

FÁBIO PAVANELLI FREDERICO

**APLICAÇÃO DO MÉTODO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO EM
UMA SOCIEDADE DE ARRENDAMENTO MERCANTIL**

Monografia apresentada ao PECE | Programa de Educação Continuada, da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, como pré-requisito para conclusão do MBA | Engenharia Financeira, orientada pelo Prof. Rodrigo Barros.

São Paulo

2016

MBA/EF
2016
F872a

M2016U



Escola Politécnica - EPEL



31500014459

[2835807]

Fábio Pavanelli Frederico

**APLICAÇÃO DO MÉTODO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO EM
UMA SOCIEDADE DE ARRENDAMENTO MERCANTIL**

Monografia apresentada ao PECE | Programa de Educação Continuada, da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, como pré-requisito para conclusão do MBA | Engenharia Financeira, orientada pelo Prof. Rodrigo Barros.

DATA: 20/02/2017

Orientador: Prof. Rodrigo Barros	Nota
Convidado 1: Prof. Roberto Moura Salles	Nota
Convidado 2: Prof. Oswaldo Luiz do Valle Costa	Nota

DEDICATÓRIA

À minha família, que sempre me incentivou para a realização dos meus ideais encorajando-me a enfrentar todos os desafios da vida.

RESUMO

Este estudo procura apresentar que, dentro do acirrado ambiente de negócios no qual as organizações estão inseridas, a capacidade de estimar o valor dos ativos através da aplicação baseada em fundamentos de metodologias sólidas é fundamental para as finanças corporativas. Neste sentido apresenta-se este estudo como objetivo principal a aplicabilidade, utilizando-se do método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD), para determinar o valor de uma Sociedade de Arrendamento Mercantil. Para seu desenvolvimento, o estudo evidencia a fundamentação teórica do objetivo principal de Finanças Corporativas – a maximização do valor da empresa – e de sua base acadêmica: a Contabilidade e a Administração Financeira. Para tal, foi utilizada a metodologia bibliográfica, sustentada a partir de fontes secundárias de material já publicado, de caráter exploratório, proporcionando maior familiaridade com o problema, abordando-o qualitativamente a partir do estudo de caso. O estudo é aplicado na organização Societe Generale Equipment Finance S.A. – Arrendamento Mercantil, por apresentar grau de acessibilidade as informações suficientes para uma avaliação de empresa baseada em fundamentos sólidos, com número teóricos. Como resultado final são apresentadas as etapas da aplicação da metodologia teórica na prática e demonstrado o valor da organização fundamentado no método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD).

Palavras-chave: Administração Financeira, Avaliação de Empresas, Contabilidade, Finanças Corporativas, Fluxo de Caixa Descontado (FCD).

ABSTRACT

This research proposes to present that in the competitive business environment which organizations are inserted, the capacity to properly estimate an asset value through solid principles and approaches is fundamental for a decision making in corporate finance. Giving this rational, the aim of this research is to apply the Discounted Cash Flow (DCF) methodology to estimate the value of a Leasing Organization. For its development, this research demonstrates the theoretical basis of Corporate Finance principles – the organization value maximization – and of its academic backgrounds: the Accounting and the Finance Administration. The research was based on a bibliographical research methodology, consisting on secondary sources of published materials, an exploratory study providing a greater familiarity within the problem, approaching it qualitatively through a case study. The case study is applied on Societe Generale Equipment Finance S.A. – Arrendamento Mercantil due to present enough accessibility to information for a well-structured valuation process, using theoretical figures. As final result are presented the organization value and the stages to apply the Discounted Cash Flow (DCF) methodology in a process of valuation.

Key words: Finance Administration, Valuation, Accounting, Corporate Finance, Discounted Cash Flow (DCF).

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Estruturação de Pesquisa: Capítulo I	13
Figura 2 – Estruturação de Pesquisa: Capítulo II e III	13
Figura 3 – Finanças Corporativas: Primeiros Princípios	21
Figura 4 – Avaliação Empresarial	32
Figura 5 – Avaliação Patrimonial	33
Figura 6 – Fluxo de Caixa Operacional Disponível	34
Figura 7 – Perigo e Oportunidade	35

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – PROJEÇÕES DE MERCADO	41
TABELA 2 – INVESTIMENTOS EM CAPITAL FIXO	41
TABELA 3 – VAR. DE CAPITAL DE GIRO (ATIVO CIRCULANTE)	42
TABELA 4 – VAR. DE CAPITAL DE GIRO (PASSIVO CIRCULANTE)	42
TABELA 5 – VARIAÇÕES DE CAPITAL DE GIRO	42
TABELA 6 – FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL DISPONÍVEL (FCOD)	43
TABELA 7 – TAXA DE DESCONTO	45
TABELA 8 – VALOR DA EMPRESA	48

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CAPEX:	<i>Capital Expenditure</i>
CAPM:	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CDI:	Certificados de Depósitos Interbancários
CMPC:	Custo Médio Ponderado de Capital
CPC:	Comissão de Pronunciamentos Contábeis
DCF:	<i>Discounted Cash Flow</i>
DFC:	Demonstração dos Fluxos de Caixa
FCD:	Fluxo de Caixa Descontado
FCFE:	<i>Free Cash Flow to Equity</i>
FCFF:	<i>Free Cash Flow to the Firm</i>
FCOD:	Fluxo de Caixa Operacional Disponível
FOCF:	<i>Free Operating Cash Flow</i>
IFRS:	<i>International Financial Reports Standards</i>
PDD:	Provisão para Devedores Duvidosos
PIB:	Produto Interno Bruto
PL:	Patrimônio Líquido
ROI:	<i>Return On Investment</i>
SELIC:	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
WACC:	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	10
1. FINANÇAS CORPORATIVAS	14
1.1 CONTABILIDADE.....	14
1.2 ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA	17
1.3 DECISÃO PARA A MAXIMIZAÇÃO DO VALOR.....	19
1.4 PRINCÍPIOS PARA A MAXIMIZAÇÃO DO VALOR	20
1.5 DESTAQUE PARA O FLUXO DE CAIXA NA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	23
2. A AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	25
2.1 DEFININDO A AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	25
2.2 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	26
2.3 O VIÉS, A INCERTEZA E A COMPLEXIDADE.....	28
2.4 BASE DA ABORDAGEM	30
2.5 MODELOS DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	31
2.6 TAXAS DE DESCONTO.....	34
2.7 CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL - CMPC	35
2.8 CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO	36
2.9 CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIRO	37
2.10 HORIZONTE DO TEMPO	38
3. ESTUDO DE CASO	40
3.1 APRESENTAÇÃO DA EMPRESA.....	40
3.2 APLICAÇÃO DA AVALIAÇÃO DE EMPRESA	40
4. CONSIDERAÇÕES FINAIS	49
BIBLIOGRAFIA	51
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	53

INTRODUÇÃO

No desafiador ambiente de negócios, a capacidade de estimar corretamente o valor dos ativos de uma empresa é fundamental tanto para profissionais internos de uma organização como para profissionais externos. De fato, todas as decisões na abordagem de Finanças Corporativas estão relacionadas ao objetivo principal de criação de valor da empresa, de tal maneira a promover a maximização da riqueza de seus proprietários.

A definição do valor de uma empresa e o que determina esse valor exige uma estrutura de estudo complexa e aplicável de forma individual para fundamentar a tomada de decisões, coerência e rigor conceituais na formulação do modelo de cálculo – na opção por investimentos, financiamentos e dividendos ao se administrar uma empresa, na definição do preço a se pagar ou a receber em uma aquisição, fusão ou incorporação e também, na simples e pura avaliação da qualidade da gestão de uma empresa.

Para tanto, existem várias metodologias e técnicas para mensurar o valor de uma empresa, quer seja pelo seu desempenho econômico e financeiro, quer seja através de variáveis subjetivas existentes no ramo de negócio. De maneira geral, não há como prescindir de certa dose de subjetividade na definição do valor de uma empresa, principalmente por se tratar de uma metodologia que se baseia em resultados esperados obtidos do comportamento do mercado. É importante esclarecer que os modelos de avaliação não são alternativos e sim complementares. A discussão sobre os modelos ideais de avaliação de empresas, baseada em critérios objetivos ou subjetivos, exige do profissional a escolha de uma abordagem passível de sustentação.

Segundo Damodaran, Aswath (2007, p. 443)¹, o problema em avaliação não é a insuficiência de modelos para se avaliar um ativo, mas sim o excesso. A escolha do modelo a ser aplicado em uma avaliação é tão crucial para se chegar a um valor razoável quanto a compreensão de como usar o modelo. E ressalta, (2007, p. 06), a abordagem mais comum nas salas de aula e a que apresenta-se com as melhores referências teóricas é a avaliação pelo fluxo de caixa descontado. Assaf Neto (2012, p. 685) também destaca o método de fluxo de caixa descontado:

¹ Aswath Damodaran é Professor de Finanças na New York University, Ph.D e M.B.A (*Master Of Business Administration*) pela University Of California Los Angeles (UCLA), B.Com (*Bachelor Of Commerce*) em Contabilidade pela University Of Madras e MSM (*Master Of Science in Management*) pela Indian Institute of Management Bangalore (IIMB).

A definição do valor de uma empresa é uma tarefa complexa, exigindo coerência e rigor conceituais na formação do modelo de cálculo. [...] Existem diversos modelos de avaliação, embutindo todos eles certos pressupostos e níveis variados de subjetividade. [...] Pelo maior rigor conceitual e coerência com a moderna teoria de Finanças, a prioridade é dada aos modelos de avaliação baseados no Fluxo de Caixa Descontado (FCD). [...] A metodologia de avaliação de uma empresa exige o domínio de conceitos teóricos de finanças, de suas técnicas e procedimentos e dos inúmeros fatores que condicionam o valor da empresa.

