Backed Securities fully hedged

Tabela IV.8: Rendibilidades dos *benchmarks* internos do FEFSS em 2006-2008 (conclusão)

2008: 1º semestre

Activo	Índice de Aferição	Pesos	Rendibilidade
Dívida OCDE ex- Portugal	Merrill Lynch Global Broad Market Index ex- Yen & US Mortgages (a)	0.5	-0.261%
Rendimento Variável	$x\% \cdot \text{DJStoxx600} + (12\%/50\%) \cdot \text{S\&P500(USD) Hedged TR} + [y\% - (12\%/50\%)] \cdot \text{S\&P500(EUR) TR} + z\% \cdot \text{TOPIX}$	0.5	-15.970%
Rendibilidade semestral do Benchmark		1.0	-8.116%

(a) no *benchmark* o índice de aferição é o Merrill Lynch Global Broad Market Index ex- Mortgages Backed Securities fully hedged

2008: 1º semestre

Activo	Índice de Aferição	Pesos	Rendibilidade
Dívida OCDE ex- Portugal	$a\% \cdot \text{EFFAS Euro} + b\% \cdot \text{EFFAS USD} + c\% \cdot \text{EFFAS GBP} + d\% \cdot \text{EFFAS JPY}$	0.5	9.190%
Rendimento Variável	$x\% \cdot \text{DJStoxx600} + (12\%/50\%) \cdot \text{S\&P500(USD) Hedged TR} + [y\% - (12\%/50\%)] \cdot \text{S\&P500(EUR) TR} + z\% \cdot \text{TOPIX}$	0.5	-28.211%
Rendibilidade semestral do Benchmark		1.0	-9.511%

Rendibilidade anual do Benchmark	-16.854%
Rendibilidade anual da Carteira	-3.859%
Carteira ex-RE, DPP e Imobiliário	-21.240%
Excess Return	
Carteira ex-RE, DPP e Imobiliário	-4.386pp

O mesmo não foi possível para 2008 uma vez que a rendibilidade da dívida privada não foi reportada e, mais ainda, seria apenas o seu contributo no segundo semestre que teria de ser considerado. Para 2008, o ajustamento realizado teve apenas em consideração o contributo das outras três classes excluídas da gestão contra o *benchmark*.

Os *excess returns* entre 2006 e 2008 foram calculados pela diferença entre a rendibilidade da carteira, ajustada segundo a metodologia descrita, e a rendibilidade do *benchmark*.

Salientamos, ainda, o facto de em rigor se dever excluir, em todos os anos, o contributo da classe Imobiliário tanto na rendibilidade global como na rendibilidade do *benchmark*. Pelas razões já referidas nesta secção e na Parte I.IV, a classe imobiliário nunca foi gerida contra um índice de referência do sector e a sua consideração, em certa medida, enviesou os resultados obtidos. Apesar de esta análise não ter sido realizada, deixamos a chamada de atenção.

A carteira do FEFSS apresentou *excess returns* de 0.4048pp em 2006, 1.5573pp em 2007 e de -4.386pp em 2008. Os valores reportados nos Relatórios e Contas foram, respectivamente, 0.91pp, 0.89pp e 0.13pp. As diferenças poderão justificar-se pelo facto de um dos índices de aferição não ser o mesmo que o previsto no *benchmark* do fundo¹⁵³ e de, em 2008, ano onde as diferenças são mais significativas, a rendibilidade ajustada da carteira ter nela incluída a rendibilidade da componente dívida privada, estando ela excluída do *benchmark*. Para a justificação poderão ainda contribuir diferenças na metodologia de cálculo da rendibilidade da carteira gerida contra o benchmark.

Refira-se, ainda, que nas componentes geridas contra o benchmark o FEFSS registou uma rendibilidade negativa de, aproximadamente, 21%, o que correspondeu a um *excess return* também negativo de 4.386pp.

Para 2008 foi, ainda, calculada a rendibilidade do *benchmark* segundo a metodologia de 2007. Em 2008 foram introduzidas muitas alterações na carteira gerida contra *benchmark*, pelo que se entendeu ser útil este exercício, apesar de ele não ser adequado para a avaliação da *performance* da gestão pelas razões já apontadas. A Tabela IV.9 resume os resultados obtidos quer para a rendibilidade do *benchmark* quer para o *excess return*. (os dados necessários ao cálculo destas rendibilidades constam no anexo IV.D).

¹⁵³ O índice *Merrill Lynch Global Broad Market Index ex- Mortgages Backed Securities fully hedged* utilizado pelo IGFCSS é um índice previamente parameterizado, não sendo portanto objecto de divulgação pela Bloomberg. O índice mais próximo encontrado foi o *Merrill Lynch Global Broad Market Index ex- Yen & US Mortgages*. A grande diferença entre os dois deve-se ao facto de os custos de cobertura cambial não serem considerados neste último.

Tabela IV.9: Rendibilidade do *benchmark* interno em 2008 com a metodologia de 2007

2008: Com metodologia de 2007			
Activo	Índice de Aferição	Pesos 31.12.2007	Rendibilidade
Rendimento Fixo			
Dívida em Convergência	Yield projectada para dívida em convergência em 01-01-2007	0	0
Dívida Pública Portuguesa a Mercado	EFFAS Portugal	0.516	9.0550%
Restante dívida a mercado	Merrill Lynch Global Broad Market Index ex- Yen & US Mortgages (a)	0.241	4.8413%
Rendimento Variável	$x\% \cdot \text{DJStoxx600} + (5\%/21\%) \cdot \text{S\&P500(USD)} + [y\% - (5\%/21\%)] \cdot \text{S\&P500(EUR)}$ + $z\% \cdot \text{TOPIX}$	0.210	-39.6151%
Imobiliário	7.0%	0.033	7.0000%
Rendibilidade anual do <i>Benchmark</i>		1.000	-2.2474%
Rendibilidade anual da Carteira			4.0823%
Carteira ex-RE			-3.4112%
Excess Return			
Carteira ex-RE			-1.1637pp

(a) no *benchmark* o índice de aferição é o Merrill Lynch Global Broad Market Index ex- Mortgages Backed Securities fully hedged

Segundo a metodologia de 2007 o *excess return* da carteira seria de -1.1637pp, maior que o valor obtido com a metodologia de 2008.

Benchmark do Dono do Fundo

As oportunidades de investimento do fundo previstas no Regulamento de gestão englobam investimentos em activos com origem em países da OCDE em dívida pública, dívida privada *investment grade*, acções e imobiliário. Nessa medida, deverá ser também analisado um *benchmark* do FEFSS do ponto de vista do seu dono – o Ministério do Trabalho e da Segurança Social, e que tenha em consideração todas as oportunidades disponíveis. Estas oportunidades poder-se-iam concretizar num horizonte mais alargado correspondente ao mandato da direcção (carta de missão). Este índice permite avaliar o desempenho do IGFCSS nas escolhas que ao longo do tempo foi fazendo, face ao referencial mais amplo dado pela totalidade das oportunidades disponíveis. Assim, por exemplo, no caso do imobiliário o limite máximo de investimento ditado pelo Regulamento de Gestão é de 10%, sendo também este o peso previsto na alocação estratégica da carteira. Por várias razões, o peso corrente desta componente na carteira tem variado entre os 3% e os 4%. A análise comparativa do FEFSS face ao *benchmark* do dono permitirá avaliar decisões desta natureza.

O *benchmark* do dono do fundo é que o resulta da alocação estratégica definida pelo estudo da Lehman Brothers em 2003, estando referidos no Memorando sobre Prioridades no sub-processo Gestão de Carteira (03.04.2008) os seguintes índices por classes de activos:

- Dívida Pública Portuguesa:

EFFAS Portugal para maturidades superiores a 1 ano

Nada a acrescentar.

- Dívida OCDE ex-Portugal:

Lehman Aggregate que passou a ser calculado pelo Barclays Capital em Setembro de 2008 e designado por *Barclays Global Aggregate*

O índice de obrigações engloba dívida pública e dívida privada, *mortgage-backed securities* e *asset-backed securities* (títulos com clausulas de natureza hipotecária) para simular o universo de obrigações no mercado. As maturidades das obrigações no índice são superiores a 1 ano.

- Acções OCDE:

MSCI World Developed

O índice accionista engloba acções de 23 países desenvolvidos.

- Imobiliário:

7%

Assim, este outro *benchmark* deveria ser divulgado a par com o interno, não só à tutela e ao Conselho Consultivo, mas também no Relatório e Contas do FEFSS. Tal contribuiria para um ainda maior nível de transparência na gestão do fundo. Poderia constituir ainda um factor de alerta para a tutela para a necessidade de resolução das limitações em termos de recursos humanos sentidas pelo IGFCSS ou, em alternativa, para a revisão da alocação estratégica.

A Tabela IV.10 resume para os anos de 2006 a 2008 as rendibilidades do *benchmark* do dono do fundo e o *excess return*. O Anexo IV.E contém os dados necessários ao cálculo destas rendibilidades. Os pesos atribuídos a cada classe são os que resultam da alocação estratégica definida no estudo de 2003. Assim,

Tabela IV.10: Rendibilidades do *benchmark* do dono do FEFSS em 2006-2008

2006			
Activo	Índice de Aferição	Pesos	Rendibilidade
Rendimento Fixo			
Dívida Pública Portuguesa	EFFAS Portugal	0.500	0.1567%
Dívida OCDE ex-Portugal	Lehman Aggregate	0.190	-2.3782%
Rendimento Variável	MSCI World Developed	0.210	13.5192%
Imobiliário	7%	0.100	7.0000%
Rendibilidade anual do <i>Benchmark</i>		1.000	3.1655%
Rendibilidade anual da Carteira			5.1752%
Carteira ex-RE			4.6839%
<i>Excess Return</i>			1.5184pp

2007

Activo	Índice de Aferição	Pesos	Rendibilidade
Rendimento Fixo			
Dívida Pública Portuguesa	EFFAS Portugal	0.500	2.3829%
Dívida OCDE ex-Portugal	Lehman Aggregate	0.190	-0.5206%
Rendimento Variável	MSCI World Developed	0.210	2.8261%
Imobiliário	7%	0.100	7.0000%
Rendibilidade anual do Benchmark		1.000	2.3860%

Rendibilidade anual da Carteira	4.0823%
Carteira ex-RE	4.1682%
Excess Return	1.7822pp

2008

Activo	Índice de Aferição	Pesos	Rendibilidade
Rendimento Fixo			
Dívida Pública Portuguesa	EFFAS Portugal	0.500	9.0550%
Dívida OCDE ex-Portugal	Barclays Global Aggregate	0.190	1.4516%
Rendimento Variável	MSCI World Developed	0.210	-40.1091%
Imobiliário	7%	0.100	7.0000%
Rendibilidade anual do Benchmark		1.000	-2.9196%

Rendibilidade anual da Carteira	-3.8595%
Carteira ex-RE	-3.4112%
Excess Return	-0.4915pp

Face ao *benchmark* do dono do fundo, o FEFSS apresentou um *excess return* de 1.5184pp em 2006, de 1.7822pp em 2007 e de -0.4915pp em 2008. Salienta-se o facto de estes *excess returns* serem sempre superiores aos por nós calculados face ao *benchmark* interno. Mais ainda, a carteira do FEFSS bateu o *benchmark* do dono nos dois primeiros anos mas apresentou um retorno inferior em 2008. Para este último facto terão contribuído as fortes limitações em termos de recursos humanos sentidos pelo CD que o forçaram a tomar as medidas de urgência relativamente à gestão da carteira: abandono da dívida privada, acções *small caps* e imobiliário; o rebalanceamento da dívida pública portuguesa que se terá estendido eventualmente por mais tempo do que o inicialmente previsto, entre outros. A análise da performance face a este indicador permite avaliar as grandes opções tomadas pelo CD.

Performance Relativa

A análise de medidas de *performance* relativa, que relativizam a rentabilidade obtida pelo nível de risco assumido, em fundos de gestão passiva perde relevância. De facto, o objectivo da gestão é o de replicar a carteira teórica de referência que traduz a sua política de investimentos. Neste tipo de gestão, o *tracking error* é reduzido o que determina que o nível de risco da carteira seja muito próximo do risco do *benchmark*¹⁵⁴. Assim sendo, as ilações que se podem retirar da análise da *performance* relativa serão semelhantes às que resultam na análise do *excess return* (diferencial de rentabilidades) realizada no ponto anterior.