As grandes evoluções do mundo contemporâneo foram incorporadas, como em praticamente toda a ciência, às finanças corporativas e a crescente complexidade do mundo dos negócios determinou, que o responsável pela área financeira desensolvesse uma visão integrada da empresa. Para sustentar esta visão integrada, os fundamentos acadêmicos necessários estão diretamente ligados a Contabilidade e a Administração, que por sua vez, são as bases para a tomada de decisão em Finanças Corporativas. Conforme explica Assaf Neto (2012, p. 04) a seguir:

O processo de tomada de decisões reflete a essência do conceito de Administração. Reconhecidamente, administrar é decidir, e a continuidade de qualquer negócio depende da qualidade das decisões tomadas por seus administradores nos vários níveis organizacionais. E essas decisões, por sua vez, são tomadas com base em dados e informações viabilizadas pela Contabilidade, levantados do comportamento do mercado e do desempenho interno da empresa.

A aplicação do método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD), dentro das metodologias de Avaliação de Empresas, tem por essência ramificações advindas das Finanças Corporativas pois, em sua formulação, exige fundamentalmente do analista conhecimentos suficientes para tomada de decisão envolvendo o dinamismo da Contabilidade e da Administração.

Justificativa:

Na prática, os métodos de avaliação de empresas são utilizados para avaliar um investimento, na dissolução de sociedades, alteração na estrutura societária, formação de *joint venture*, fusões e aquisições, expansão de negócios, *benchmark* para comparação de empresas

de um mesmo setor, reconhecimento do investidor sobre o Goodwill para amortização de ágio e deságio, previsão de valorização de um negócio ainda em fase de projeto, entre outros.

Além disso, a avaliação de empresa é uma metodologia que pode ser usada no processo de avaliação do desempenho empresarial, em uma perspectiva de finanças corporativas, pois esta é uma atividade relacionada com a necessidade de controle da eficiência e da eficácia organizacional. De fato, avaliar uma empresa significa controlar o desempenho e os impactos que as iniciativas ou negligências administrativas afetam, de forma direta ou indiretamente, as organizações – tendo assim suporte baseado em uma metodologia aplicada de forma única e individual para a tomada de decisão.

Formulação do problema de pesquisa:

Para estimar o valor de uma organização, baseada em fundamentos sólidos, como aplicar o método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) em uma Sociedade de Arrendamento Mercantil?

Objetivo geral e específico:

A aplicação do método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) na avaliação de empresa para determinar o valor de uma organização será classificada como o objetivo geral deste trabalho e especificamente, demonstrar as etapas desta metodologia em uma Sociedade de Arrendamento Mercantil.

Metodologia:

A metodologia bibliográfica será sustentada a partir de fontes secundárias, de material já publicado. Com objetivo exploratório, proporcionando maior familiaridade com o problema, abordando-o qualitativamente a partir do estudo de caso.

Estruturação de pesquisa:

A presente pesquisa é dividida em três partes sequenciais. No primeiro capítulo é conceituada as Finanças Corporativas, tendo por base acadêmica o conjunto de conhecimentos e técnicas da Contabilidade e da Administração de Empresas ou,

especificamente da Administração Financeira; em seguida, é definido o objetivo de Finanças Corporativas: a Maximização do Valor da Empresa; abordando os princípios básicos de Finanças Corporativas; e, deste modo, elaborando a ligação da importância da tomada decisão para a Maximização do Valor da Empresa e, então, definindo como estimar o Valor da Empresa.



Figura 1 – Estruturação de Pesquisa: Capítulo I

No segundo capítulo é apresentada a avaliação de empresas pelo método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) quanto às suas abordagens. Como resultado final, no terceiro capítulo, será demonstrado a aplicação do método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) para determinação do valor de uma Sociedade de Arrendamento Mercantil.

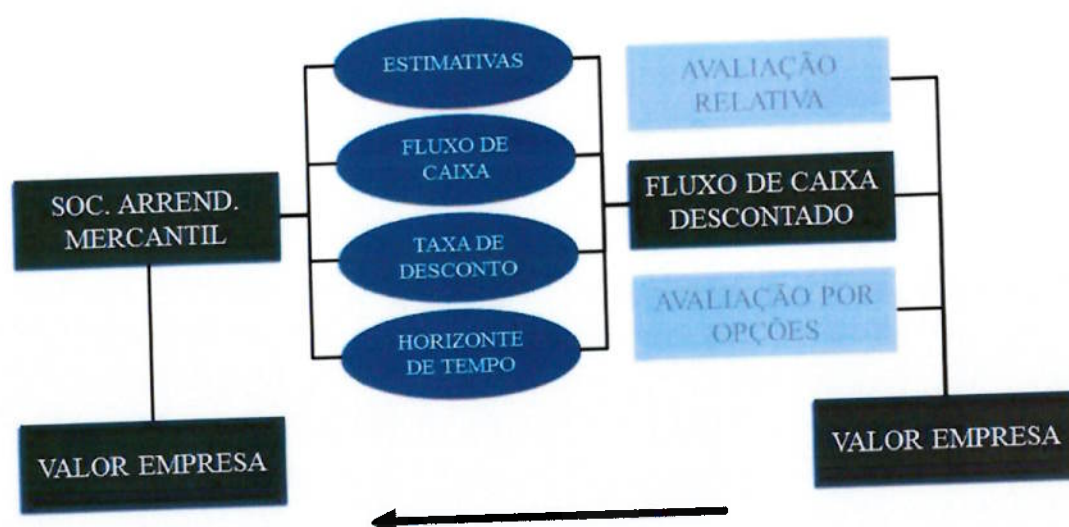


Figura 2 – Estruturação de Pesquisa: Capítulo II e III

1. FINANÇAS CORPORATIVAS

Neste capítulo será abordado as bases de Finanças Corporativas – a Contabilidade e a Administração – e seu objetivo de Maximização do Valor da Empresa. Para isso é definido o conceito destas bases com resguardo em fatos importantes na história que contribuíram para a evolução da Contabilidade e da Administração e, é estabelecida uma conexão com o objetivo de Finanças Corporativas em seus princípios e tomada de decisão para a Maximização do Valor da Empresa.

1.1 CONTABILIDADE

A contabilidade, de uma forma ampla, é definida como uma ciência social que tem como objeto de estudo e análise do patrimônio das entidades, seus fenômenos e variações, tanto no aspecto quantitativo quanto no aspecto qualitativo, registrando os fatos e atos de natureza econômico-financeira que o afetam e estudando suas consequências na dinâmica financeira da empresa.

Sabe-se que, inicialmente, o surgimento da Contabilidade foi advindo da necessidade do homem em controlar o seu patrimônio, analisando a evolução de seu rebanho – entre outras palavras – a evolução de sua riqueza. O homem é um ser social ao construir seu cotidiano baseado em suas necessidades em busca da satisfação, adaptando-o, inovando-o e promovendo a evolução (RIOS, 1996). Assim, a contabilidade é uma ciência social ao sofrer as interações do homem na sociedade ao quantificar e mensurar seu patrimônio. Marion (2009, p. 32) relata: “Costuma-se dizer que a Contabilidade é tão antiga quanto a origem do homem.”:

Se abriremos a Bíblia em seu primeiro livro, Gênesis, entre outras passagens que sugerem a Contabilidade, observamos uma “competição” no crescimento da riqueza (rebanho de ovelhas) entre Jacó e seu sogro Labão ($\pm$ 4.000 a.C.). Se a riqueza de Jacó crescia mais do que a de Labão, para reconhecer esse fato era necessário um controle quantitativo, por mais rudimentar que fosse. O livro de Jó é considerado o mais antigo da Bíblia. Já no início deste livro há uma descrição exata da riqueza de Jó, nos mínimos detalhes. Isso mostra que Jó, considerado na época o homem mais rico do Oriente, tinha um excelente contador.

De forma rudimentar o homem passou a controlar seu patrimônio através de cuneiformes em cerâmicas que relatavam as transações entre egípcios e babilônios, destacando-se pagamentos de salários e impostos ($\pm$ 3.000 a.C.). Seguindo a evolução, a Contabilidade é consolidada entre os séculos XIII e XVI d.C. – período conhecido com o comércio com as Índias, a burguesia, o período do renascimento, as práticas do mercantilismo, entre outros – pelo trabalho publicado em 1494 pelo monge franciscano e matemático Luca Bartolomeo de Pacioli, em Veneza, na Itália: *Summa de Arithmetica, Geometria proportioni et propornalità*; em um dos capítulos deste trabalho surge a descrição do método de partidas dobradas. No século XVIII, a Revolução Industrial constituiu em um conjunto de mudanças tecnológicas com profundo impacto em nível econômico e social. Na contabilidade, o impacto deste período é descrito por Martins (2003, p. 20):

Com o advento das indústrias, tornou-se mais complexa a função do contador que, para levantamento do balanço e apuração do resultado, não dispõe agora tão facilmente dos dados para poder atribuir valor aos estoques; seu valor de compras na empresa comercial estava agora substituído por uma série de valores pagos pelos fatores de produção utilizados.

Ao longo do tempo surgiram diversos pensamentos contábeis, cada corrente doutrinária originou uma escola do pensamento contábil que, por sua vez, contribuiu ao desenvolvimento da Contabilidade, dentre elas destacam-se: a Escola Contista, no século XV, com Luca Bartolomeo de Pacioli – defendia a preocupação com o processo de escrituração de partidas dobradas através do uso de contas; a Escola Administrativa, no século XIX, com Francesco Villa – nesta doutrina a Contabilidade não é apenas um registro estático dos fatos mas um conjunto de conhecimentos administrativos da entidade; a Escola Norte-Americana, no século XX – de fato umas das mais importantes ao estabelecer a Contabilidade como a fonte de informação para a tomada de decisão.

Durante as décadas de 1920 e 1930, período de acontecimentos importantes para o desenvolvimento e consolidação da contabilidade como veremos a seguir, Peter Drucker (2006, p. 186) destaca a evolução da Contabilidade ao relatar: “A contabilidade se transformou de processo de escrituração de livros em processo de análise e controle.”.

Fatos posteriores como a Grande Depressão, ou Crise de 1929, o crescimento do mercado de capitais e, conseqüentemente, da Auditoria, a globalização – originada pelo desenvolvimento dos mercados financeiros em um plano internacional e a preocupação

central em tornar a Contabilidade útil para a tomada de decisão foram, entre outros fatos, fatores que contribuíram para a consolidação das normas internacionais de contabilidade: o *International Financial Reporting Standards* (IFRS); seu objetivo é consolidar as informações sobre a situação econômica e financeira da entidade, de forma inteligível, transparente, confiável e comparável, a fim de ser útil a usuários internos (gerentes, diretores, administradores, funcionários em geral) ou externos a empresa (acionistas, instituições financeiras, fornecedores, governo, sindicatos), de forma globalizada, em suas tomadas de decisão.

De fato, a contabilidade evoluiu historicamente e tornou-se um conhecimento indispensável ao administrador financeiro ao fornecer as informações da situação econômica e financeira da organização. Para Drucker (1998, p. 25) “(...) a contabilidade é um instrumento eficaz de extrema importância para qualquer empresa independente do ramo de atuação, do tamanho da empresa ou da região”. Sobre a Contabilidade, Marion (2009, p. 26) afirma:

A Contabilidade é a linguagem dos negócios. Mede os resultados das empresas, avalia o desempenho dos negócios, dando diretrizes para tomadas de decisões. [...] Vivemos um momento em que ‘aplicar os recursos escassos disponíveis com a máxima eficiência’ tornou-se, dadas as dificuldades econômicas (concorrência etc.), uma tarefa nada fácil. A experiência e o *feeling* do administrador não são mais fatores decisivos no quadro atual; exige-se um elenco de informações reais, que norteiem tais decisões. E essas informações estão contidas nos relatórios elaborados pela Contabilidade. Não se podem tomar decisões sobre produção, *marketing*, investimentos, financiamento, custos etc. sem Contabilidade.

A contabilidade evoluiu de tal maneira que a vemos, na prática, como ferramenta de fornecimento de informações estruturadas de natureza econômica, financeira e de produtividade aos usuários internos e externos da organização. E ainda, vemos que a contabilidade não fornece dados e informações dispersas para suprir as solicitações de usuários imediatos, mas sim fornece dados e informações de uma forma estruturada – segundo metodologias estabelecidas – dentro de um planejamento contábil com parâmetros periodicamente revistos, em paralelo com fatores externos e internos a organização.

1.2 ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA

Em consonância destacamos a Administração de Empresas, a qual é uma área do conhecimento fundamentada em um conjunto de princípios, normas e funções elaboradas para disciplinar os fatores de produção de bens ou serviços, visando a maximização de lucros. Do ponto de vista da prática profissional, o administrador de empresas é aquele que atua como encarregado da gestão de uma empresa (privada, estatal ou de economia mista) ou de uma subunidade desta. Neste sentido, o profissional tem como principal função planejar, organizar e gerenciar o uso dos recursos pessoais e financeiros de uma organização. E, de uma forma ampla, o administrador acompanha o andamento das atividades e toma decisões relacionadas à estratégia da empresa.

A administração também passou por diversas correntes ou abordagens para se consolidar na atual definição, assim como a Contabilidade, dentre elas destacam-se: Frederick Winslow Taylor – publicou a obra *Princípios da Administração Científica*, em 1911, em que caracteriza-se basicamente pela ênfase nas tarefas, objetivando o aumento da eficiência ao nível operacional; Henry Ford – idealizador do Fordismo, em 1913, corrente baseada em inovações técnicas e organizacionais que se articulam tendo em vista, de um lado a produção em massa e, do outro, o consumo em massa; Jules Henri Fayol – fundador da Teoria Clássica da Administração, na década de 1910, caracterizada pela ênfase na estrutura organizacional, pelo olhar sobre todas as esferas da organização; Neste período, até a década de 1940, observa-se um enfoque de caráter mais administrativo, voltado em aspectos internos, com base no aperfeiçoamento e no desenvolvimento da estrutura organizacional como suporte para as corporações. A partir da década de 1950, as finanças voltaram a enfocar as empresas em seus aspectos externos devido a Teoria Geral de Keynes, por John Maynard Keynes, a qual centralizava o investimento agregado como preocupação das corporações. “Nesse contexto, as finanças corporativas passaram a preocupar-se tanto com a alocação mais eficiente de recursos, como com a seleção mais adequada de suas fontes de financiamento.” (ASSAF NETO, 2012, p. 05).

Desde então diversos fatores levaram ao surgimento de modelos de finanças corporativas. E hoje, o papel do administrador de empresas como administrador financeiro, o qual, de acordo com Sanvicente (1977, p. 10), é um profissional preocupado com a obtenção, a análise e o controle dos recursos financeiros e dos resultados econômicos da empresa ou de uma de suas atividades; acompanha de perto o comportamento das entradas e saídas do fluxo de caixa das atividades; é responsável pela elaboração, controle e análise dos dados

financeiros, em conjunto com a contabilidade; elabora relatórios gerenciais e projeções financeiras de suporte à tomada de decisões. A preocupação do administrador financeiro está em planejar, organizar, executar e controlar ações acerca dos recursos financeiros para o desenvolvimento das atividades da empresa. E seu objetivo, conforme Sanvicente (1977, p. 10), é o mesmo da administração financeira: a máxima rentabilidade sobre os investimentos da empresa, sem comprometer sua liquidez – a liquidez se refere a velocidade e a facilidade com as quais um ativo pode ser convertido em caixa.

De maneira geral, as finanças corporativas baseiam-se na resposta a essas perguntas fundamentais e o administrador financeiro é o responsável em responder a essas três questões. “Todas as decisões no âmbito de Finanças Corporativas encontram-se vinculadas ao objetivo básico de criação de valor da empresa, de maneira a promover a maximização da riqueza de seus acionistas.” (ASSAF NETO, 2012, p. 685). Este objetivo é consequência de duas grandes tomadas de decisão que toda empresa lida de maneira contínua e inevitável, definindo sua estabilidade financeira e atratividade econômica – promovendo sua continuidade e valorização: a aplicação dos recursos (decisões de investimento) e a captação destes recursos (decisões de financiamento). E o retorno destes investimentos realizados, no mínimo, devem satisfazer as expectativas de remuneração dos credores e acionistas, de tal maneira a viabilizar economicamente a empresa. Dentro do ambiente empresarial, de acordo com Assaf Neto (2012, p. 11), a administração financeira volta-se basicamente para as seguintes funções:

1. Planejamento Financeiro: o qual procura evidenciar as necessidades de expansão da empresa, assim como identificar eventuais desajustes futuros. Por meio do planejamento, ainda, é possível ao administrador financeiro selecionar, com maior margem de segurança, os ativos mais rentáveis e condizentes com os negócios da empresa, de forma a estabelecer mais satisfatória rentabilidade sobre os investimentos.
2. Controle Financeiro: o qual se dedica a acompanhar e avaliar todo o desempenho financeiro da empresa. Análises de desvios que venham a ocorrer entre os resultados previstos e realizados, assim como propostas de medidas corretivas necessárias, são algumas das funções básicas da controladoria financeira.
3. Administração de Ativos: que deve perseguir a melhor estrutura, em termos de risco e retorno, dos investimentos empresariais, e proceder a um gerenciamento eficiente de seus valores. A administração dos ativos acompanha também as defasagens que podem ocorrer

entre as entradas e saídas de dinheiro de caixa, o que é geralmente associado a gestão do capital de giro.

4. Administração de Passivos: que se volta para a aquisição de fundos (financiamento) e o gerenciamento de sua composição, procurando definir a estrutura mais adequada em termos de liquidez, redução de seus custos e risco financeiro.

Ao longo do tempo, percebemos que a Administração acompanha o desenvolvimento das organizações através dos diversos acontecimentos que impactam de forma direta ou indireta este fundamento. É possível observar que, apesar de suas diversas correntes ou doutrinas adotadas durante seu desenvolvimento, o objetivo de maximizar o valor da empresa sempre esteve intrinsecamente ligado aos fundamentos básicos da Administração: planejar, organizar, executar e controlar.

1.3 DECISÃO PARA A MAXIMIZAÇÃO DO VALOR

No momento em que os conhecimentos e abordagens da Administração Financeira e da Contabilidade se fazem necessários, surge a necessidade da tomada de decisão. Conforme afirma Assaf Neto (2012, p. 03) a seguir, a tomada decisão está ligada a essência da Administração, viabilizada diretamente pela Contabilidade:

O processo de tomada de decisões reflete a essência do conceito de Administração. Reconhecidamente, administrar é decidir, e a continuidade de qualquer negócio depende da qualidade das decisões tomadas por seus administradores nos vários níveis organizacionais. E essas decisões, por sua vez, são tomadas com base em dados e informações viabilizadas pela Contabilidade, levantados do comportamento do mercado e do desempenho interno da empresa.

Conforme Figueiredo e Caggiano (2008, p. 17): “O processo de decisão é uma sequência lógica de etapas que expressam a racionalidade com a qual os gestores buscam soluções ótimas para os problemas da empresa.”. Drucker (2006, p. 35) em seu artigo “A decisão eficaz”, aborda sobre as características dos executivos ao tomarem decisões:

Em vez de tomar inúmeras decisões, os executivos eficazes concentram-se no que é importante. Tentam tomar as poucas decisões importantes no nível mais alto do entendimento conceitual. Procuram localizar o que é invariável em uma situação, pensar no que é estratégico e genérico, em vez de 'resolver problemas'. Portanto, não se sentem excessivamente impressionados pela rapidez na tomada de decisões. Ao contrário, consideram a virtuosidade em manipular um grande número de variáveis um sintoma de reflexão descuidada. Querem saber do que se trata a decisão e que realidades subjacentes ela tem de satisfazer. Querem impacto, em vez de técnica. E desejam ser justos, e não brilhantes. [...] Um executivo eficaz toma essas decisões como um processo sistemático, com elementos claramente definidos e em uma sequência distinta de etapas.