A principal medida de *performance* relativa é a Medida de Sharpe que mede o prémio de risco (diferença entre a rentabilidade da carteira e a taxa de juro sem risco) por unidade de risco total (desvio padrão das rentabilidades diárias). A Tabela IV.11 apresenta a evolução desta medida ao longo do período em análise.

Tabela IV.11: Medida de Sharpe do FEFFS 2006-2008

	2006	2007	2008
Rentabilidade do FEFFS	5.175%	4.082%	-3.859%
Risco (desvio padrão)	2.376%	2.675%	5.787%
Taxa de juro sem risco (a)	2.475%	3.639%	4.654%
Medida de Sharpe	1.1362	0.1657	-1.4711

Nota:

(a) medida pela TBA. Fonte: IGCP

(b) desvio padrão anualizado das rentabilidades diárias

No caso do FEFFS a medida registou ao longo do período em análise reduções sucessivas decorrentes da redução da rentabilidade e do aumento da volatilidade do fundo. Estes dois efeitos agravaram-se substancialmente em 2008 na sequência da crise financeira internacional.

Análise Comparativa das Rentabilidades do FEFFS com as de Fundos de Pensões Portugueses

A Mercer e a Watson Wyatt divulgam anualmente a rentabilidade mediana e a rentabilidade média, respectivamente, de fundos de pensões portugueses e é nessa informação que nos

¹⁵⁴ O *tracking error* da YTD do FEFFS a 31 de Dezembro tem assumido valores entre os 0.5% e os 1.1%, excepção feita para o final de 2008, quando assumiu valores próximos de 3.75%.

suportamos para fazer a análise seguinte. Utilizamos informação para o período de 2004-2008. Com informação adicional sobre o risco dos fundos de pensões (informação não disponibilizada) poderíamos efectuar a análise da *performance* relativa entre os fundos de pensões portugueses e o FEFSS. As medidas de *performance* relativa são particularmente adequadas para a análise comparativa da *performance* de diferentes fundos por considerarem, simultaneamente, informação sobre retorno e risco. Não sendo possível, limitamo-nos a registar as rendibilidades correspondentes.

A Tabela IV.12 sintetiza as rendibilidades dos fundos de pensões incluídos nos estudos da Mercer e da Watson Wyatt bem como do FEFSS.

Tabela IV.12: Rendibilidades dos Fundos de Pensões Portugueses e do FEFSS 2004-2008

	Mercer	Watson Wyatt	FEFSS
2004	6.0%	7.4%	5.896%
2005	8.2%	10.0%	6.763%
2006	5.4%	8.8%	5.175%
2007	3.0%	6.8%	4.082%
2008	-7.0%	-15.5%	-3.859%

O FEFSS apresenta rendibilidades mais baixas que os fundos de pensões portugueses (excepto em 2008). A variabilidade das taxas de rendibilidade do FEFSS nos cinco anos é menor que a dos fundos de pensões portugueses, indiciador do facto de assumir menores níveis de risco. Sem informação sobre níveis de risco dos fundos de pensões não é possível analisar adequadamente a informação na tabela.

É, ainda, conveniente salientar que, nesta análise, estamos a comparar fundos com políticas de investimento muito distintas e, essencialmente, com regulamentos de gestão muito distintos. De facto, o FEFSS está obrigado ao cumprimento da Portaria nº. 1273/2004 de 7 de Outubro que lhe impõe limites às oportunidades de investimentos muito superiores aos dos fundos de pensões. Por este motivo, a comparação da *performance* destes fundos de pensões com o FEFSS não seria muito plausível¹⁵⁵.

¹⁵⁵ A categoria C dos Fundos de Pensões Abertos (fundos com uma percentagem investida em acções entre 15% e 35%) registou uma rentabilidade nominal acumulada anualizada no triénio de 2006-2008 de -1.45% contra 1.43% do FEFSS. Os fundos nesta categoria pertencem às classes de risco 2 e 3 (classificação da APFIPP), a que corresponde a uma volatilidade de 104 semanas anualizada entre, respectivamente, 1.5% e 5% e 5% e 10%

IV.II. 4 Atribuição de *Performance*

Numa estratégia de gestão activa de carteiras o gestor tem por objectivo obter uma rendibilidade superior à de um determinado índice de referência (*benchmark*). Tal significa que o gestor implementa uma estratégia alfa, apostando em investimentos com rendibilidades anormais, ou seja, rendibilidades superiores às ditadas pelos seus níveis de risco. Estas estratégias podem concretizar-se ou em termos táticos, de estilo (aposta em acções de valor vs acções de crescimento, em acções de empresas de reduzida dimensão vs grande dimensão, etc), em investimentos sectoriais e em áreas geográficas ou por selecção de títulos individuais (*stock picking*). A atribuição de *performance* serve para avaliar a qualidade das decisões do gestor na medida em que permite quantificar o impacte de cada uma dessas decisões na *performance* da carteira.

O FEFSS tem, essencialmente, uma gestão passiva onde o gestor reproduz a carteira teórica de um determinado índice de referência (*benchmark*). O seu primeiro objectivo é o de acompanhar o desempenho desse índice. A análise da atribuição de *performance* na gestão passiva é de somenos importância, na medida em que os graus de liberdade na gestão da carteira são muito reduzidos.

O IGFCSS faz, contudo, uma análise da atribuição do *excess return* da carteira que respeita as variáveis de decisão ao seu alcance para as classes de rendimento fixo e de rendimento variável, dentro dos limites de discricionariedade fixados periodicamente. Esta análise funciona como uma forma de controlo interno da execução dos graus de discricionariedade (reduzidos) atribuídos às direcções DI e DEPC na gestão da carteira. Trata-se, nessa medida, de uma boa prática implementada pelo Instituto.

IV.II. 5 Análise da Rendibilidade do FEFSS realizada pelo IGFCSS

Para além da análise anual constante nos Relatórios e Contas, o IGFCSS faz um controlo semanal da rendibilidade da carteira do FEFSS. Este controlo é realizado a partir da informação constante de um relatório interno (Mapas Semanais) que inclui:

- Rendibilidades YTD:
 - da carteira total;
 - da carteira contra o *benchmark*,
 - da carteira por classe de activos e com desagregação por moeda de denominação;
 - do *benchmark* por classe de activos;
 - *excess return* da carteira total e por classe de activos.

- Acréscimo de valor:
 - face ao custo de dívida pública;
 - da carteira total:
 - rendibilidade anual média desde a constituição do fundo;
 - rendibilidade anual média dos últimos 3 anos.
- Análise para a carteira total e por classes de activos:
 - rendibilidades TWR homólogas e TWR YTD¹⁵⁶
- Análise detalhada para as classes Rendimento Fixo e Rendimento Variável:
 - rendibilidades YTD, MTD e WTD:
 - para a totalidade da classe;
 - desagregadas por área geográfica / moeda de denominação;
 - do benchmark.
 - *excess return*.
- Análise de atribuição do *excess return* (a rendibilidade YTD):
 - para a totalidade da carteira e por classe de activos decorrente da alocação tática, da selecção e total;
 - para a classe de rendimento fixo decorrente do efeito geográfico, do efeito *duration*, do efeito cambial, outros e total;
 - para a classe de rendimento variável decorrente do efeito geográfico, do efeito cambial, outros e total;
 - variação semanal destes resultados.

Esta informação vertida para os Mapas Semanais é de grande qualidade, rigor técnico e detalhe. É ainda reflexo do apertado controlo da rendibilidade da carteira do FEFFS realizado pela equipa de gestão. Estes mapas são objecto de análise na reunião semanal do Comité de Investimento.

¹⁵⁶ YTD: *year-to-date*, MTD: *month-to-date*, WTD: *Week-to-date*.

ANEXO IV.A: Dotações do FEFSS e Valorização da Carteira (1989-2008)

Data	Dotações	Valorização carteira	Data	Dotações	Valorização carteira
31-12-1989		117,716,303.70	02-03-1998	4,987,978.97	
29-11-1990	19,951,915.88		01-04-1998	4,987,978.97	
28-12-1990	22,122,292.36		04-05-1998	4,987,978.97	
31-12-1990	46,743,339.99		01-06-1998	4,987,978.97	
31-12-1990		223,633,543.20	01-07-1998	4,987,978.97	
31-12-1991	33,918,257.00		03-08-1998	4,987,978.97	
31-12-1991		266,954,639.30	01-09-1998	4,987,978.97	
31-12-1992		330,904,021.30	01-10-1998	4,987,978.97	
19-07-1993	-9,975,957.94		28-10-1998	371,195.09	
26-07-1993	-5,985,574.76		02-11-1998	4,987,978.97	
27-07-1993	-4,987,978.97		02-12-1998	4,987,978.97	
30-07-1993	-5,985,574.76		23-12-1998	498,797,897.07	
02-08-1993	-7,980,766.35		31-12-1998	7,481,968.46	
31-12-1993	24,366,597.91		31-12-1998		1,667,445,456.00
31-12-1993		358,351,872.00	02-02-1999	10,868,492.90	
07-11-1994	-4,987,978.97		01-03-1999	9,975,957.94	
08-11-1994	-6,484,372.66		05-04-1999	4,987,978.97	
10-11-1994	-8,479,564.25		03-05-1999	4,987,978.97	
11-11-1994	-9,975,957.94		01-06-1999	4,987,978.97	
14-11-1994	-4,987,978.97		05-07-1999	4,987,978.97	
31-12-1994	17,513,077.09		02-08-1999	4,987,978.97	
31-12-1994		373,439,012.00	01-09-1999	4,987,978.97	
27-09-1995	228,524.42		06-09-1999	199,519,158.83	
31-12-1995	23,393,621.37		01-10-1999	4,987,978.97	
31-12-1995		431,424,267.50	02-11-1999	4,987,978.97	
25-10-1996	170,113.46		02-12-1999	4,987,978.97	
31-12-1996	23,194,102.21		20-12-1999	299,278,738.24	
31-12-1996		471,339,072.80	31-12-1999		2,322,473,838.00
13-05-1997	1,230.56		03-01-2000	4,987,978.97	
22-07-1997	99,759,579.41		02-03-2000	8,848,674.69	
27-08-1997	99,759,579.41		11-04-2000	540,676.12	
29-09-1997	99,759,579.41		16-06-2000	79,809,658.72	
29-10-1997	99,759,579.41		03-08-2000	13,301,942.32	
29-12-1997	99,759,579.41		01-09-2000	13,301,942.32	
31-12-1997	20,400,833.99		25-09-2000	99,759,579.41	
31-12-1997		1,034,462,446.00	29-09-2000	13,301,942.32	
			03-10-2000	99,759,579.41	
			02-11-2000	113,061,521.73	
			04-12-2000	113,061,521.73	
			21-12-2000	99,759,579.41	
			31-12-2000		3,075,130,919.05

Fonte: IGFCCS

Notas:

- As rendibilidades foram calculadas com base nos Valores de Aquisição, até 1999 inclusive, e nos Valores de Mercado, daí em diante.
- Até 31.12.2000, o FEFSS estava sujeito a retenção na fonte de imposto sobre os rendimentos de capitais.

ANEXO IV.B – Justificações para as alterações das rendibilidades do FEFSS no recálculo em 2006

Data	Valor Validado (a)	Publicado no RA 2005 (igual ao dos RA anteriores)	Diferenças	Observações
31-12-89				
31-12-90	14.31	14.50	-0.19	
31-12-91	4.20	15.00	-10.80	A rentab publicada de 1991 inclui transf. de 23 942 299.06€ de 31-Dez-91 (que pode ter dado entrada no ano seguinte) - não temos documentação
31-12-92	23.88	15.10	8.78	A rentab. publicada de 1992 não inclui transf. de 23 942 299.06€ de 31-Dez-91 apesar de pensarmos que entrou em 1992 (não temos documentação)
31-12-93	12.01	12.10	-0.09	
31-12-94	9.19	9.20	-0.01	
31-12-95	9.20	9.20	0.00	
31-12-96	3.83	9.10	-5.27	A rentabilidade publicada de 1996 não contemplou a transf. de 23 194 102.21€ referente a 31-Dez-96 que foi considerada para 1997 por ter data valor de 03-Fev-1997
31-12-97	7.44	7.40	0.04	A rentabilidade publicada de 1997 não contemplou a transf. de 20 400 834.00€ de 31-Dez-97 que foi considerada para 1998 por ter data valor de 02-Fev-1998. Contemplou a transf. de 23 194 102.21€ de 31-Dez-96
31-12-98	7.16	5.30	1.86	A rentabilidade publicada de 1998 contemplou a transf. de 20 400 834.00€ de 31-Dez-97 por ter data valor de 02-02-1998
31-12-99	5.10	4.64	0.46	
31-12-00	3.76	4.11	-0.35	O ficheiro onde se faz os gráficos, por lapso, nunca foi actualizado. De qualquer forma temos: 13 295 956,74€ transferência referente a 2000 apenas registada em 2-Jan-01 e 431 437,23€ acertos não explicados.
31-12-01	3.28	3.28	0.00	
31-12-02	2.10	2.51	-0.41	Erro de digitação
31-12-03	6.52	6.50	0.02	
31-12-04	5.88	5.90	-0.02	
31-12-05	6.76	6.76	0.00	

Nota: As rendibilidades correspondem à TIR, até 2002 inclusive, e à TWR, a partir de então.

ANEXO IV.C: Dados para o cálculo da Rendibilidade do *benchmark* interno 2006-2008

2006

Índice/data	Valor moeda original	Capitaliz. bolsista moeda original	Taxa Câmbio	Valor EUR	Capitaliz. bolsista EUR	Peso	Rendibilidade
EFFAS Portugal (PTGATR index)							
30-12-2005	268.038						
29-12-2006	268.458						0.1567%
Merrill Lynch Global Broad Market Índice (a)							
30-12-2005	177.353						
31-12-2006	180.74						1.9098%
DJStoxx600 (SXXR index)(1)							
30-12-2005	447.66	6,033,379.36			6,033,379.36	0.321	
29-12-2006	540.76						20.7970%
S&P500 (USD) fully hedged (SPXUXET index)(1)							
30-12-2005	1866.133					0.050	
29-12-2006	2110.476						13.0935%
S&P500 (EUR) (SPTR500N index)(1)							
30-12-2005	1826.288	11,258,050.00	1.1833	1543.385	9,514,113.07	0.456	
29-12-2006	2102.749		1.3189	1594.320			3.3002%
TOPIX (TPX index) (2)							
30-12-2005	1649.76	452,899,902.69	139.58		3,244,733.51	0.173	
29-12-2006	1681.07						1.8979%
Índice Compósito Rendimento Variável							
29-12-2006						1.000	9.1652%

(1) Total Return index

(a) Merrill Lynch Global Broad Market ex- Yen & US Mortgages

(2) Price index

ANEXO IV.C: Dados para o cálculo da Rendibilidade do *benchmark* interno 2006-2008 (continuação)

2007

Índice/data	Valor moeda original	Capitaliz. bolsista moeda original	Taxa Câmbio	Valor EUR	Capitaliz. bolsista EUR	Peso	Rendibilidade
EFFAS Portugal (PTGATR index)							
29-12-2006	268.458						
31-12-2007	274.855						2.3829%
Merrill Lynch Global Broad Market Index (a)							
31-12-2006	180.74						
31-12-2007	187.986						4.0091%
DJStoxx600 (SXXP index)(2)							
29-12-2006	365.26	7,033,426.06			7,033,426.06	0.373	
31-12-2007	364.64						-0.1697%
S&P500 (USD) fully hedged (SPXUXEH index)(2)							
29-12-2006	1364.997					0.238	
31-12-2007	1393.879						2.1159%
S&P500 (EUR) (SPX index)(2)							
29-12-2006	1418.3	12,729,100.00	1.3189	1075.366	9,651,300.33	0.273	
31-12-2007	1468.36		1.4583	1006.898			-6.3669%
TOPIX (TPX index) (2)							
29-12-2006	1681.07	344,799,449.87	157.06		2,195,335.86	0.116	
28-12-2007	1475.68						-12.2178%
Índice Compósito Rendimento Variável							
29-12-2006						1.000	-2.7189%

(2) Price index

(a) Merrill Lynch Global Broad Market ex- Yen & US Mortgages

ANEXO IV.C: Dados para o cálculo da Rendibilidade do *benchmark* interno 2006-2008 (continuação)

2008

Índice RENDIMENTO FIXO / data	Valor moeda original	Capitaliz. bolsista 10E^9 moeda original	Taxa Câmbio	Valor EUR	Capitaliz. bolsista 10E^9 EUR	Peso	Rendibilidade	
							Trimestral	Semestral
Merrill Lynch Global Broad Market Index (a)								
31-12-2007	187.986							
31-03-2008	191.265							
30-06-2008	187.495							-0.2612%
EFFAS EURO (EUGATR index)								
30-06-2008	144.2	3,155.19			3,155.19	0.367		
30-09-2008	149.861	3,204.94			3,204.94	0.343	3.9258%	
31-12-2008	158.762						5.9395%	
EFFAS USD (USGAETR index)								
30-06-2008	148.292	2,676	1.5736		2,005.08	0.233		
30-09-2008	152.503	2,742	1.4065		2,278.66	0.244	2.8397%	
31-12-2008	166.411						9.1198%	
EFFAS GBP (UKGAETR index)								
30-06-2008	120.68	347.22	0.7904		439.30	0.051		
30-09-2008	126.254	374.46	0.79017		473.90	0.051	4.6188%	
31-12-2008	139.527						10.5129%	
EFFAS JPY (JNGAETR index)								
30-06-2008	136.902	501,164	167.09		2,999.37	0.349		
30-09-2008	139.612	504,132	149.34		3,375.73	0.362	1.9795%	
31-12-2008	144.166						3.2619%	
Índice Compósito Rendimento Fixo								
30-06-2008						1.000		
30-09-2008						1.000	3.0291%	
31-12-2008							5.9797%	9.1899%

(a) Merrill Lynch Global Broad Market ex- Yen & US Mortgages

ANEXO IV.C: Dados para o cálculo da Rendibilidade do *benchmark* interno 2006-2008 (conclusão)

2008								
Índice RENDIMENTO VARIÁVEL / data	Valor moeda original	Capitaliz. bolsista moeda original	Taxa Câmbio	Valor EUR	Capitaliz. bolsista 10E^9 EUR	Peso	Rendibilidade	
							Trimestral	Semestral
DJStoxx600 (SXXR index)(1)								
31-12-2007	553.54	6,901,419.77			6,901,419.77	0.391966		
31-03-2008	467.22	5,742,642.56			5,742,642.56	0.392814	-15.5942%	
30-06-2008	449.55	5,451,554.53			5,451,554.53	0.384395	-3.7819%	
30-09-2008	399.68	4,808,577.76			4,808,577.76	0.354801	-11.0933%	
31-12-2008	311.26						-22.1227%	
S&P500 (USD) fully hedged (SPXUXET index)(1)								
31-12-2007	2195.763					0.24		
31-03-2008	1994.174					0.24	-9.1808%	
30-06-2008	1951.785					0.24	-2.1256%	
30-09-2008	1789.587					0.24	-8.3102%	
31-12-2008	1362.143						-23.8851%	
S&P500 (EUR) (SPTR500N index)(1)								
31-12-2007	2205.798	12,867,850.00	1.4583	1512.582	8,823,870.26	0.261152		
31-03-2008	1994.322	11,510,330.00	1.5809	1261.511	7,280,871.66	0.258033	-16.5989%	
30-06-2008	1936.935	11,162,580.00	1.5736	1230.894	7,093,657.85	0.260182	-2.4270%	
30-09-2008	1771.856	10,181,460.00	1.4065	1259.763	7,238,862.42	0.294119	2.3453%	
31-12-2008	1379.776		1.3953	988.874			-21.5031%	
TOPIX (TPX index) (2)								
28-12-2007	1475.68	306,729,091.59	162.99		1,881,889.02	0.106882		
31-03-2008	1212.96	251,933,698.09	157.88		1,595,729.02	0.109153	-17.8033%	
30-06-2008	1320.1	273,516,608.70	167.09		1,636,941.82	0.115423	8.8329%	
30-09-2008	1087.41	224,825,558.65	149.34		1,505,461.09	0.11108	-17.6267%	
30-12-2008	859.24						-20.9829%	
Índice Compósito Rendimento Variável								
28-12-2007						1.0000		
31-03-2008						1.0000	-14.5535%	
30-06-2008						1.0000	-1.6579%	-15.9700%
30-09-2008						1.0000	-7.6830%	
30-12-2008							-22.2368%	-28.2114%

(1) Total Return index

(2) Price index

ANEXO IV.D: Dados para o cálculo da Rendibilidade do *benchmark* interno em 2008 com a metodologia de 2007

2008: Com metodologia de 2007

Índice/data	Valor moeda original	Capitalização bolsista moeda original	Taxa Câmbio	Valor EUR	Capitalização bolsista EUR	Peso	Rendibilidade
EFFAS Portugal (PTGATR index)							
31-12-2007	274.855						
31-12-2008	299.743						9.0550%
Merrill Lynch Global Broad Market Índice (a)							
31-12-2007	187.986						
31-12-2008	197.087						4.8413%
DJStoxx600 (SXXP index)(2)		6,901,419.77			6,901,419.77	0.36554	
31-12-2007	364.64						
31-12-2008	198.36						-45.6011%
S&P500 (USD) fully hedged (SPXUXEH index)(2)						0.238095	
31-12-2007	1393.879						
31-12-2008	844.22						-39.4338%
S&P500 (EUR) (SPX index)(2)		12,867,850.00	1.4583	1006.898443	8,823,870.26	0.263057	
31-12-2007	1468.36		1.3953	647.351824			
31-12-2008	903.25						-35.7083%
TOPIX (TPX index) (2)		306,729,091.59	162.99		1,881,889.02	0.099676	
28-12-2007	1475.68						
30-12-2008	859.24						-41.7733%
Índice Compósito Rendimento Variável						0.966	
29-12-2006							-39.6151%

(2) Price index

(a) Merrill Lynch Global Broad Market ex- Yen & US Mortgages

ANEXO IV.E: Dados para o cálculo da Rendibilidade do *benchmark* do dono do fundo 2006-2008

Índice/Data	Valor moeda original	Rendibilidade
EFFAS Portugal (PTGATR index)		
30-12-2005	268.038	
29-12-2006	268.458	0.1567%
31-12-2007	274.855	2.3829%
31-12-2008	299.743	9.0550%
Lehman Aggregate (a)		
30-12-2005	104.28	
29-12-2006	101.8	-2.3782%
31-12-2007	101.27	-0.5206%
31-12-2008	102.74	1.4516%
MSCI World Developed		
30-12-2005	969.564	
29-12-2006	1100.641	13.5192%
31-12-2007	1131.746	2.8261%
31-12-2008	677.813	-40.1091%

(a) Em 2008 passou a ser designado por Barclays Global Aggregate

V. CRITÉRIOS DE VALORIMETRIA ADOPTADOS E CONSTITUIÇÃO DE PROVISÕES (2006-2008)

Parte I – Fundamentação das observações

V.I.1 Questões preliminares

O IGFCSS está sujeito, no âmbito contabilístico, ao Plano Oficial de Contabilidade das Instituições do Sistema de Solidariedade e de Segurança Social (POCISSSS, aprovado pelo Decreto-Lei nº. 12/2002, de 25 de Janeiro de 2002) e ao Normativo de Valorimetria a aplicar ao Fundo de Estabilização da Segurança Social (Regulamento específico do FEFSS, baseado na Norma Regulamentar 26/2002 – R do ISP de 31-12-2002)¹⁵⁷, que derroga as disposições do POCISSSS no que diz respeito à contabilização dos instrumentos financeiros da carteira do Fundo, aplicando-se ainda supletivamente as normas contabilísticas internacionalmente aceites, nomeadamente no que se refere aos critérios valorimétricos¹⁵⁸.

De acordo com o artigo 3º do referido Normativo de Valorimetria, o princípio geral de avaliação dos activos que compõem o património do Fundo é o princípio do justo valor. Ora, a utilização do justo valor no âmbito da contabilização dos instrumentos financeiros é uma matéria consensualmente reconhecida como de elevada complexidade e que exige não apenas conhecimentos profundos sobre técnicas de avaliação oriundas das finanças, mas igualmente o domínio e o acompanhamento contínuo das normas contabilísticas de referência internacional, as quais se revestem de complexidade relevante e se encontram em constante mutação.

O justo valor é definido pelo IASB como sendo a quantia pela qual um activo poderia ser trocado, ou um passivo liquidado, entre partes conhecedoras e dispostas a isso numa transacção em que não exista relacionamento entre elas.