A efetividade de uma organização é relacionada com a qualidade das tomadas de decisão de seus administradores, os quais têm por base os dados e informações fornecidos pela contabilidade que, por sua vez, devem ser combinados com cursos de ação sistemáticos para que determinado objetivo seja alcançado através da tomada de decisão.

1.4 PRINCÍPIOS PARA A MAXIMIZAÇÃO DO VALOR

Toda tomada de decisão em uma organização tem implicações financeiras e qualquer decisão que envolva a utilização de ativos é uma decisão de finanças corporativas. De forma contínua e inevitável, as decisões financeiras são tomadas pelas organizações e, a decisão de investir, uma das mais importantes, envolve todo o processo de identificação, avaliação e seleção das alternativas de aplicações de recursos na expectativa de se auferirem benefícios econômicos futuros e, por não se ter certeza da realização de lucros futuros, esta decisão envolve riscos.

De modo geral, toda tomada de decisão em uma organização está intrinsecamente relacionada às finanças corporativas afinal, toda organização tem que investir seus ativos de maneira sábia, alocando sustentavelmente os recursos para esses investimentos e ainda retornar o capital investido aos investidores.

Ainda segundo Damodaran (s.d.)¹, o objetivo de finanças corporativas é maximizar o valor da organização e os princípios e estrutura básica (Figura 3) que estabelecem as finanças corporativas são três:

¹ Disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>> Acesso em: 14 de Abril de 2013.

- a. o princípio do investimento;
- b. o princípio do financiamento;
- c. o princípio do dividendo:

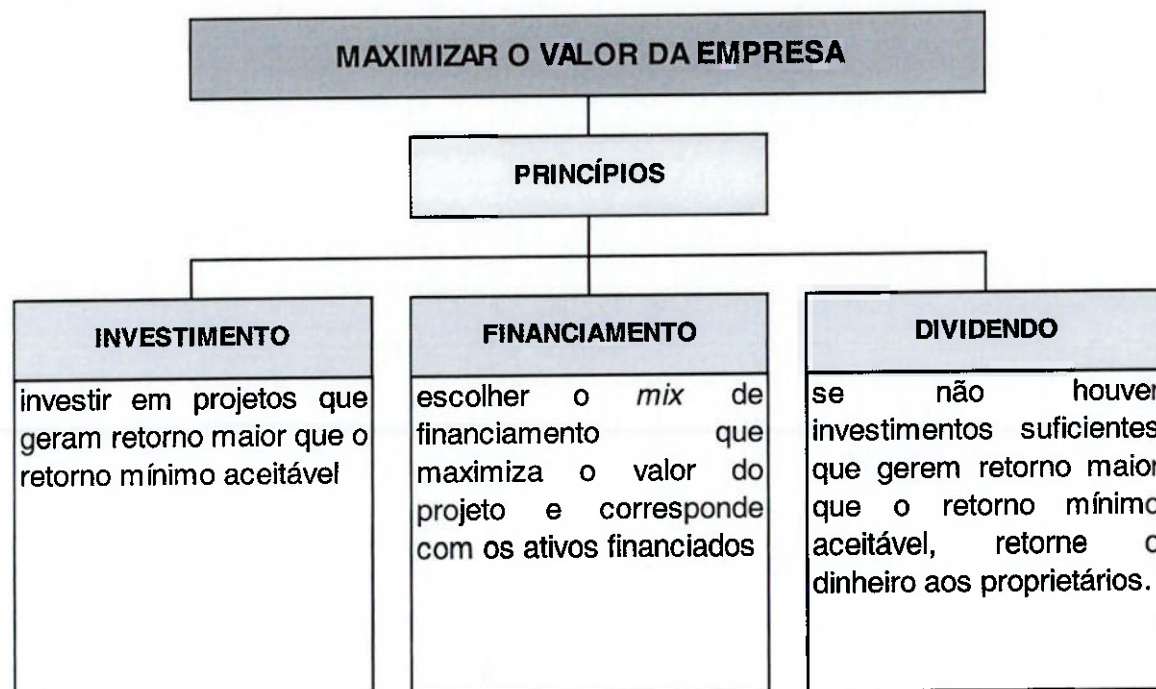


Figura 3 – Finanças Corporativas: Primeiros Princípios.

Adaptado de: Damodaran (s.d.)¹

1. O Princípio do Investimento: especifica simplesmente que as empresas devem investir em ativos somente quando esperam obter um retorno maior do que um retorno mínimo aceitável. Esse retorno mínimo, que denominamos taxa de oportunidade, deve refletir se o dinheiro é obtido de dívida ou patrimônio líquido e que retornos aqueles que investiram o dinheiro poderiam ter obtido em outro lugar, em investimentos similares. Esta é uma decisão que cria valor e, portanto, mostra-se economicamente atraentes quando o retorno esperado da alternativa exceder a taxa de retorno exigida pelos proprietários de capital (credores e acionistas), conforme Assaf Neto (2012, p. 12).

¹ Disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>> Acesso em: 14 de Abril de 2013.

2. O Princípio do Financiamento: postula que o *mix* de dívida e patrimônio líquido escolhido para financiar os investimentos deve maximizar o valor dos investimentos feitos. No contexto da taxa de oportunidade especificada no princípio do investimento, escolher um *mix* de dívida e patrimônio líquido que minimize essa taxa, permite que a empresa faça novos investimentos e aumente o valor de investimentos existentes.

O objetivo central dessa decisão envolve a determinação da melhor estrutura de financiamento da empresa, de maneira a preservar sua capacidade de pagamento e dispor de fundos com custos reduzidos em relação ao retorno que se espera apurar de suas aplicações, segundo Assaf Neto (2012, p. 12).

3. O Princípio do Dividendo: algumas vezes as empresas não conseguem encontrar investimentos que ofereçam o retorno mínimo exigido ou a taxa de oportunidade. Se essa insuficiência persiste, as empresas têm de devolver qualquer caixa que gerarem para os proprietários. É uma decisão que envolve, fundamentalmente, a distribuição de parte dos lucros aos acionistas, ou o custo de oportunidade de manter esses valores retidos, visando lastrear seus negócios, segundo Assaf Neto (2012, p. 12).

Conforme Damodaran (s.d.)¹, um dos argumentos fundamentais de finanças corporativas, é que: “finanças corporativas importa a todos”². As finanças corporativas cobrem todas as decisões tomadas por empresas que afetam suas finanças; em última análise, decisões estratégicas, de *marketing* e propaganda são todas decisões de finanças corporativas. Um segundo argumento fundamental é que: “a melhor maneira de aprender finanças corporativas é aplicar seus modelos e teorias aos problemas reais”³. Apesar da impressionante teoria que têm sido desenvolvida ao passar de poucas décadas, o melhor teste para qualquer teoria é, de fato, a aplicação.

¹ Disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>> Acesso em: 14 de Abril de 2013.

² “Corporate finance matters to everybody.”.

³ “The best way to learn corporate finance is by applying its models and theories to real-world problems.”.

1.5 DESTAQUE PARA O FLUXO DE CAIXA NA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Uma das ferramentas necessárias no processo de avaliação de empresas é a Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC). Ao escrever sobre “As informações de que os executivos realmente precisam”, Drucker (2006, p. 107) afirma sobre a informação básica para os executivos: “O grupo de ferramentas gerenciais de diagnóstico mais antigo e de uso mais difundido é o fluxo de caixa e as projeções de liquidez, além de indicadores comuns [...]”.

Ross et al. (2008, p. 32), define que uma das informações financeiras mais importantes, para o administrador financeiro, que podem ser recolhidas por meio das demonstrações financeiras é, de fato, o fluxo de caixa: “Fluxo de caixa é a diferença entre a quantidade de dinheiro que entrou e a quantidade de dinheiro que saiu.”. De acordo com Assaf Neto (2010, p. 84), a Demonstração dos Fluxos de Caixa permite que se analise, principalmente, a capacidade da empresa em honrar seus compromissos financeiros, gerar resultados de caixa futuros, sua liquidez e solvência financeira. A informação mais importante para se avaliar uma empresa, quanto ao seu momento financeiro, é a Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), e ainda, de acordo com Iudícibus et. al. (2010, p. 567), as informações da DFC, principalmente quando analisadas em conjunto com as demais demonstrações financeiras, podem permitir que os usuários avaliem:

1. a capacidade de a empresa gerar futuros fluxos líquidos positivos de caixa.
2. a capacidade de a empresa honrar seus compromissos, pagar dividendos e retornar empréstimos obtidos.
3. a liquidez, a solvência e a flexibilidade financeira da empresa.
4. a taxa de conversão de lucro em caixa.
5. a *performance* operacional de diferentes empresas, por eliminar os efeitos de distintos tratamentos contábeis para as mesmas transações e eventos.
6. o grau de precisão das estimativas passadas de fluxos futuros de caixa.
7. os efeitos, sobre a posição financeira da empresa, das transações de investimento e de financiamento, etc.

Percebemos que a Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) é uma ferramenta importante para a organização, é gerada pela contabilidade e serve para os administradores tomarem decisões financeiras baseadas nas análises de movimentação de caixa da organização

em determinado período. Com base nestas definições, iremos utilizar adiante análises de tipos de fluxo de caixa para uma avaliação de empresa.

2. A AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Observamos até agora a Contabilidade – como responsável pelo fornecimento de dados e informações econômicos e financeiros de uma organização – a Administração Financeira – como responsável pelo planejamento, por organizar, executar e controlar – as Finanças Corporativas e a tomada de decisão para a Maximização do Valor da Empresa e a importância do Fluxo de Caixa para a Avaliação de Empresas. Agora iremos direcionar estes pontos como bases para o início da Avaliação de Empresas, neste estudo, focada no método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Como referência, existem três tipos de avaliações: a Avaliação Relativa - procura determinar o valor de um ativo em comparação com ativos similares; a Avaliação por Opções – através do modelo de Black-Scholes ou do modelo Binomial; e, a Avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado (FCD), objeto de aplicação deste estudo.