O primeiro passo para a determinação do justo valor dos activos financeiros a avaliar consiste em identificar o tipo de mercado no qual esse activo é transaccionado. Nesta fase deparar-nos-emos com duas situações possíveis:

- Existência de mercado dinâmico para o instrumento;

¹⁵⁷ Doravante designado por Normativo de Valorimetria.

¹⁵⁸ *Vd.* artigo 2º - Contabilização, Normativo de Valorimetria.

- Inexistência de um mercado dinâmico (mercado inactivo) ou mesmo, total inexistência de mercado.

No primeiro caso, o preço de mercado é a melhor evidência do justo valor. Contudo, em mercados inactivos, o preço que se forma não é uma medida fiável do justo valor, pelo que em termos práticos, esta situação é equivalente à não existência de mercado, aplicando-se a hierarquia de mensuração estipulada no artigo 6º do Normativo de Valorimetria.

Se o mercado do instrumento financeiro não é activo, o estabelecimento do justo valor seguirá uma técnica de mensuração que faça uso máximo de *inputs* de mercado (taxa de juro isenta de risco, volatilidade, taxas de câmbio, etc...) e que inclua transacções de mercado recentes, referência ao justo valor de outros instrumentos substancialmente semelhantes, análise de desconto de *cash-flows* e modelos de avaliação de opções. A técnica de avaliação a utilizar incorporará todos os factores que os participantes do mercado considerariam na definição do preço e será consistente com as metodologias económicas para a avaliação de instrumentos financeiros. Nesta situação socorrer-nos-emos dos modelos de avaliação geralmente aceites: o modelo de avaliação de activos financeiros (CAPM), os modelos multifactoriais (APT), os modelos de avaliação de opções (Black and Scholes, Binomial, etc.) e os modelos de desconto de *cash-flows*.

Por outro lado, a utilização dos preços de mercado como estimativa para o justo valor não se constituirá num processo automático e linear. Determinadas circunstâncias podem conduzir à impossibilidade da utilização do preço de mercado. São elas:

- Instrumentos transaccionados em mercados do tipo *dealer markets* ou *brokered markets*;
- Instrumentos transaccionados em mais do que um mercado;
- Instrumentos transaccionados em mercados pouco líquidos;
- Instrumentos financeiros com derivados embutidos;
- Utilização de preços de mercado de instrumentos financeiros similares.

Estas situações devem ser alvo de tratamento especial, subordinado naturalmente a critérios de prudência e de consistência de aplicação e acompanhado das devidas divulgações de informação respeitante às metodologias utilizadas no Anexo ao Balanço e à Demonstração dos Resultados¹⁵⁹.

A mensuração de activos ao justo valor deve pautar-se por critérios rigorosos de consistência e de comparabilidade da informação sob pena de se colocar em causa a

¹⁵⁹ Doravante designado apenas por Anexo.

utilidade e a relevância da informação produzida. Esta preocupação assume particular importância sempre que sejam utilizadas técnicas de avaliação para estimar o justo valor. Resulta assim a importância fundamental de que, nesta matéria, se reveste a divulgação de informação adicional (*disclosure*), nomeadamente no Anexo.

Esta complementaridade entre os critérios de mensuração utilizados e a divulgação adicional assume tanto mais importância quanto o facto de esta última permitir dar cumprimento às prescrições das principais normas de contabilidade de instrumentos financeiros, potenciando a informação produzida nos relatórios de avaliação extravasando a sua utilização para o âmbito da contabilização desses instrumentos. Assim, para cada tipo de instrumento financeiro deverão ser divulgados, de acordo com as normas contabilísticas relevantes, os métodos e os pressupostos significativos aplicados na estimativa dos respectivos justos valores, bem como informação relacionada com a utilização de preços de mercado e de técnicas de avaliação.

Por último, do ponto de vista das normas contabilísticas aplicáveis, é necessário garantir que o valor contabilístico dos activos que compõem o Fundo não é superior ao seu valor recuperável. Ora, se no caso dos activos ao justo valor este aspecto está garantido, no caso dos activos mantidos ao custo ou ao custo amortizado haverá que, a cada data de prestação de contas, analisar a existência de perda de valor dos activos e a concomitante necessidade de contabilizar imparidades/ajustamentos. Nesta matéria, atendeu-se aos critérios estabelecidos no normativo nacional aplicável ao FEFSS (Normativo de Valorimetria e POCISSSS), bem como, e dada a complexidade das matérias em causa e a sua constante evolução a nível internacional, aos princípios delineados nas normas e interpretações emitidas pelos principais organismos de normalização contabilística internacionais.

V.I.2 Acção

No contexto atrás definido, a principal acção conduzida nesta parte do trabalho de auditoria consistiu em identificar os critérios de valorimetria adoptados nos activos do Fundo e os critérios e a metodologia utilizados na determinação dos ajustamentos / imparidades desses activos, bem como, as divulgações efectuadas no Anexo (*disclosure*) relativas a estas matérias.

V.I.3 Objectivos

Os principais objectivos definidos para esta parte do trabalho de auditoria são os seguintes:

- Analisar os critérios utilizados ao nível da mensuração dos instrumentos financeiros e da metodologia aplicada à determinação de eventuais imparidades;
- Analisar a divulgação relacionada com os instrumentos financeiros;
- Analisar a conformidade (*compliance*) com as normas contabilísticas aplicáveis;
- Efectuar a análise comparativa (*benchmarking*) com as melhores práticas internacionais nesta matéria;
- Propor impactes desejáveis no normativo contabilístico aplicável ao IGFCSS em matéria das regras de contabilização da carteira do Fundo.

V.I.4 Tarefas Realizadas

Foram conduzidas tarefas nos seguintes âmbitos:

- critérios de valorimetria adoptados:
 - Instrumentos financeiros detidos até à maturidade;
 - Instrumentos financeiros negociados em mercados organizados;
 - Instrumentos financeiros negociados em mercados pouco líquidos/inactivos;
 - Instrumentos financeiros não negociados em mercados organizados
 - Investimentos em imóveis.
- critérios de constituição de ajustamentos/imparidades:
 - Instrumentos financeiros mensurados ao custo/custo amortizado;
- divulgações (*disclosure*) efectuadas no Anexo:
 - Sobre os critérios de valorimetria e os critérios de constituição de imparidades/ajustamentos
- análise de *compliance* e *benchmarking* internacional:
 - Regras definidas nas IAS 39 'Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração', IAS 40 'Propriedades de Investimento' e IFRS 7 'Instrumentos Financeiros: Divulgações, incluindo as alterações às normas – 'Reclassificação dos activos financeiros (alteração à IAS 39 e à IFRS 7)',

'Divulgações sobre instrumentos financeiros (alteração à IFRS 7)', 'Fair Value Measurement – Exposure Draft 2009/5'.

V.I. 5 Informação objecto de análise

Analizados:

- Relatório e Contas IGFCSS (2006-2008);
- Relatório e Contas FEFSS (2007-2008);
- Relatórios de auditoria (2006 a 2008);
- Relatórios INDEG de Avaliação da Carteira do FEFSS;
- Mapas DEPC de análise de desvios (Trader vs. INDEG);
- Documentos (*powerpoint*) com as conclusões da auditoria externa (2006 e 2008) – nota: não foi entregue este documento relativo ao exercício de 2007;
- Documentos de Conciliação de carteira operações/contabilidade e de Conciliação de rendimento Trader/contabilidade.

Não analisados com indicação de motivo:

- Relatórios da Comissão de Fiscalização do IGFCSS a que alude o artigo 13º do Normativo de Valorimetria (2006) e de Certificação Legal de Contas (2007, 2008) do Fiscal Único – não existem pelo que não integraram os documentos objecto de análise
- Relatórios completos de auditoria produzidos pela equipa de auditoria – não foram disponibilizados
- Documento (*powerpoint*) com as conclusões da auditoria externa (2007) – não foi disponibilizado
- Relatórios relativos aos testes de capacidade de detenção até à maturidade exigidos pelo artigo 11º do Normativo de Valorimetria (2006 e 2007) - não existem relatórios, tendo sido disponibilizada informação que faz prova desta capacidade
- Relatórios relativos à definição e fundamentação dos critérios e modelos utilizados para determinação do justo valor a que se refere o artigo 12º do

Normativo de Valorimetria (2006 a 2008) – não existem relatórios, tendo esta informação sido obtida a partir dos mapas de cálculo da valorimetria INDEG.

V.I.6 Metodologia adoptada

A concretização da acção delineada, bem como, a prossecução dos objectivos definidos para a presente parte da auditoria à carteira do FEFSS assentaram na seguinte metodologia de trabalho:

- Análise dos Relatórios e Contas do FEFSS e do IGFCSS e dos Relatórios de auditoria do auditor externo relativos aos exercícios contabilísticos em análise;
- Análise dos documentos de verificação do valor da carteira do FEFSS com base na certificação externa INDEG (nas datas de prestação de contas: 31.12.2006, 31.12.2007 e 31.12.2008);
- Análise dos documentos produzidos pelo DEPC relativamente aos desvios entre a valorização da carteira efectuada pelo INDEG e a realizada pelo IGFCSS;
- Análise dos documentos de composição da carteira do FEFSS (nas datas de prestação de contas: 31.12.2006, 31.12.2007 e 31.12.2008);
- Comparação das práticas contabilísticas adoptadas pelo FEFSS com as regras definidas no Normativo de Valorimetria;
- Comparação das regras definidas no Normativo de Valorimetria com as regras e melhores práticas internacionais (análise de *benchmarking*).

Parte II – Análise e Recomendações

V. II. 1 Critérios de valorimetria adoptados em cada tipo de instrumento financeiro da carteira do Fundo

Os critérios de valorimetria utilizados em cada tipo de instrumento do Fundo estão sistematizados na tabela seguinte. Esta tabela inclui igualmente a indicação quanto ao cumprimento (*compliance*) das regras de valorimetria previstas no Normativo de Valorimetria¹⁶⁰.

¹⁶⁰ No Anexo V.A é apresentada uma síntese dos critérios de mensuração e das divulgações exigidos pelo normativo contabilístico aplicável à carteira do FEFSS.

Tabela V.1: Critérios de valorimetria adoptados em cada tipo de instrumento financeiro da carteira do Fundo

Classe de instr. financeiro	Tipo de instrumento financeiro	Critério de valorimetria	Fonte	Compliance
Investimento em convergência ¹⁶¹	Obrigações a taxa fixa do Estado português	Custo amortizado ¹⁶²	Nota Anexo 8.2.3. alínea a.1)	Cumpr., com a consideração em (a)
Investimento a Mercado				
IF negociados em mercados organizados	Acções e Obrigações	Justo valor Critérios para determinação do justo valor: a cotação de fecho ou o preço de referência da instituição gestora do mercado financeiro; no caso de if's negociados em mais do que uma bolsa é utilizado o mercado principal ("primary exchange") conforme publicado na agência Bloomberg	Nota Anexo 8.2.3. alínea a.2), i., ii.	Cumpr.
IF negociados em mercados pouco líquidos/ inactivos	Acções e obrigações que não tenham sido transaccionadas durante 30 dias antecedentes ao dia de referência da avaliação	Equiparadas a Instrumentos financeiros não admitidos à negociação (vd. linha abaixo)	Nota Anexo 8.2.3. alínea a.2), iii.	Cumpr.
IF não negociados em mercados organizados	Acções	Justo valor Critérios para determinação do justo valor: Aplicação de sequência de prioridades:1) preço praticado em sistemas de negociação especializados e internacionalmente reconhecidos; 2)	Nota Anexo 8.2.3. alínea a.2), iv.	Cumpr., com a consideração em (b)

¹⁶¹ Por decisão de 19/12/2007 do Conselho Directivo do IGFCSS foi abandonada a valorização em convergência dos títulos de dívida pública nacional no exercício de 2007.

¹⁶² A partir de 2007, o critério de valorimetria adoptado passou a ser o mesmo do investimento a mercado (justo valor); a diferença entre o custo amortizado e o justo valor em 31-12-2007 foi registada em resultados (ganhos).