2.1 DEFININDO A AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

A decisão de um investimento, de um ativo, tem em seu objetivo sua própria definição: “[...] é um recurso controlado pela entidade do qual se espera que resultem futuros benefícios econômicos para a entidade.” (COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS - CPC 00, 2011, p. 26). Desta maneira, surge a necessidade de criar metodologias capazes de representar corretamente o valor de um ativo, ou o valor de uma empresa, baseadas em princípios e fundamentos sólidos, para que ambas as partes envolvidas concordem em um valor justo do negócio. A avaliação de empresas é útil em uma ampla quantidade de atividades porém não é um exercício objetivo – qualquer prejulgamento que um analista traga ao processo afetará o valor, abordaremos este ponto adiante – nas finanças corporativas, Damodaran (2007, p. 14) relata:

Há um papel para a avaliação em cada estágio do ciclo de vida de uma empresa. [...] Uma vez estabelecidas, as decisões sobre onde investir, quanto tomar emprestado e quanto retornar aos proprietários serão afetadas pela avaliação. Se o objetivo das finanças corporativas for maximizar o valor da empresa, as inter-relações entre decisões financeiras, estratégias corporativas e valor da empresa têm de ser delineadas. [...] o aumento de valor tem se tornado o mantra dos consultores de administração e CEOs que querem manter felizes os acionistas, e fazer isso corretamente requer uma compreensão dos alavancadores de valor.

Damodaran (2007, p. 01) afirma que o princípio fundamental de um investimento é que o investidor não pague por um ativo mais do que ele vale. Esse princípio pode parecer lógico e óbvio, os cínicos argumentariam que o valor está nos olhos de quem vê, e que qualquer preço pode ser justificado se houver outros investidores dispostos a pagá-lo. Relacionando a subjetividade no processo de avaliação de empresas, diz:

Sempre houve investidores em mercados financeiros argumentando que os preços de mercado são determinados pelas percepções (e equívocos) de compradores e vendedores, e não por algo tão prosaico quanto os fluxos de caixa ou lucros. Concorro com eles sobre a importância das percepções dos investidores, mas discordo, sim, do conceito de que isso é tudo o que importa. [...] Alguns ativos são mais fáceis de avaliar do que os outros, os detalhes da avaliação variam de ativo para ativo e a incerteza associada às estimativas de valor difere conforme o caso, mas os princípios essenciais permanecem os mesmos. [...] Há muitos aspectos da avaliação que são passíveis de controvérsia, mas há um ponto em que não cabe a discórdia: o preço dos ativos não pode ser justificado apenas pelo argumento de que haverá outros investidores dispostos a pagar um preço maior no futuro.

Além disso, a avaliação com princípios e estimativas baseadas em percepções estéticas e emocionais pode não ser sustentada em uma negociação de venda de uma empresa, por exemplo. Segundo Assaf Neto (2012, p. 685), sobre o objetivo da Avaliação de Empresas:

O objetivo da avaliação de uma empresa é o de apurar o *fair value*, ou seja, o seu valor justo. O valor justo pode ser entendido, em forma mais resumida, como o valor presente de todos os benefícios econômicos futuros esperados de caixa, descontados por uma taxa de juros que remunera o custo de oportunidade dos investidores. O *fair value* equivale ao valor de negociação da empresa que pressupõe uma transação livre, sem qualquer influência e interesses, e as partes têm amplo conhecimento do negócio, agindo de forma independente e interessada na transação.

2.2 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Segundo Damodaran (2007, p. 06), em termos gerais, há três abordagens a avaliação. A primeira, a qual é o fundamento desta pesquisa e, na qual sua abordagem “é a mais comum nas salas de aula e apresenta-se com as melhores referências teóricas”, é a avaliação pelo fluxo de caixa descontado – esta metodologia relaciona o valor de um ativo ao valor presente

dos fluxos de caixa futuros previstos desse ativo. A segunda, a avaliação relativa – estima o valor de um ativo analisando a precificação de ativos comparáveis em relação a uma variável comum, como ganhos, fluxos de caixa, valor contábil ou vendas. A terceira, a avaliação por direitos contingentes, utiliza modelos de precificação de opções para medir o valor de ativos que compartilham característica de opção. Conforme afirma Assaf Neto (2012, p. 696) sobre a definição do método de fluxo de caixa descontado:

A avaliação de uma empresa para a Teoria de Finanças volta-se, essencialmente, a seu valor intrínseco, o qual é função dos benefícios econômicos esperados de caixa, do risco associado a esses resultados previstos e da taxa de retorno requerida pelos proprietários de capital e tratada na metodologia de avaliação de empresas pelo custo médio ponderado de capital (WACC), [...]. Na avaliação econômica de investimentos, o método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é o que representa o maior rigor técnico e conceitual para expressar o valor econômico. Esse método de cálculo de valor, [...], está voltado para apuração da riqueza absoluta dos investimentos – valor presente de um fluxo de benefícios econômicos líquidos de caixa esperados no futuro –, estando perfeitamente consistente com o objetivo enunciado das finanças corporativas de maximização do valor da empresa. [...] No processo de avaliação, é importante não somente o levantamento dos fluxos de caixa esperados, mas também a forma como eles se distribuem ao longo do tempo. Os fluxos de caixa considerados na avaliação devem, ainda, ser consistentes com a taxa de desconto aplicada, a qual reflete, no modelo do FCD, o custo de oportunidade dos vários componentes de capital ponderados pela participação relativa de cada um deles no total do financiamento.

De acordo com Damodaran (s.d.)¹ a conexão entre o objetivo e os princípios de finanças corporativas pode ser feita ao reconhecer que o valor de um investimento é o valor presente dos seus fluxos de caixa esperados, descontados a uma taxa que reflita o risco do investimento e a estrutura de financiamento usada para tal. Do outro lado, os investidores formam expectativas sobre os fluxos de caixa esperados observando os fluxos de caixa atuais e a expectativa de crescimento futuro, o qual, por sua vez, depende da qualidade das decisões de investimento (o Princípio do Investimento) da organização e o montante reinvestido de volta na organização (o Princípio do Dividendo). Por sua vez, as decisões de financiamento (o Princípio do Financiamento) afetam o valor da organização através da taxa de desconto e potencializam através do financiamento dos fluxos de caixa esperados.

¹ Disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>> Acesso em: 14 de Abril de 2013.

Segundo Damodaran (2007, p. 01), no processo de avaliação temos que considerar três componentes: o viés que os analistas trazem ao processo, a incerteza que têm de lidar e a complexidade que a tecnologia e o fácil acesso a informação introduziram a avaliação. Baseado nesta definição, iremos abordar esses componentes a seguir.

2.3 O VIÉS, A INCERTEZA E A COMPLEXIDADE

Com frequência, antes de iniciarmos uma Avaliação de Empresas, nossas opiniões sobre determinada empresa são formadas antes de começarmos a inserir números nos modelos que utilizamos. Ao denominarmos viés¹ na Avaliação de Empresas, nos referimos a uma possível tendência do avaliador em utilizar premissas que possam favorecer ou, até mesmo, desfavorecer a avaliação.

Então, faz-se necessário tentar minimizar o impacto do viés das avaliações para que as premissas utilizadas não sofram influências de percepções ou hipóteses otimistas ou pessimistas. Há várias formas de minimizar os efeitos do viés sobre a avaliação, segundo Damodaran (2007, p. 02), dentre elas: “Ser honesto.”; as avaliações seriam muito mais úteis se os analistas revelassem abertamente as suas premissas.

Outro aspecto é a incerteza na Avaliação de Empresas. A incerteza faz parte do processo de avaliação, mesmo que estejamos confiantes em relação as nossas estimativas de valor de um ativo em determinado momento, esse valor muda ao longo do tempo a medida que obtemos novas informações que exercem impacto na avaliação. Segundo Damodaran (2007, p. 03), há três grupos que podem fazer a diferença quanto a incerteza na avaliação:

1. “Incerteza na estimativa.” Mesmo que as nossas fontes de informação sejam impecáveis, temos de converter dados brutos em dados úteis e usá-los em modelos. Qualquer erro ou má avaliação feita em um desses estágios do processo causará erro de estimativa.

¹ Viés. *S. m.* 1. Direção Oblíqua. (Novo Dicionário Aurélio da Língua Portuguesa, p. 1.460);

¹ Oblíquo. *Adj.* 1. Não perpendicular; inclinado; (Novo Dicionário Aurélio da Língua Portuguesa, p. 986);

2. “Incerteza específica da empresa.” O caminho que vislumbramos para uma empresa pode provar-se irrecuperavelmente errado. O desempenho da empresa pode ser muito melhor ou muito pior do que esperamos, e os lucros e os fluxos de caixa resultantes serão muito diferentes das nossas estimativas.
3. “Incerteza macroeconômica.” Mesmo que uma empresa evolua exatamente de acordo com a nossa expectativa, o ambiente macroeconômico pode mudar de maneira imprevisível. As taxas de juros podem subir ou cair, e a economia pode ir muito melhor ou pior que esperamos. Essas mudanças macroeconômicas afetarão o valor.

Em resumo, Damodaran (2007, p. 04), conclui sobre o fator da incerteza na avaliação:

Aperfeiçoar modelos e ter acesso a informações superiores reduzirão a incerteza na estimativa, mas pouco farão para reduzir a exposição ao risco específico da empresa e ao risco macroeconômico. Até o melhor dos modelos estará sujeito a essas incertezas. [...] Em geral, os analistas devem se concentrar em fazer a melhor estimativa a partir de informações específicas sobre a empresa – Por quanto tempo a empresa conseguirá manter o alto crescimento? Quão rápido os lucros aumentarão durante o período? Que tipo de retorno em excesso a empresa obterá? – e evitar incorporar as suas percepções sobre as variáveis macroeconômicas. [...] Mesmo ao final da avaliação mais cuidadosa e detalhada, haverá incerteza quanto aos números finais, impregnados que estão por premissas feitas sobre o futuro da empresa e da economia em que opera. É irreal esperar ou exigir certeza absoluta em avaliações, já que os *inputs* são apenas estimativas.

Por fim, o aspecto da complexidade na Avaliação de Empresas. Nas últimas décadas o acesso a informação está muito mais globalizado com o avanço da tecnologia, as informações partem de mais fontes, além de mais fáceis de acessar e utilizar. Segundo Damodaran (2007, p. 05):

Uma questão fundamental que todos enfrentamos ao fazer avaliações é a que nível de detalhamento decomporemos a avaliação. [...] A dualidade em acrescentar detalhes é simples. Por um lado, mais detalhe dá aos analistas a oportunidade de usar informações específicas para fazer melhores previsões sobre cada um dos itens. Por outro, mais detalhe cria a necessidade de mais *inputs*, com o potencial de erro

inerente a cada um deles, e gera modelos mais complicados. [...] Mais informações não necessariamente levam a melhores avaliações.

De uma maneira geral, devemos tratar a complexidade na Avaliação de Empresas de uma forma simples e objetiva – o excesso de informação deve ser filtrado. Damodaran (2007, p. 06) relaciona a Lei da Parcimônia¹, na física, à avaliação: seremos bem-sucedidos se adotarmos o modelo mais simples possível:

[...] dita a regra de que devemos tentar a explicação mais simples possível a um fenômeno antes de prosseguir a outras mais complexas. Seríamos bem-sucedidos se adotássemos um princípio semelhante na avaliação. Ao avaliar um ativo, queremos usar o modelo mais simples possível.

2.4 BASE DA ABORDAGEM

De acordo com Damodaran (2007, p. 06), ao descrever a base da abordagem de avaliação de empresas pelo fluxo de caixa descontado (em inglês, *Discounted Cash Flow* – DCF):

Na avaliação DCF, começamos com uma proposição simples. O valor de um ativo não é o que alguém percebe como sendo o seu valor, mas sim uma função dos fluxos de caixa previstos para aquele ativo. Simplificando, os ativos com fluxos de caixa altos e previsíveis devem ter valores mais altos do que ativos com fluxos de caixa baixos e voláteis. Na avaliação DCF, estimamos o valor de um ativo como o valor presente dos seus fluxos de caixa.

Nesta abordagem, de forma simples, o valor de um ativo é o valor presente dos fluxos de caixa previstos desse ativo, descontado a uma taxa de desconto que deve representar a função do grau de risco dos fluxos de caixa estimados, com taxas mais altas, para ativos de risco mais elevado e com taxas mais baixas, para ativos de risco mais seguros. Conforme equação a seguir:

¹ Atribuído ao frade franciscano inglês William de Ockham (Século XIV), o princípio afirma que a explicação para qualquer fenômeno deve assumir apenas as premissas estritamente necessárias à explicação do mesmo e eliminar todas as que não causariam qualquer diferença aparente nas predições da hipótese ou teoria.

$$\text{Valor do Ativo} = \frac{E(CF_1)}{(1+r)} + \frac{E(CF_2)}{(1+r)^2} + \frac{E(CF_3)}{(1+r)^3} \dots + \frac{E(CF_n)}{(1+r)^n}$$

onde $E(CF_t)$ = fluxo de caixa previsto no período t

r = taxa de desconto que reflete o risco dos fluxos de caixa estimados

n = vida do ativo

2.5 MODELOS DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

De acordo com Damodaran (2007, p. 55), “Os fluxos de caixa são fundamentais as avaliações de fluxo de caixa descontado” e, existem duas maneiras de abordar a avaliação do fluxo de caixa previsto – “[...] ambos os fluxos de caixa são após cobertura de impostos e após necessidades de reinvestimento, portanto, são livres (para retirada pela empresa).” – e cada uma com seu método de representação da taxa de desconto:

1. Avaliação Empresarial, através dos fluxos de caixa livre para a empresa (em inglês, *Free Cash Flow to the Firm* – FCFF): é o fluxo de caixa acumulado para todos os detentores de direitos na empresa. Uma forma de obtê-lo é estimar os fluxos de caixa antes da dívida e do pagamento de dividendos preferenciais, subtraindo-se do lucro operacional após impostos as necessidades de investimento líquido para sustentar o crescimento.

FCFF = Lucro operacional(1- Alíquota) – (Gastos de capital – Depreciação) – Alteração em capital de giro não monetário

Em termos gerais, a Avaliação Empresarial (Figura 4) baseia-se na avaliação do negócio como um todo, tanto com os ativos instalados quanto os ativos para crescimento. E, a taxa de desconto que reflete o custo composto do financiamento de todas as fontes de capital é chamado de Custo de Capital ou Modelo de Precificação de Ativos (em inglês, *Capital Asset Pricing Model* – CAPM).

ATIVO	PASSIVO
os fluxos de caixa considerados são fluxos de caixa de ativos antes de qualquer pagamento de dívida, mas após a empresa ter reinvestido para criar os ativos para o crescimento.	a taxa de desconto reflete o custo de aumentar tanto o endividamento quanto o financiamento pelo patrimônio, proporcionalmente ao seu uso.
INVESTIMENTOS INSTALADOS	DÍVIDA
INVESTIMENTO PARA CRESCIMENTO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO
o valor presente é o valor da empresa como um todo e reflete o valor de todos os direitos sobre a empresa	

Figura 4 – Avaliação Empresarial

Adaptado de: (DAMODARAN, 2007, p. 07)

2. Avaliação Patrimonial, através dos fluxos de caixa livre para patrimônio líquido (em inglês, *Free Cash Flow to Equity* – FCFE): é o fluxo de caixa excedente depois de atendido os direitos de fluxo de caixa dos investidores não patrimoniais da empresa (juros e os principais pagamentos aos detentores da dívida e dividendos preferenciais) e depois de o suficiente desse fluxo de caixa ter sido reinvestido na empresa, para sustentar o crescimento projetado no fluxo de caixa.

$$\text{FCFE} = \text{Lucro líquido} - (\text{Gastos de capital} - \text{Depreciação}) - \text{Alteração em capital de giro não monetário} + (\text{Nova dívida levantada} - \text{Repagamento de dívida})$$

Em termos gerais, a Avaliação Patrimonial (Figura 5) baseia-se apenas na avaliação do risco patrimonial no negócio. E, a taxa de desconto que reflete apenas o custo de financiamento pelo patrimônio é o Custo do Patrimônio Líquido, obtido através do Custo Médio Ponderado de Capital (em inglês, *Weighted Average Cost of Capital* – WACC).

ATIVO	PASSIVO
os fluxos de caixa considerados são fluxos de caixa de ativos, após pagamentos de dívida e após reinvestimentos necessários para o crescimento futuro.	a taxa de desconto reflete apenas o custo de aumentar o financiamento pelo patrimônio.
INVESTIMENTOS INSTALADOS	DÍVIDA
INVESTIMENTO PARA CRESCIMENTO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO
o valor presente é apenas o valor dos direitos sobre o patrimônio da empresa	

Figura 5 – Avaliação Patrimonial

Adaptado de: (DAMODARAN, 2007, p. 08)

Entre outros aspectos, a abordagem ao fluxo de caixa livre de uma empresa deve-se ter por base o fluxo de caixa operacional disponível (em inglês, *Free Operating Cash Flow* – FOCF) (Figura 4), o qual é o resultado de valores gerados pela atividade operacional e disponíveis aos credores e acionistas da empresa, conforme definição de Assaf Neto (2012, p. 704) a seguir:

A base de avaliação de uma empresa são os fluxos de caixa, definidos em termos operacionais, onde se excluem, basicamente, os fluxos de remuneração do capital de terceiros (despesas financeiras). Os valores relevantes para avaliação, [...], são os provenientes da atividade operacional da empresa e disponíveis a todos os provedores de capital: próprios ou de terceiros.

E ainda, conforme Assaf Neto (2012, p. 704), deve ser considerado na determinação do fluxo de caixa operacional disponível, o fluxo de caixa de novos investimentos:

Os fluxos operacionais de caixa devem, ainda, ser projetados para determinado horizonte de tempo, apurando-se dessa estrutura de entradas e saídas de caixa a riqueza líquida expressa em moeda atual, ou seja, a valor presente. Esses benefícios econômicos devem também incorporar, no intervalo de suas projeções, os

acrécimos previstos referentes aos novos investimentos em capital de giro e bens permanentes, de maneira que os fluxos de caixa formados sejam considerados disponíveis aos proprietários de capital. [...] O fluxo de caixa operacional disponível, [...], é totalmente adequado aos objetivos de avaliação, por refletir os resultados disponíveis das operações pertencentes aos proprietários de capitais (credores e acionistas).

	LUCRO OPERACIONAL LÍQUIDO DO IMPOSTO DE RENDA
(+)	DESPESAS NÃO DESEMBOLSÁVEIS
(=)	FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL
(-)	INVESTIMENTOS EM CAPITAL FIXO
(-)	VARIAÇÕES DE CAPITAL DE GIRO
(=)	FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL DISPONÍVEL - FCOD

Figura 6 – Fluxo de Caixa Operacional Disponível

Fonte: (ASSAF NETO, 2012, p. 705)

Basicamente, as “Despesas Não Desembolsáveis”, referem-se aos valores de depreciação, amortização e exaustão e, as variações nos investimentos representam todos os acréscimos necessários de capital em ativos fixos, os “Investimentos em Capital Fixo” ou, em inglês, *Capital Expenditure* – CAPEX (são gastos realizados com máquinas, equipamentos, estruturação, logística, pesquisa e desenvolvimento, entre outros.) e nas “Variações de Capital de Giro” a variação do ativo circulante e passivo circulante onde se excluem, basicamente, os fluxos de remuneração onerosos.