		Valor de realização obtido por consulta a potenciais contrapartes credíveis; 3) modelos de avaliação universalmente aceites (análise fundamental e metodologia de desconto de fluxos financeiros subjacentes) ou <i>no limite recorrer ao seu valor patrimonial</i> (consta apenas do R&C do IGFCSS de 2008) e <i>no limite do valor patrimonial de entrada para os títulos representativos de partes de capital</i> (consta apenas do R&C do FEFSS de 2008)		
	Dívida	Justo valor Critérios para determinação do justo valor: Preços de mercado difundidos por meios de informação especializados (Bloomberg); na ausência desta informação são valorizados com base em preços obtidos junto de <i>market makers</i> ou através da utilização de modelos teóricos de avaliação de obrigações	Nota Anexo 8.2.3. alínea a.2), v.	Cumprir com a consideração em (c)
	Participações em instituições de investimento colectivo (fundos de investimento)	Justo valor Critérios para determinação do justo valor: Valor patrimonial	Nota Anexo 8.2.3. alínea a.2), vii.	Cumprir
Reserva Estratégica				
IF negociados em mercados organizados	Acções ou participações em fundos de investimento que sejam sociedades	Justo Valor com critérios semelhantes à componente Investimento a Mercado	Nota Anexo 8.2.3. alínea a.3)	Cumprir
IF não negociados em mercados organizados	Acções ou participações em fundos de investimento que sejam sociedades	Valor patrimonial à semelhança dos títulos de investimento colectivo	idem	Cumprir, com a consideração em (d).
Outros títulos	Certificados especiais de dívida de curto	Valor descontado do valor nominal de reembolso; o valor dos juros	Nota Anexo	Cumprir

	prazo emitidos pelo Estado português	corridos é registado na rubrica de Acréscimos de proveitos ao longo do período compreendido, entre a data de aquisição e a data de vencimento de cada operação	8.2.3. alínea a.4)	
Investimentos em imóveis		Valor de mercado; excepto imóveis adquiridos há menos de 5 anos em que é utilizado o valor de aquisição; não são amortizados Critério para a determinação do valor de mercado: preço presumível de transacção entre partes independentes; avaliação efectuada por perito independente. Avaliações efectuadas no mínimo de 5 em 5 anos, sem embargo de avaliações mais frequentes quando se observarem alterações significativas do mercado	Nota Anexo 8.2.3. alínea b)	Cumprido no que refere à política contabilística. Quanto à operacionalização desta política ver considerações no ponto V.II.4
Instrumentos Derivados				
Futuros e <i>forwards</i> cambiais	Futuros em mercados organizados sobre índices de acções	Reavaliação diária - ganhos/perdas em contratos de futuros	Nota Anexo 8.2.3. alínea h) e Nota 8.2.39	Cumprido
	<i>Forwards</i> cambiais	Reavaliação diária - ganhos/perdas em contratos de futuros e operações <i>forward</i> ; as variações do justo valor das posições em aberto são reflectidas nas rubricas Acréscimos de proveitos e Acréscimos de custos	Nota Anexo 8.2.3. alínea h) e Nota Anexo 8.2.39	Cumprido, com a consideração efectuada em (e)

Fonte: Elaboração própria

As considerações referenciadas na tabela acima são as seguintes:

(a) Investimento em convergência

A prática adoptada pelo FEFSS no que se refere à valorimetria desta componente da carteira está correcta. Contudo, é de referir o procedimento, a nosso ver errado, ao nível da apresentação destes títulos nas Demonstrações Financeiras. O FEFSS classificou estes títulos na conta Títulos negociáveis (Classe de Disponibilidades) situação não correcta dada exactamente a intenção da gestão de manter os títulos até à maturidade. Assim, estes títulos deveriam ser classificados numa conta da Classe 4 Imobilizado. Refira-se a este propósito que tal prática mereceu uma reserva às contas do FEFSS em 2006 por parte dos auditores. Esta consideração deixa de ter aplicabilidade a partir dos exercícios de 2007 (inclusive), dada a inexistência de carteira de títulos em convergência a partir desta data.

(b) Mensuração de instrumentos financeiros não negociados em mercado

De acordo com o Normativo de Valorimetria (artigo 3º, nº 8), se o activo não puder ser avaliado de forma fiável por qualquer dos critérios apresentados, deve ser efectuada uma avaliação prudente, que tenha em conta as características do activo em causa. Existe, pois, um julgamento da gestão no sentido de considerar que o valor patrimonial/contabilístico do título é uma avaliação prudente. Esta situação carece de divulgação acrescida e mais clara nas notas do Anexo, conforme notado no ponto V.II.3.

(c) Reserva estratégica: mensuração de instrumentos financeiros não negociados em mercado

Neste caso, deveria ser seguida a hierarquia prevista para a avaliação de instrumentos financeiros não admitidos à negociação (v. Investimento a mercado), conforme previsto no artigo 6º do Normativo de Valorimetria. Apenas em caso de não possibilidade de obtenção do justo valor de forma fiável por qualquer dos critérios enumerados, deverá ser usada uma outra avaliação (prudente e que tenha em conta as características do activo). Cumpriria, pois, apresentar uma declaração explícita que, de acordo com julgamento da gestão, foi entendido que o valor patrimonial se enquadraria no âmbito da avaliação prudente acompanhado das divulgações adicionais identificadas no ponto V.II.3.

(d) Procedimentos contabilísticos aplicados nos contratos *forwards*

No âmbito da valorimetria dos *forwards* deve ter-se em conta as considerações efectuadas no capítulo III acima. Acresce, ainda, uma questão que importa relevar relacionada com o procedimento contabilístico relativo às operações *forward*. Conforme apresentado na tabela, o IGFCSS divulga que regista os ganhos e perdas diários em *forwards* nas contas de resultados denominadas de ganhos/perdas em contratos de futuros e operações *forward*. Contudo uma análise detalhada aos valores inscritos na conta permite concluir que tal não acontece, contendo estas contas apenas os ganhos/perdas dos contratos de futuros.

Por último, cumpre uma nota adicional relativa ainda a questões de valorimetria, concretamente, à contabilização dos juros corridos.

- 1) O valor dos juros corridos nos títulos de dívida e não vencidos à data do balanço é registado e apresentado na rubrica acréscimo de proveitos (proveito do exercício a receber no exercício seguinte).
- 2) O valor dos juros corridos pagos na aquisição dos títulos, que corresponde ao valor dos juros já pagos ao vendedor dos títulos mas ainda a receber da entidade emitente do título (equivale a um adiantamento por parte do Fundo) é registado numa conta de Terceiros - 268999123 Outros devedores e credores (facto obtido a partir do quadro da Nota 8.2.39.6 do Anexo). Contudo, em sede de apresentação no Balanço e no Anexo (vd. Balanço, rubrica Acréscimo de proveitos e Nota 8.2.38.6 do Anexo) estes montantes surgem na conta acréscimo de proveitos, situação pouco clara e que merece ser corrigida.
- 3) Sobre esta matéria, as normas internacionais não dão uma resposta clara e única, sendo portanto possível registar os juros corridos tanto na conta dos títulos que lhes deu origem como numa conta separada. O Plano de Contas para as Empresas de Seguros (aprovado pela Norma Regulamentar nº 4/2007 – R/27 de Abril) indica que “Os juros decorridos devem ser contabilizados na conta relativa ao investimento que lhes deu origem, devendo no entanto ser relevados em sub-contas distintas”. Por razões de comparabilidade e de harmonização de práticas sugere-se que a prática contabilística do IGFCSS seja alterada¹⁶³.

¹⁶³ Note-se que, a posição do Committee of European Banking Supervisors difere desta, conforme se pode constatar no CONSULTATION PAPER ON FINANCIAL REPORTING, Annex 2 (Abril de 2005), pp. 2-3, onde se lê (tradução nossa): “Foi decidido incluir numa rubrica separada do Balanço qualquer juro corrido ainda não pago relacionado com a carteira reconhecida de acordo com as normas internacionais. Ao adoptar tal prática, todos os instrumentos financeiros terão de ser contabilizados ao seu *clean price* (isto é, excluindo juros corridos)”.

- 4) Refira-se que a correcção desta prática contabilística não tem qualquer impacto na valorimetria da carteira e no valor patrimonial do Fundo.

V.II. 2 Formas de cálculo do justo valor em instrumentos financeiros negociados em mercados organizados

Conforme apresentado na tabela acima, o justo valor de instrumentos negociados em mercados organizados é a cotação de fecho ou o preço de referência divulgado pela instituição gestora do mercado financeiro em que o instrumento é negociado. No caso de instrumentos financeiros negociados em mais do que uma bolsa é utilizado o mercado principal (“*primary exchange*”) conforme publicado na agência *Bloomberg*.

V.II. 3 Modelos e os pressupostos utilizados no cálculo do justo valor em instrumentos financeiros não negociados em mercados organizados ou negociados em mercados inactivos/pouco líquidos

De acordo com o Normativo de Valorimetria (artigo 12º Procedimentos Internos), é obrigatório proceder à definição e à fundamentação dos critérios e dos modelos utilizados para determinação do justo valor no caso de activos não negociados em mercados, ou cujo preço de mercado não reflecta transacções normais de mercado.

Tendo sido solicitados ao FEFSS os relatórios relativos à definição e à fundamentação dos critérios e modelos utilizados para determinação do justo valor a que se refere o referido artigo, foi-nos comunicado que “não foram valorizados quaisquer títulos com base em modelos internos (os títulos foram sempre valorizados a partir de contribuições externas), pelo que os relatórios não existem”¹⁶⁴.

Constata-se, contudo, que tal afirmação não acolhe a totalidade das situações existentes na carteira do FEFSS, isto é, existem títulos não cotados e cujo valor não é obtido através de contribuição externa (acções FINPRO e títulos representativos de direitos - HBOS PLC e Loyds Group). No caso das acções da FINPRO (Reserva estratégica), o critério

¹⁶⁴ Informação enviada por mensagem electrónica datada de 1 de Abril de 2009 (em anexo ao presente relatório – anexo V.B).

valorimétrico adoptado pelo FEFSS é o valor patrimonial e, no caso dos direitos, é utilizado o valor de aquisição (Nota 8.2.3. alínea a.3)).

Sobre esta matéria cumpre referir que, de acordo com o Normativo de Valorimetria, nestas situações, designadamente, se o activo não puder ser avaliado de forma fiável através de sistemas de negociação internacionais, de contrapartes credíveis ou modelos de avaliação, deve ser efectuada uma avaliação prudente que tenha em conta as características do activo em causa (artigo 3º, número 8).

Assim, no caso dos títulos não cotados, existe um julgamento da gestão no sentido de considerar que o valor patrimonial/contabilístico do título é uma avaliação prudente. Conquanto tal julgamento nos parece adequado, esta situação carece de divulgação acrescida nas notas do Anexo.

Nos Relatórios e Contas de 2006 e 2007, a informação sobre o critério de valorimetria aplicada às acções não cotadas é totalmente omissa. Esta situação é corrigida em 2008 (Nota 8.2.3. alínea a.2), iv.), apesar de existirem incongruências e pouca clareza nos textos apresentados nos Relatórios e Contas do IGFCSS e do FEFSS.

A fim de melhorar a clareza e a compreensibilidade da informação financeira para o utilizador, sugere-se que:

- (1) seja uniformizada a formulação entre o texto apresentado no Anexo na nota 8.2.3., alínea a.2), iv. do IGFCSS e do FEFSS;
- (2) seja corrigida a informação divulgada no R&C do FEFSS (“...e *no limite do valor patrimonial de entrada para os títulos representativos de partes de capital*”), pois a sua formulação não é clara;
- (3) seja indicada de forma clara na nota 8.2.18 a forma de obtenção do valor dos títulos da FINPRO (valor dos capitais próprios da FINPRO utilizado para a mensuração, o exercício económico a que dizem respeito e a percentagem detida);
- (4) indicação para esses títulos do valor a custo histórico (valor de aquisição) por cada operação de aquisição.
- (5) No que refere a estes dois últimos pontos, é de referir que se recolheu a informação contabilística relativa à FINPRO necessária para a obtenção das valorizações de 2006 a 2008 e se tentou reconstituir essas mesmas valorizações, com base no critério divulgado (valor patrimonial). Este exercício não conduziu a resultados equivalentes aos apresentados pelo FEFSS (e mesmo pelo INDEG, cujos valores de

mensuração para a FINPRO são aparentemente concordantes com os do *Trader*). A indicação geral da forma de cálculo não permite reconstituir as valorizações, de forma consistente, a partir dos valores apresentados dos capitais próprios da FINPRO e da percentagem de acções detida. Em particular, não é imediata a reconstituição da valorização da participação indicada em 2007, como é reflectido aumento de capital, tendo por base as contas consolidadas da FINPRO do respectivo ano a que respeita¹⁶⁵.

É importante que no Anexo às contas se refira sempre a fórmula de cálculo para valorizar os títulos da FINPRO fazendo menção ao valor dos capitais próprios da FINPRO utilizado para a mensuração, ao exercício económico a que dizem respeito e à percentagem detida).

Acresce que cumpriria, à luz das normas internacionais de contabilidade (IAS 39 e IFRS 7), efectuar a divulgação explícita do julgamento da gestão de que uma avaliação prudente é o valor patrimonial do título, acompanhada de um conjunto de divulgações adicionais para ajudar os utilizadores das demonstrações financeiras a efectuar os seus próprios julgamentos acerca da extensão de possíveis diferenças entre a quantia contabilizada e o seu justo valor (vd. IAS 39, §30). Essas divulgações deveriam incluir o seguinte:

- a. O facto de a informação do justo valor não ter sido divulgada devido à impossibilidade de mensurar o justo valor com fiabilidade, ou seja, a razão pela qual não é possível obter de forma fiável um valor presumível de realização nos termos do artigo 6º do Normativo de Valorimetria;
- b. Uma descrição dos instrumentos financeiros e das suas quantias escrituradas, bem como, uma explicação pela qual o seu justo valor não pode ser mensurado com fiabilidade;
- c. Data de obtenção do valor patrimonial.

¹⁶⁵ Com base no valor dos capitais próprios da FINPRO (restated das Contas Consolidadas de 2006 da FINPRO) de 83,486 milhões de euros, o valor contabilístico antes do aumento de capital era de 11,68 euros, pelo que o valor ajustado depois do aumento de capital seria de aproximadamente 6,82 euros. As acções da Finpro foram valorizadas, no final de 2007, a 6,51 euros), valor aproximado ao valor que se obteria usando o valor dos capitais próprios da FINPRO sem restatement (6,607 euros). Já usando a valorização do Trader antes do aumento de capital (10,51 euros), o valor ajustado seria de 6,501 euros.

V.II.4 Os procedimentos adoptados para a determinação do valor de mercado dos investimentos em imóveis

Conforme apresentado na tabela acima, o valor de mercado dos imóveis é o preço pelo qual os imóveis poderiam ser vendidos na data de avaliação por contrato privado, celebrado entre um vendedor e um comprador interessados e independentes, subentendendo-se que o bem é objecto de uma oferta pública no mercado, que as condições deste permitem uma venda regular e que se dispõe de um prazo normal para negociar a venda, tendo em conta a natureza do bem (artigo 8º, nº 1 do Normativo de Valorimetria). É efectuada a avaliação separada de cada terreno e de cada edifício, sendo os valores obtidos por avaliações de peritos independentes. As avaliações são actualizadas de cinco em cinco anos ou de forma mais frequente se ocorrerem alterações significativas do mercado.

No exercício de 2006, o IGFCSS procedeu à reavaliação dos investimentos em imóveis do Fundo. Para tal, conforme é possível constatar na Nota 8.2.11. do R&C relativo àquele exercício, o IGFCSS recorreu a três avaliadores independentes¹⁶⁶ que utilizaram diversos métodos de avaliação habitualmente utilizados para a avaliação deste tipo de activos - método do custo, valor de liquidação, método de mercado e método de capitalização das rendas. De acordo com a divulgação efectuada, a gestão decidiu utilizar em termos de valorimetria destes activos, o valor mais alto do método de capitalização das rendas. Cumpriria, contudo, efectuar a divulgação da racionalidade seguida para a escolha deste critério por parte da gestão. Cumpriria igualmente divulgar a que data se referem as avaliações divulgadas.

No que se refere à conformidade das práticas de reavaliação de imóveis seguidas no exercício de 2006, veja-se o referido na Parte I.IV – Imobiliário deste relatório, designadamente o capítulo I.IV. 6 Operações.

Nos exercícios de 2007 e de 2008, conforme divulgado na Nota 8.2.10 dos Relatórios e Contas destes exercícios económicos, não se procedeu a qualquer reavaliação, estando este procedimento conforme com o Normativo de Valorimetria.

Em matéria de contabilização de imóveis, cumpre uma observação adicional relativa à regra de contabilização adoptada pelo FEFSS para a diferença entre o valor de mercado e o valor de aquisição (para imóveis ainda não reavaliados) ou valor de mercado anterior (para imóveis reavaliados em períodos anteriores). De acordo com a divulgação efectuada na

¹⁶⁶ Note-se contudo que, relativamente a um dos imóveis (Hospital de Cascais), apenas foi obtida a avaliação por parte de um avaliador.

Nota 8.2.3 Bases de apresentação e principais critérios valorimétricos utilizados, alínea a. 4) b), essa diferença é registada directamente nas contas dos imóveis por contrapartida da rubrica “Reservas de Reavaliação”, rubrica de Capital Próprio. Ora, de acordo tanto com o Normativo de Valorimetria, como com a norma internacional de contabilidade relevante (IAS 40), o registo das variações de valor de mercado de imóveis de investimento deve ser feito directamente em contas de resultado do exercício. Isto é, tal como em relação aos demais componentes da carteira, também as variações de valor (positivas ou negativas) dos investimentos em imóveis devem afectar o resultado do exercício a que dizem respeito. Conquanto o impacto em termos de valor patrimonial do Fundo desta alteração contabilística seja nulo, o mesmo não se pode dizer relativamente ao valor dos resultados apurados nos anos em que ocorrem as reavaliações e aos rácios e rubricas calculados com base nesse resultado.

V.II. 5 Metodologia aplicada para determinação/constituição de imparidades/ajustamentos em instrumentos financeiros mensurados ao custo/custo amortizado

O denominado princípio da prudência¹⁶⁷ presente no normativo contabilístico nacional, na sua interpretação mais estrita, aponta para que sejam reconhecidas as diferenças entre as quantias registadas a custo histórico e as quantias decorrentes da avaliação a preço de mercado, se inferior àquele. Em sede do POC actualmente em vigor (após alterações introduzidas pelo DL nº 35/2005), tal redução de valor de rubricas do activo é denominada de ajustamento. No âmbito das normas internacionais de contabilidade, a redução desta natureza em um valor do activo denomina-se de perda de imparidade. No POCISSSS, estas operações continuam a denominar-se de provisões, à semelhança do que ocorria no POC antes das alterações introduzidas pelo DL nº 35/2005.

No âmbito do Normativo de Valorimetria, esta matéria não é alvo de regulamentação. Como tal, deveria o FEFSS seguir as regras gerais do POCISSSS e eventualmente as normas internacionais de contabilidade.

A este respeito o POCISSSS no ponto 2.7.1 – Provisões, estabelece que (sublinhado nosso) “a constituição de provisões deve respeitar, apenas, às situações a que estejam associados

¹⁶⁷ O princípio da prudência significa que é possível integrar nas contas um grau de precaução ao fazer as estimativas exigidas em condições de incerteza sem, contudo, permitir a criação de reservas ocultas ou provisões excessivas ou a deliberada quantificação de activos e proveitos por defeito ou de passivos e custos por excesso.

riscos (...). São consideradas situações a que estejam associados riscos as que se referem, nomeadamente, a *aplicações de tesouraria*, a cobranças duvidosas, à depreciação de existências, a obrigações e encargos derivados de processos judiciais em curso, a acidentes de trabalho e doenças profissionais e a *investimentos financeiros*". No capítulo referente aos critérios de valorimetria, estão previstas as condições para a constituição de provisões em investimentos financeiros (ponto 4.1.9) e aplicações de tesouraria (ponto 4.4.2). São elas:

- 1) Investimentos financeiros: relativamente a cada um dos seus elementos específicos, se tiverem, à data do balanço, *um valor de mercado inferior ao registado na contabilidade*, podem ser objecto da correspondente redução, através da conta apropriada.
- 2) Aplicações de tesouraria: relativamente a cada um dos elementos específicos dos títulos negociáveis e das outras aplicações de tesouraria, serão utilizados os critérios definidos para as imobilizações, na medida em que lhes sejam aplicáveis.

Ora, de acordo com o Normativo de Valorimetria, o princípio geral de avaliação é o do justo valor (artigo 3º), excepto no que respeita aos activos da componente de Investimento em Convergência. Para os activos admitidos à negociação, o justo valor é o preço de mercado. Mesmo em relação aos activos não admitidos à negociação, o seu presumível valor de realização deve ser obtido por referência às condições de mercado.

Sendo assim, apenas existiria a necessidade de constituição das denominadas provisões para os activos da carteira de convergência, existentes na carteira do Fundo apenas até ao exercício de 2006 (inclusive). A análise de eventuais diferenças entre o valor contabilístico dos activos dessa carteira (por cada título, conforme exigido pelo POCISSSS) é apresentada no R&C de 2006, na Nota 8.2.19 – Diferenças materialmente relevantes entre o valor de balanço e o justo valor, sendo que o valor de mercado se revela, em todos os casos, superior ao valor contabilístico, não havendo pois necessidade de redução do valor contabilístico dos títulos.

V.II.6 Divulgações adicionais no Anexo

V.II.6.1 Participações de capital incluídas na reserva estratégica

Na Nota 8.2.16 é divulgada a seguinte informação adicional por empresa participada incluída na reserva estratégica:

- Designação

- Sede

- Capitais próprios no ano n

Nota: no R&C de 2007, a informação contabilística disponibilizada sobre as participadas refere-se ao exercício de 2006; cumpriria uma indicação expressa deste facto, apresentando as razões subjacentes

- Resultado líquido no ano n

Nota: vd. nota anterior

- Parcela detida

- Valor em carteira

V.II.6.2 Títulos negociáveis

Na Nota 8.2.17, é divulgada a seguinte informação relativa aos títulos negociáveis, por categoria de activo, assim classificadas: Acções, Obrigações e Títulos de participação, Títulos de dívida pública – mercado e convergência, Outras aplicações de tesouraria, Outros títulos:

- Valor inicial

- Mais/Menos valia

- Valor de balanço em n

- Juros corridos

- Valor de balanço e juros corridos

- Valor de balanço em n-1

Sobre a informação divulgada nesta nota, cumpre referir a inconsistência nos conteúdos das tabelas entre os vários exercícios económicos, nomeadamente no que refere ao conteúdo da coluna valor inicial e, concomitantemente, da coluna Mais/Menos Valias. No exercício de 2008 é dito que o “valor inicial dos títulos corresponde ao seu custo de aquisição e o valor das mais/menos valias corresponde ao valor de mais/menos valias potenciais geradas

desde a data de aquisição dos títulos”; a mesma formulação é apresentada em 2007. Em 2006, “o valor inicial dos títulos corresponde ao seu custo de aquisição, no caso de terem sido adquiridos ao longo de 2006, ou ao seu valor de balanço em 31 de Dezembro de 2005 no que se refere a títulos adquiridos em exercícios anteriores”. Ora, tendo em conta o princípio da consistência, este tipo de alterações não é aconselhável devido à conseqüente redução de compreensibilidade para o utilizador. Por outro lado, era importante explicitar a que exercício dizem respeito as mais/menos valias apresentadas. De facto, em 2006 dizem respeito às mais/menos valias desse ano e em 2007 e 2008 essa coluna representa as mais/menos valias desde a data de aquisição.

Ainda neste âmbito, refira-se que no R&C de 2008 do FEFSS é apresentada a discriminação dos títulos que compõem cada uma das categorias, com indicação da moeda de denominação, da quantidade/montante, do valor inicial, mais/menos valias, valor de balanço, juros corridos. Esta informação não foi divulgada no Anexo dos exercícios anteriores.

V.II.6.3 Reserva estratégica (Investimentos financeiros – partes de capital)

Na Nota 8.2.18, é efectuada a seguinte divulgação adicional, por título:

- Quantidade
- Valor inicial
- Mais/Menos valia
- Valor de balanço em n
- Juros corridos
- Valor de balanço e juros corridos
- Valor de balanço em n-1

É válida a nota acima sobre a inconsistência da coluna valor inicial dos títulos ao longo dos exercícios económicos analisados. Por outro lado, no R&C de 2008 do FEFSS é referido que “o valor inicial dos títulos corresponde ao seu custo de aquisição, no caso de terem sido adquiridos ao longo de 2008 ou ao seu valor de balanço em 31 de Dezembro de 2007 no que se refere a títulos adquiridos em exercícios anteriores”. Ora, esta informação não corresponde ao conteúdo disponibilizado, recomendando-se pois que se estabilize o conteúdo desta tabela apresentando a informação de forma clara para o utilizador.