2.6 TAXAS DE DESCONTO

Em avaliação de empresas, devemos iniciar com o fundamento básico que a taxa de desconto aplicada sobre o fluxo de caixa deve refletir o seu grau de risco, onde fluxos de caixa de risco mais elevado obtêm taxas de desconto maiores. Segundo Damodaran (2007, p. 19), no contexto da avaliação, o risco refere-se a probabilidade de obtermos um retorno de investimento que seja diferente do previsto – podendo ser inferior ou superior. A definição de risco financeiro é muito bem demonstrada pelo símbolo chinês para risco (Figura 7):



Figura 7 – Perigo e Oportunidade.

Fonte: (DAMODARAN, 2007 p. 19)

“O primeiro símbolo é o do ‘perigo’ e o segundo, da ‘oportunidade’, tornando o risco um misto de perigo e oportunidade. Fica claramente ilustrada a escolha que cada investidor e negócio têm de fazer – entre as maiores recompensas que advêm da oportunidade e o maior risco que surge em decorrência do perigo.” (DAMODARAN, 2007, p. 19).

A taxa de desconto, em avaliação de empresas, refere-se a taxa mínima de atratividade requerida para a decisão de investimento. De acordo com Assaf Neto (2012, p. 708):

Essa taxa deve descontar os benefícios de caixa previstos para o cálculo de seu valor presente, que representa o valor econômico da empresa. A taxa mínima de atratividade expressa, [...], o custo de oportunidade das várias fontes de capital (próprias e de terceiros), ponderado pela participação relativa de cada uma delas na estrutura de financiamento. Essa taxa de oportunidade requerida é obtida de forma a remunerar adequadamente a expectativa de retorno definida pelos diversos proprietários de capital. [...] Em verdade, a avaliação de uma decisão de investimento deve cotejar o retorno esperado pelos provedores de capital – custo médio ponderado de capital (WACC) com os rendimentos de caixa (fluxos de caixa operacionais disponíveis.).

2.7 CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL - CMPC

O Custo Médio Ponderado de Capital – CMPC (em inglês, *Weighted Average Cost of Capital* – WACC) é de forma simples, a ponderação de capital próprio e de capital de terceiro investido na organização utilizada como taxa de desconto para trazer os fluxos de caixa futuros projetados para empresa, em um dado horizonte de tempo, a valor presente. De fato, além de incorporar os riscos associados ao negócio, o CMPC reflete com propriedade o custo de oportunidade dos provedores de capital, próprio ou de terceiros, que financiam as atividades operacionais da empresa.

O Custo Médio Ponderado de Capital – CMPC (em inglês, *Weighted Average Cost of Capital* – WACC) é obtido conforme a seguinte fórmula:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{(E + D)} + K_d \times \frac{D}{(E + D)}$$

onde K_e = Custo do Capital Próprio (em inglês, *Cost of Equity*)

K_d = Custo do Capital de Terceiros (em inglês, *Cost of Debt*)

E = valor total do capital próprio (em inglês, *Equity*)

D = valor total do capital de terceiros (em inglês, *Debt*)

2.8 CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

O Custo de Capital Próprio (K_e) é obtido pela utilização do Modelo de Precificação de Ativos (em inglês, *Capital Asset Pricing Model* – CAPM) e, de acordo com Assaf Neto (2012, p. 276), encontra grandes aplicações no campo das finanças. A princípio, o modelo permite determinar, de maneira consciente com o retorno esperado, o risco de um ativo. O retorno de um ativo, conforme foi comentado, é formado pela taxa livre de risco mais um prêmio de mercado pelo risco associado. Em extensão, ainda, o modelo permite o cálculo do risco de uma carteira, obtido pela média ponderada dos betas de cada componente.

A fórmula de cálculo do Custo de Capital Próprio (K_e) ou, Modelo de Precificação de Ativos (em inglês, *Capital Asset Pricing Model* – CAPM) é demonstrada a seguir:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

onde R_f = taxa de retorno de ativos livres de riscos (em inglês, *Risk Free*)

β = coeficiente beta

R_m = retorno de mercado (em inglês, *Return of Market*)

$(R_m - R_f)$ = prêmio pelo risco de mercado, ou seja, a remuneração esperada pelo risco associado.

A taxa de retorno de ativos livres de risco (R_f) (em inglês, *Risk Free*) de uma economia, conforme Assaf Neto (2012, p. 82), é entendida como a taxa que não contém risco, na qual o titular do ativo tem plena certeza de sua realização e, ainda:

Um exemplo aproximado de uma taxa pura de juros são os juros reais pagos por um título público federal. [...] A presença de uma taxa livre de risco permite que se formem carteiras com ativos com risco e ativos livres de risco, estabelecendo uma relação linear entre risco e retorno. [...] Assim, um ativo é admitido como livre de risco quando revela exatamente a remuneração a ser paga em seu vencimento. O investidor não tem nenhuma dúvida com relação ao recebimento (*default*) e ao valor a ser pago pelo título, pressupondo um desvio-padrão da taxa de retorno igual a zero e uma correlação nula com a carteira de mercado (ativos negociados na economia). Com maior rigor ainda, o título é mantido com o investidor até o seu vencimento.

O coeficiente beta (β) indica o grau de sensibilidade do ativo através do risco específico da ação de uma empresa com relação a um índice que represente de maneira adequada o mercado acionário como um todo. Em outras palavras, de acordo com Assaf Neto (2012, p. 422), o coeficiente beta (β) é obtido pela relação entre a covariância (COV) do ativo (a) com um índice de mercado (m) e a variância do índice de mercado (VARm):

$$\beta = \frac{COV_{a,m}}{VAR_m}$$

De forma simples, o beta (β) é uma medida estatística que reflete o risco de um ativo em relação ao risco da carteira de mercado. Se o beta do ativo for igual a 1,0, diz-se que seu risco varia com o mercado; beta maior que 1,0 revela risco maior que o de mercado; beta menor que 1,0 indica risco menor que o de mercado.

2.9 CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIRO

O Custo de Capital de Terceiro é definido e obtido através da fórmula:

O custo de capital de terceiros é calculado considerando os valores correspondentes as taxas disponíveis no mercado para a empresa obter financiamentos de longo prazo. Considerando que os juros são contabilizados como despesas, dedutíveis do

imposto de renda (IR) e da contribuição social, o custo da dívida deve ser dedutível da alíquota marginal desses impostos. (MARTELANC, PASIN E PEREIRA, 2010, p. 147).

$$K_d = R_d \times (1 - t)$$

onde R_d = taxa de captação

t = alíquota de impostos (em inglês, *tax rate*)

2.10 HORIZONTE DO TEMPO

Na avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado, as projeções são desenvolvidas em um contexto de prazo indeterminado, se caso inexistir alguma definição prévia de dissolução. Assim como o pressuposto básico do Princípio da Continuidade – na estrutura conceitual da contabilidade – de acordo com Iudícibus et. al. (2010, p. 37), as projeções são preparadas no pressuposto de que a entidade continuará em operação no futuro previsível, desta forma, presume-se que a entidade não tem a intenção nem a necessidade de reduzir materialmente a escala de suas operações.

Nessas condições é possível abordar a separação do horizonte de projeção da avaliação em dois grandes intervalos, de acordo com Assaf Neto (2012, p. 710): o período explícito, o qual equivale aos fluxos de caixa de projeção previsível, sustentando geralmente um retorno do investimento acima de seu custo de oportunidade; e o período residual, o qual é a perpetuidade da projeção em que não é possível identificar os detalhamentos dos fluxos de caixa para cada período.

$$\text{Valor} = \begin{array}{l} \text{Valor Presente do Fluxo} \\ \text{Caixa Durante o Período} \\ \text{Explícito de Projeção} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Valor Presente do Fluxo} \\ \text{de Caixa Após o Período} \\ \text{Explícito de Projeção} \end{array}$$

Assim é possível determinar o valor da empresa no período residual através da seguinte fórmula:

$$\text{Valor Residual} = \frac{\text{Lucro Operacional Líquido} \times (1 - g / ROI)}{WACC - g}$$

onde g = taxa de crescimento dos fluxos de caixa (formada pelo produto do percentual de reinvestimento dos fluxos operacionais de caixa $[b]$ e pela taxa de retorno deste capital aplicado $[r]$), ou seja:

$$g = b \times r$$

Em outras palavras, de acordo com Assaf Neto (2012, p. 719), a taxa de reinvestimento (b) é definida pelo percentual do resultado de caixa gerado pela empresa em determinado exercício e que não foi distribuído aos acionistas sob a forma de dividendos, ficando reinvestido no próprio negócio. A taxa de retorno (r) representa a rentabilidade proporcionada pelo capital reinvestido. Quando se avalia a taxa de crescimento dos fluxos de caixa operacionais, esse percentual de retorno é expresso pelo retorno sobre o investimento (em inglês, *Return On Investment* – ROI):

$$ROI = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Investimento}}$$

O indicador retrata a rentabilidade do capital operacional aplicado na organização. As estratégias de desenvolver este indicador são formadas pela margem operacional e pelo giro do investimento.

3. ESTUDO DE CASO

Este capítulo é dedicado à aplicação prática da avaliação de empresa pelo método do fluxo de caixa descontado. Foram realizadas análises e projeções baseadas em perspectivas mercadológicas e setoriais de cenários econômicos, assim como, baseadas nas demonstrações financeiras publicadas. A empresa escolhida para realização deste estudo é o Societe Generale Equipment Finance S.A. – Arrendamento Mercantil, por apresentar grau de transparência suficiente para uma avaliação de empresa baseada em fundamentos sólidos.

3.1 APRESENTAÇÃO DA EMPRESA

A Societe Generale Equipment Finance S.A. – Arrendamento Mercantil faz parte da rede mundial de Societe Generale Equipment Finance, que pertence ao grupo Societe Generale, um dos maiores bancos da Europa, fornecendo um grande número de alternativas para o financiamento de aeronaves, transportes, equipamentos industriais e de tecnologia no Brasil, incluindo, leasing operacional, leasing financeiro, leasing de capital, cross boarder e empréstimos bancários, entre outros produtos. As informações mostradas abaixo fazem parte das Demonstrações Financeiras dos exercícios findos em 31 de Dezembro de 2015, 2014, 2013, 2012 e 2011.