V.II.6.4 Derivados

Na Nota 8.2.39.1 é efectuada a divulgação adicional relativa aos contratos de futuros. Assim, para cada posição em aberto, é divulgada a seguinte informação: nome do contrato, Bolsa, *Open interest*, Preço de referência, nocional na moeda, nocional em euros, data início do contrato, data entrada na posição, fim do contrato, tipo de contrato, valorização, margem em 31/12 de cada ano.

Na Nota 8.2.39.2 é efectuada a divulgação adicional relativa aos contratos *Forwards*. Assim, para cada posição em aberto, é divulgada a seguinte informação: Data da operação, Valor, Moeda, Contra operação, Valor, Moeda, Câmbio, Vencimento, Valor contabilístico em 31/12; valor de mercado em 31/12 (apenas no exercício de 2006).

De notar que o denominado “valor de mercado” das posições abertas em *forwards* não é apresentado nos exercícios de 2007 e de 2008. No R&C de 2006 é divulgada a seguinte nota: “Em 31 de Dezembro de 2006 e 2005 as operações em aberto foram valorizadas pela diferença entre a taxa de câmbio contratada e a taxa de câmbio registada na data do Balanço. O efeito deste procedimento não é material para efeito das demonstrações financeiras anexas”. Ora, no que respeita a instrumentos derivados e no caso concreto dos *forwards*, tratando-se de instrumentos *over-the-counter* e, portanto, não negociados em mercados organizados, à semelhança do já referido para títulos não derivados, cumpre efectuar divulgações adequadas sobre os métodos e pressupostos utilizados na obtenção do valor usado para mensuração das respectivas posições em aberto no final do ano. Assim, sugere-se que seja divulgado o seguinte:

- 1) Justo valor (calculado de acordo com as metodologias adequadas à valorização deste tipo de instrumentos) das posições em *forwards* cambiais, mesmo que tal valor não seja utilizado (com base em razões de materialidade) para mensuração;
- 2) Metodologia aplicada para a obtenção dos denominados “valor contabilístico” e “valor de mercado” das posições *forward*, explicitando claramente as razões para a existência de diferenças entre os dois;
- 3) Pressupostos aplicados nos modelos de mensuração utilizados, nomeadamente, se os valores reconhecidos nas demonstrações financeiras são determinados usando pressupostos que não sejam suportados por dados de mercado observáveis e disponíveis.

V.II.6.5 Imóveis

É divulgada na Nota 8.2.11. a seguinte informação relativa aos imóveis, por cada imóvel:

- Custo de aquisição

Nota: a nosso ver, não é correcto incluir a data de prestação de contas de cada exercício nesta coluna, pois o custo de aquisição é referente à data de aquisição do activo.

- Valor da reavaliação

Nota: sugere-se que se divulgue nesta coluna a data a que se refere a reavaliação.

- Valor contabilístico reavaliado, na data de prestação de contas e na data da última reavaliação

- Imóveis alienados no exercício, respectiva mais/menos valia obtida e montante realizado da reserva de reavaliação

V.II.7 *Compliance* dos critérios de valorimetria adoptados e de constituição de ajustamentos às normas aplicáveis

A informação sobre o cumprimento ou não cumprimento dos critérios de valorimetria e dos critérios de constituição de ajustamentos exigidos pelo Normativo de Valorimetria e pelo POCISSSS por parte do FEFSS consta dos pontos atrás apresentados, nomeadamente na Tabela V.1 e no ponto V.II.5.

V.II. 8 *Compliance* das divulgações no Anexo relativas às matérias em análise às normas aplicáveis

Nos pontos acima, nomeadamente no ponto V.II.6, é feita a descrição da divulgação/*disclosure* efectuada pelo FEFSS no Anexo no que se refere aos títulos e imóveis da carteira do FEFSS.

V.II.9 *Benchmarking* internacional

A análise de *benchmarking* que se segue tem por base as exigências das normas internacionais de contabilidade ao nível da mensuração e da divulgação de instrumentos financeiros.

No que se refere a questões de mensuração, o Normativo de Valorimetria contempla os princípios gerais de avaliação presentes a nível internacional, designadamente, na IAS 39 Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração, ao preconizar o justo valor para a carteira de investimento a mercado e equiparados e o custo amortizado para o investimento de convergência.

Contudo, internacionalmente as matérias do reconhecimento e mensuração de instrumentos financeiros têm sofrido alguma evolução nos tempos mais recentes, nomeadamente na sequência da crise financeira internacional, que importa acompanhar. Esta evolução concretiza-se essencialmente em dois documentos, um artigo e uma versão para discussão (*exposure draft*) de uma nova IFRS. São eles:

- 1) IASB Expert Advisory Panel (2008), “*Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active*”, Outubro, 84 pp;
- 2) IASB (2009), *IFRS on Fair Value Measurement – Exposure Draft 2009/5*, Maio, 64 pp.

O documento do IASB Expert Advisory Panel apresenta um conjunto de considerações sobre a mensuração em contextos de mercados que se tornam ilíquidos, considerações particularmente úteis em momentos de crises financeiras graves. Os aspectos a realçar deste documento ao nível da mensuração são os seguintes:

- 1) A mensuração ao justo valor deve ter em conta *toda* a informação de mercado relevante que esteja disponível;
- 2) Um conhecimento profundo e global do instrumento que está a ser mensurado permite a identificação e a avaliação de toda a informação de mercado relevante e disponível sobre *instrumentos idênticos ou semelhantes*; a informação a considerar inclui, por exemplo, preços de transacções recentes de instrumentos idênticos ou semelhantes, contribuições de *brokers* e/ou *pricing services*, índices e outros pressupostos das técnicas de avaliação com base em modelos;
- 3) Quando o mercado de um instrumento financeiro deixa de ser activo, o justo valor é obtido através de técnicas de avaliação que devem maximizar a utilização de pressupostos observáveis e minimizar a utilização de pressupostos não observáveis,

devendo incluir os ajustamentos apropriados no que respeita aos riscos, nomeadamente de crédito e de liquidez associados ao instrumento;

- 4) Quando é usada uma técnica de avaliação, esta deve ser calibrada periodicamente tendo em conta a informação de mercado.

Quanto ao *exposure draft*, o objectivo da nova norma, a publicar expectavelmente em 2010, é o de estabelecer uma fonte única de orientação para todas as mensurações ao justo valor, clarificar a definição de justo valor, melhorar as divulgações sobre o justo valor e aumentar a convergência com os USGAAP¹⁶⁸.

São, pois, dois documentos a ter em consideração em eventuais revisões ao Normativo de Valorimetria.

Ao nível da divulgação, cumpre referir que o Normativo de Valorimetria se caracteriza por um elevado grau de omissão quanto a exigências de divulgação / *disclosure*. Ora, a nível internacional, esta é uma das áreas que mais tem evoluído no sentido do aumento das exigências de divulgações sobre instrumentos financeiros. A publicação, em 2005, da IFRS 7 Instrumentos Financeiros: Divulgações, obrigatória desde 1 de Janeiro de 2007, é disso exemplo. Recentemente, e na sequência da crise financeira internacional, têm sido publicadas pelo IASB revisões à IFRS 7. São elas:

- “Improving Disclosures about Financial Instruments (amendments to IFRS 7)” – Revisão à IFRS 7, publicada em Março de 2009 (aplicável desde Janeiro de 2009);
- “Reclassification of Financial Assets (amendments to IAS 39 and IFRS 7)” – Revisão à IAS 39 e à IFRS 7, publicada em Outubro de 2008 (aplicável desde Julho de 2008).

A norma IFRS 7 Instrumentos financeiros: Divulgações, aplicável desde 1 de Janeiro de 2007, vem exigir divulgações nas demonstrações financeiras que permitam que os utentes avaliem:

- a) o significado dos instrumentos financeiros para a posição e o desempenho financeiros da entidade; e
- b) a natureza e a extensão dos riscos decorrentes de instrumentos financeiros aos quais a entidade está exposta durante o período e na data de relato, assim como a forma como a entidade gere esses riscos.

Pela sua importância na actual situação do mercado financeiro e pela sua novidade relativamente a normas anteriormente em vigor, chama-se a atenção para as divulgações

¹⁶⁸ USGAAP – United States Generally Accepted Accounting Principles.

relativas à natureza e extensão dos riscos dos instrumentos financeiros. Assim, nesta matéria é exigida a divulgação de informação para permitir aos utentes das demonstrações financeiras avaliar a natureza e a extensão dos riscos resultantes de instrumentos financeiros que normalmente incluem, o risco de crédito, o risco de liquidez e o risco de mercado. Tal divulgação deve comportar dois tipos de informação:

- a. Divulgação qualitativa: é exigida, para cada tipo de risco associado a instrumentos financeiros, a divulgação de: (a) exposição ao risco e a origem dos riscos e (b) os objectivos, políticas e procedimentos de gestão de risco e os métodos utilizados para mensurar o risco;
- b. Divulgação quantitativa: é exigida, para cada tipo de risco, a divulgação de uma síntese quantitativa da exposição a esse risco à data de relato, baseada na informação facultada internamente à gestão da entidade e um conjunto de divulgações acrescidas se o risco for material (*vd.* parágrafos 36 a 42 da IFRS 7):
 - i. Ao nível do risco de liquidez é exigido especificamente a divulgação de (a) uma análise da maturidade dos passivos financeiros que indique as maturidades contratuais restantes; e (b) uma descrição da forma como gere o risco de liquidez inerente da alínea (a);
 - ii. Ao nível do risco de mercado é exigido a divulgação de uma análise de sensibilidade que mostre a forma como o desempenho teria sido afectado por alterações na variável de risco relevante, divulgando os métodos e os pressupostos usados na preparação da análise de sensibilidade.

Parece-nos, pois, salvo melhor opinião, que em matéria de divulgação, o Normativo de Valorimetria está francamente desactualizado, não tendo acompanhado a evolução operada ao nível das normas contabilísticas internacionais. Esta situação é, a nosso ver, premente e merecedora de atenção no curto prazo, por parte dos organismos responsáveis pela tutela do FEFSS, nomeadamente do organismo de normalização contabilística.¹⁶⁹

¹⁶⁹ O IGFCCS está sujeito ao POCISSSS sendo que o organismo que emite este documento é a Comissão de Normalização Contabilística da Administração Pública (CNCAP), organismo dependente do Ministério das Finanças. Apesar do IGFCCS estar também sujeito ao Normativo de Valorimetria feito à luz do que se aplica para as empresas seguradoras (cujo organismo normalizador é o ISP), a competência para rever a normalização contabilística aplicável ao FEFSS caberá ao Ministério das Finanças.

V.II. 10 Apreciação da consultoria externa para avaliação da carteira

O IGFCSS estabeleceu um contrato de prestação de serviços de consultoria financeira com uma entidade terceira (o INDEG do ISCTE *Business School*) com vista à obtenção de relatórios trimestrais de avaliação da carteira de activos do FEFSS.¹⁷⁰ Ora, este procedimento deve ser visto como uma boa prática pois efectivamente significa a concretização da vontade da equipa de gestão do IGFCSS no sentido de obter, de um organismo independente e com elevada capacidade técnica, valores de avaliação da carteira que possibilitem de forma periódica validar a avaliação efectuada pelo próprio Instituto. É pois, a nosso ver, uma prática a manter.

O resultado da avaliação é enviada ao Fundo, trimestralmente, sob a forma de um relatório que é composto por três partes: 1) sumário com o “*market value*” da carteira de investimento; 2) descrição da metodologia de avaliação; e 3) análise da carteira de investimentos; em Anexo é apresentada a avaliação dos *forwards* cambiais e a respectiva metodologia de cálculo. A apresentação do “*market value*” da carteira de investimento é efectuada classificando os títulos nas seguintes categorias: acções estrangeiras, acções nacionais, dívida pública estrangeira, dívida privada estrangeira, dívida pública nacional, dívida privada nacional, produtos estruturados, fundos imobiliários, fundos mobiliários, fundos de tesouraria. São indicadas as situações em que os títulos não apresentam valores de mercado (e, portanto, a sua avaliação tem de ser estimada) e em que apresenta valores de mercado anteriores à data de avaliação.

Por sua vez, o IGFCSS efectua uma análise dos desvios entre a avaliação Trader e a avaliação do INDEG e apresenta explicações para as diferenças, dando conta das medidas implementadas quando são detectadas diferenças. Este é um procedimento que reputamos de importante na medida em que conduz à necessidade de uma reflexão por parte do IGFCSS sobre algumas escolhas em sede de valorimetria e à apresentação da respectiva justificação. Refira-se que, contudo, na maioria das situações em que se apuram diferenças entre o Trader e o INDEG, o IGFCSS acaba por encontrar justificação no sentido de manter a sua avaliação.

A partir de Dezembro de 2007, altura em que o INDEG se começa a pronunciar sobre o valor das posições em *forwards*, as duas rubricas que apresentam sistematicamente diferenças de valor significativo são as obrigações a mercado e os *forwards*, sendo a avaliação do INDEG sempre inferior à que decorre do Trader. No primeiro caso a

¹⁷⁰ A contratação do INDEG tem sido avaliada no final de cada contrato. A renovação dos contrato foi objecto de discutissão no CI e aprovada pelo CD.

justificação pretende-se com diferenças nos preços que estão a ser utilizados e, no segundo, com diferenças de metodologia. Seria interessante que as duas entidades chegassem a um entendimento sobre a razão de ser das diferenças e que esse entendimento fosse consequente, no sentido de as diferenças sistemáticas desaparecerem.

Na sequência da análise do contraditório efectuada pelo IGFCSS é de referir que as diferenças apuradas na avaliação das posições *forward* pelo INDEG e pelo Instituto não são facilmente sanáveis pelo facto de decorrerem da utilização de fontes de informação distintas (Reuters vs Bloomberg). Os custos em que uma ou outra instituição teriam de incorrer para aceder à fonte de informação alternativa não justificam essa opção. Tal conclusão é ainda reforçada pelo facto de, tal como referido no relato final de auditoria, as diferenças apuradas serem relativamente imateriais quando comparadas com o valor total da carteira sob gestão. No que respeita às diferenças de metodologias utilizadas pelas duas instituições, ambas são válidas, sendo que a preferência do IGFCSS pela utilização de valores prestados por *potenciais contrapartes credíveis* está prevista no artº 6º do normativo de valorimetria do FEFSS.

A utilização de um serviço desta natureza, na medida em que proporciona uma avaliação externa, independente e de elevado nível de qualidade técnica, é uma prática, que a nosso ver, deve ser mantida.

Anexo V.A - Critérios de valorimetria e Divulgações exigidos pelo Normativo de Valorimetria

Critérios de valorimetria e Divulgações exigidos pelo Normativo de Valorimetria

Tipo de Instrumento Financeiro	Regra aplicável
Activos da componente de investimento em convergência (intenção e capacidade permanente de manter até à maturidade - teste à capacidade de manutenção descrito no art. 11º)	Valor de aquisição, sendo este ajustado de forma escalonada até ao momento de reembolso, com base no valor de reembolso e na taxa efectiva de capitalização
Princípio geral de avaliação	Justo valor , assegurando fiabilidade e consistência
Activos negociados em bolsas	<p>preço de mercado, se obtido em condições normais não é considerado condições normais:</p> <p>a) reflecte transacção com entidade com graves dificuldades financeiras b) Se o preço tivesse sido diferente se fosse objecto de uma negociação isolada, em vez de ter ocorrido em conjunto com outras transacções c) Se o preço tivesse sido diferente se não tivesse ocorrido uma transacção entre entidades do mesmo grupo d) Tenham sido admitidos publicamente erros na determinação desse preço</p>
Activos negociados em bolsas, cujo preço raramente se encontre disponível ou cujas quantidades negociadas forem insignificantes face aos sistemas de negociação internacionalmente reconhecidos	usar preços desses sistemas ; se os instrumentos financeiros não tiverem sido transaccionados durante os 30 dias antecedentes ao dia de referência da avaliação, são equiparados a ifs não admitidos à negociação

<p>Activos não admitidos à negociação ou quando os preços não são obtidos em condições normais (vd. acima)</p>	<p>avaliação tendo por base o seu presumível valor de realização, usando a seguinte sequência de prioridades:</p> <p>1º: preço praticado em sistemas de negociação especializados e internacionalmente reconhecidos</p> <p>2º: consulta a potenciais contrapartes credíveis</p> <p>3º: modelos de avaliação universalmente aceites nos mercados financeiros, baseados na análise fundamental e na metodologia do desconto dos fluxos financeiros subjacentes</p> <p>Neste último caso, as estimativas e os pressupostos utilizados devem ser consistentes com a informação disponível que o mercado utilizaria para a fixação do preço de transacção desse activo</p> <hr/> <p>Se o activo não puder ser avaliado de forma fiável por qualquer dos critérios atrás, deve ser efectuada uma avaliação prudente, que tenha em conta as características do activo em causa.</p>
<p>Instrumentos financeiros derivados, activos financeiros envolvidos em operações de reporte e de empréstimo de valores</p>	<p>aplicar o disposto atrás</p> <p>periodicidade de avaliação: mensal (data a que se reporta a informação relativa ao valor do fundo)</p>
<p>Participações em instituições de investimento colectivo</p>	<p>o justo valor destas participações deve corresponder ao seu valor patrimonial</p>
<p>Terrenos ou edifícios</p>	<p>valor de mercado; avaliação separada terreno/edifício; por avaliador independente, com capacidade técnica devidamente comprovada; pelo menos todos os 5 anos, ou mais frequente se se observarem alterações significativas do mercado; no primeiro período de 5 anos utilizar o valor de aquisição</p>
<p>Empréstimos de valores e depósitos</p>	<p>valor nominal</p>

Fonte: Normativo de Valorimetria

Anexo V.B – Fundamentação do ponto V.II.3

De:

Enviado: quarta-feira, 1 de Abril de 2009 18:30

Para:

Cc:

Assunto: Informação para Tribunal de Contas - 1ª requisição e questões adicionais

Caro,

Relativamente à 1ª requisição:

- Relatórios relativos aos testes de capacidade de detenção até à maturidade exigidos pelo artigo 11º do normativo de valorimetria (2006 e 2007)

[Ver ficheiro em anexo, relativo aos estudos de projecção da conta da Seg. Social de 2001, fornecidos pela DGEP/MTSS](#)

- Relatórios relativos à definição e fundamentação dos critérios e modelos utilizados para determinação do justo valor a que se refere o artigo 12º do normativo de valorimetria (2006 a 2008)

Não foram valorizados quaisquer títulos com base em modelos internos (os títulos foram sempre valorizados a partir de contribuições externas), pelo que os relatórios não existem

Relativamente às outras 2 solicitações:

- Actas do Consultivo até 2004 inclusive

[Já foram disponibilizadas](#)

- Ofícios dirigidos à Tutela sobre a nomeação do fiscal único e das personalidades independentes que integram o Consultivo

[Ainda não disponho de elementos para vos fornecer](#)

Cumprimentos,

IGFC - Direcção de Apoio à Gestão

VI. GLOSSÁRIO

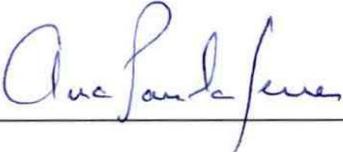
Altman Z Score	Medida da probabilidade de falência de empresas
Beta	Medida de risco sistemático da classe de rendimento variável.
Custo amortizado	Quantia pela qual o activo financeiro ou o passivo financeiro é mensurado no reconhecimento inicial menos os reembolsos de capital, mais ou menos a amortização cumulativa usando o método do juro efectivo de qualquer diferença entre essa quantia inicial e a quantia na maturidade, e menos qualquer redução (directamente ou por meio do uso de uma conta de abatimento) quanto à imparidade ou incobrabilidade.
<i>Duration</i>	Medida de risco de taxa de juro da classe de rendimento fixo.
ETF	<i>Exchange Traded Fund</i>
Excess return	Diferencial de retorno da carteira face ao <i>benchmark</i>
FEI	Fundo Especial de Investimento - fundo com maior liberdade na definição e prossecução das suas políticas de investimento em valores mobiliários, instrumentos financeiros derivados e liquidez, prevendo-se igualmente a possibilidade de investimento em activos diferentes destes, reunidos que estejam determinados requisitos.
Fundo de Fundos	Fundo que investe os seus capitais exclusivamente noutros fundos de investimento.
FII	Fundo de Investimento Imobiliário - fundo que investe primordialmente em valores imóveis de raiz ou em valores mobiliários de sociedades cujo objecto específico seja a transacção, mediação, desenvolvimento ou exploração imobiliária. Um fundo <i>harmonizado</i> é um fundo de investimento que, embora possa encontrar-se autorizado e constituído pela respectiva autoridade de supervisão, não respeita os requisitos definidos pela Directiva Comunitária n.º 85/611/CEE de 20 de Dezembro, alterada pelas Directivas 107/2001/CE e 108/2001/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Janeiro de 2002. Um fundo <i>não harmonizado</i> , embora possa encontrar-se autorizado e constituído pela respectiva autoridade de supervisão, não respeita os requisitos definidos pela Directiva referida.

FIM	Fundo de Investimento Mobiliário - fundo que investe em valores mobiliários.
Fundo <i>Off-Shore</i> :	Fundo de investimento domiciliado fora do espaço da União Europeia, em jurisdições com regimes fiscais, legais e regulamentares muito menos exigentes e ausência de supervisão.
Imparidade	Uma perda por imparidade é a quantia pela qual a quantia escriturada de um activo excede a sua quantia recuperável.
Justo Valor	Quantia pela qual um activo poderia ser trocado, ou um passivo liquidado, entre partes conhecedoras e dispostas a isso numa transacção em que não exista relacionamento entre elas.
Medida de Sharpe	Mede o prémio de risco por unidade de risco total (desvio padrão da rendibilidade)
Mercado activo	Mercado no qual se verifiquem todas as condições seguintes: a) sejam homogéneos os elementos negociados adentro do mercado; b) compradores e vendedores dispostos a negociar podem ser encontrados em qualquer momento; e c) os preços estão disponíveis ao público.
MTD	<i>Month-to-date</i>
NAV	<i>Net Asset Value</i>
Prémio de risco	Diferença entre a rendibilidade da carteira e a taxa de juro sem risco
Quantia escriturada	A quantia pela qual um activo está reconhecido após dedução de qualquer depreciação acumulada e perdas por imparidade acumuladas.
Quantia recuperável	O valor mais elevado entre o preço de venda líquido de um activo e o seu valor de uso.
REIT	<i>Real Estate Investment Trust</i> - um fundo que compra, arrenda, desenvolve, gere e vende bens imobiliários. O <i>REIT</i> permite ao investidor investir num portfolio imobiliário gerido de forma profissional. Este activo apresenta uma liquidez elevada uma vez que é tipicamente transaccionado em bolsa.
Risco de crédito	O risco de que um participante de um instrumento financeiro não venha a cumprir uma obrigação, provocando deste modo uma perda financeira para o outro participante.

Risco de câmbio	O risco de que o justo valor ou os fluxos de caixa futuros de um instrumento financeiro venham a flutuar devido a alterações nas taxas de câmbio.
Risco de taxa de juro	O risco de que o justo valor ou o fluxo de caixa futuro de um instrumento financeiro venha a flutuar devido a alterações nas taxas de juro do mercado.
Risco de liquidez	O risco de que uma entidade venha a encontrar dificuldades para satisfazer obrigações associadas a passivos financeiros.
Risco de mercado	O risco de que o justo valor ou os fluxos de caixa futuros de um instrumento financeiro venham a flutuar devido a alterações nos preços de mercado. O risco de mercado engloba três tipos de risco: risco de moeda, risco de taxa de juro e outros riscos de preço.
Taxa de juro efectiva	Taxa que desconta exactamente os pagamentos ou recebimentos de caixa futuros estimados durante a vida esperada do instrumento financeiro ou, quando apropriado, um período mais curto na quantia escriturada líquida do activo financeiro ou do passivo financeiro.
TIR	Taxa Interna de Rendibilidade; Rendibilidade efectiva
<i>Tracking error</i>	Medida de quão proximamente o fundo replica o seu benchmark e é medido pelo desvio padrão das diferenças entre a rendibilidade do fundo e a rendibilidade do benchmark
TWR	<i>Time Weighted Return</i> ; Rendibilidade média geométrica
VaR	<i>Value at Risk</i> – Indica a máxima perda esperada para um determinado horizonte temporal com um determinado nível de confiança.
WTD	<i>Week to Date</i>
YTD	<i>Year to Date</i>

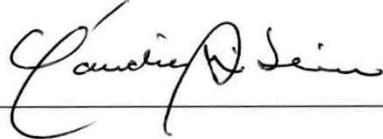
Porto, 13 de Setembro de 2010

A Equipa de Auditoria Externa



Prof. Doutora Ana Paula Serra

FEP



Prof. Doutora Cláudia Ribeiro

FEP