3.2 APLICAÇÃO DA AVALIAÇÃO DE EMPRESA

Nesta parte iremos apresentar as etapas do processo de Avaliação de Empresas pelo método de Fluxo de Caixa Descontado conforme apresentado no capítulo anterior, desta forma, poderemos estimar o valor da empresa analisada e ainda demonstrar os procedimentos para obtenção deste valor.

O VIÉS, A INCERTEZA E A COMPLEXIDADE

Na aplicação deste estudo de caso são utilizados projeções de mercado por fontes utilizadas pelo mercado, conforme Tabela 1 abaixo, e as premissas de projeções da empresa são, basicamente, baseadas em uma análise histórica (Tabela 7) das Demonstrações Financeiras da empresa – com isso: diminuimos o viés com qualquer tendência de análise

com perspectiva otimista ou pessimista ao reduzimos a incerteza utilizando as projeções de mercado na íntegra e projetando fluxos com base em séries históricas.

TABELA 1 - PROJEÇÕES DE MERCADO

	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2025E
CRESCIMENTO REAL DO PIB	3,9744%	1,9212%	3,0048%	0,5040%	-3,7693%	-3,5157%	0,9565%	4,0283%	2,8024%	2,7767%	1,9743%
SELIC – FINAL DE PERÍODO	11,0000%	7,2500%	10,0000%	11,7500%	14,2500%	13,7500%	9,2500%	8,2500%	7,2500%	6,7500%	7,7500%

Fonte: Itaú BBA

Referência Teórica, item 2.3, página 28.

FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL DISPONÍVEL (FCOD)

O Fluxo de Caixa Operacional Disponível – FCOD (Tabela 6), conforme descrito anteriormente, deve considerar os Investimentos em Capital Fixo (gastos realizados com máquinas, equipamentos, edificações, pesquisas, etc.), conforme Tabela 2, e as Variações de Capital de Giro (calculados com base na variação do ativo circulante e passivo circulante onde se excluem, basicamente, os fluxos de remuneração onerosos), conforme demonstrado na Tabela 3, Tabela 4 e Tabela 5.

TABELA 2 - INVESTIMENTOS EM CAPITAL FIXO
(EM MILHARES DE REAIS - R\$)

	2015	2014	2013	2012	2011
PERMANENTE	788	767	679	774	847
IMOBILIZADO DE USO	611	534	562	748	802
OUTRAS IMOBILIZAÇÕES DE USO	1.011	705	516	592	448
GASTOS EM IMÓVEIS DE TERCEIROS	-	623	623	547	547
(-) DEPRECIAÇÕES ACUMULADAS	(400)	(350)	(253)	(199)	(114)
(-) AMORTIZAÇÃO DE GASTOS EM IMÓVEIS DE TERCEIROS	-	(444)	(324)	(192)	(79)
INTANGÍVEL	177	233	117	26	45
LICENÇAS DE USO - SOFTWARE	434	429	255	116	112
(-) AMORTIZAÇÃO DE LICENÇA DE USO - SOFTWARE	(257)	(196)	(138)	(90)	(67)
INVESTIMENTOS EM CAPITAL FIXO	788	767	679	774	847

TABELA 3 - VAR. DE CAPITAL DE GIRO (ATIVO CIRCULANTE)
(EM MILHARES DE REAIS - R\$)

	2015	2014	2013	2012	2011
CIRCULANTE	49.924	61.142	160.428	64.082	77.296
DISPONIBILIDADES	11.158	27	35	7.649	431
TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS E INSTRUMENTOS	13.955	32.551	136.797	37.341	64.212
CARTEIRA PRÓPRIA	13.955	32.551	136.797	37.341	64.212
VINCULADOS AO BANCO CENTRAL	-	-	-	-	15.075
INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVATIVOS	13.113	6.812	96	-	-
VINCULADOS À PRESTAÇÃO DE GARANTIAS	8.701	9.475	1.429	24.592	32.850
OPERAÇÕES DE ARRENDAMENTO MERCANTIL	5.667	6.234	1.740	5.718	8.523
ARRENDAMENTOS E SUBARRENDAMENTOS A RECEBER -	317.492	256.478	186.379	160.047	107.223
(-) RENDAS A APROPRIAR DE ARRENDAMENTO MERCANTIL -	(315.833)	(254.707)	(185.345)	(159.427)	(106.060)
ARRENDAMENTOS E SUBARRENDAMENTOS A RECEBER -	57.983	34.603	52.519	57.895	38.325
(-) RENDAS A APROPRIAR DE ARRENDAMENTO MERCANTIL -	(57.983)	(33.801)	(51.813)	(54.495)	(36.406)
ADIANTAMENTO A FORNECEDORES	4.140	3.730	-	1.699	5.465
(-) RENDAS A APROPRIAR DE TAXA DE COMPROMISSO DE	(132)	(69)	-	(2)	(24)
PROVISÃO PARA OPERAÇÕES DE ARRENDAMENTO	(23.656)	(1.698)	(2.487)	(3.034)	(2.936)
OUTROS CRÉDITOS	12.957	17.230	15.246	11.559	3.971
NEGOCIAÇÃO E INTERMEDIÇÃO DE VALORES	3.356	-	1.197	-	-
DIVERSOS	9.601	17.230	14.049	11.559	3.971
OUTROS VALORES E BENS	6.187	5.100	6.610	1.816	158
BENS NÃO DE USO PRÓPRIO	5.222	4.453	6.095	1.087	-
DESPESAS ANTECIPADAS	965	647	515	729	158
Δ VARIAÇÕES ATIVO CIRCULANTE	(11.218)	(99.286)	96.346	(13.213)	77.296

TABELA 4 - VAR. DE CAPITAL DE GIRO (PASSIVO CIRCULANTE)
(EM MILHARES DE REAIS - R\$)

	2015	2014	2013	2012	2011
CIRCULANTE	196.361	60.186	53.652	34.549	5.369
DEPÓSITOS INTERFINANCEIROS	225.225	51.918	55.529	51.658	-
DEP. INTERFINANC. LIGADAS CDI PRÉ	225.225	51.918	55.529	51.658	-
OBRIGAÇÕES POR EMPRÉSTIMOS E REPASSES	85.346	130.656	154.002	116.941	176.060
EMPRÉSTIMOS NO PAÍS	7.773	8.900	8.851	-	-
EMPRÉSTIMOS NO EXTERIOR	77.573	121.756	145.151	116.941	176.060
OUTRAS OBRIGAÇÕES	196.361	60.186	53.652	34.549	5.369
FISCAIS E PREVIDENCIÁRIAS	4.757	1.831	978	483	535
NEGOCIAÇÃO E INTERMEDIÇÃO DE VALORES	-	3.182	-	1.389	1.295
DIVERSAS	191.604	55.173	52.674	32.677	3.539
Δ VARIAÇÕES PASSIVO CIRCULANTE	136.175	6.534	19.104	29.180	5.369

TABELA 5 - VARIAÇÕES DE CAPITAL DE GIRO
(EM MILHARES DE REAIS - R\$)

	2008	2009	2010	2011	2012
Δ VARIAÇÕES ATIVO CIRCULANTE	(11.218)	(99.286)	96.346	(13.213)	77.296
Δ VARIAÇÕES PASSIVO CIRCULANTE	136.175	6.534	19.104	29.180	5.369
Δ VARIAÇÕES DE CAPITAL DE GIRO	(147.393)	(41.573)	(183.062)	119.635	(114.320)

TABELA 6 - FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL DISPONÍVEL (FCOD)
(EM MILHARES DE REAIS - R\$)

		%	2011	2012	2013	2014	2015
CRESCIMENTO REAL DO PIB							
RECEITAS DA INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA			136.314	213.363	280.031	321.468	422.067
OPERAÇÕES DE ARRENDAMENTO MERCANTIL	A	4,0000%	136.314	213.363	280.031	321.468	422.067
DESPESAS DA INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA			(104.490)	(169.641)	(220.717)	(249.099)	(320.130)
OPERAÇÕES DE ARRENDAMENTO MERCANTIL	B	76,2730%	(101.645)	(169.420)	(221.264)	(249.888)	(298.172)
PROVISÃO PARA OPERAÇÕES DE ARRENDAMENTO MERCANTIL	C	2,4198%	(2.845)	(221)	547	789	(21.958)
RESULTADO BRUTO DA INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA			31.823	43.722	59.314	72.369	101.937
OUTRAS RECEITAS (DESPESAS) OPERACIONAIS			(9.032)	(12.529)	(13.837)	(11.703)	(20.225)
RECEITAS DE PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS	D	3,0000%	29	903	120	2.615	2.497
RENDAS DE TARIFAS BANCÁRIAS	D	3,0000%	-	-	22	61	130
DESPESAS DE PESSOAL	D	3,0000%	(6.961)	(8.177)	(8.705)	(9.131)	(12.097)
OUTRAS DESPESAS ADMINISTRATIVAS	D	3,0000%	(2.779)	(3.845)	(4.708)	(5.557)	(7.093)
DESPESAS TRIBUTÁRIAS	D	3,0000%	(1.547)	(2.462)	(1.948)	(3.020)	(5.293)
OUTRAS RECEITAS OPERACIONAIS	D	3,0000%	4.488	2.819	1.622	3.619	2.424
OUTRAS DESPESAS OPERACIONAIS	D	3,0000%	(2.262)	(1.766)	(240)	(290)	(793)
RESULTADO OPERACIONAL			22.791	31.193	45.477	60.666	81.712
RESULTADO NÃO OPERACIONAL			686	(50)	(560)	69	1.150
RESULTADO ANTES DA TRIBUTAÇÃO SOBRE O LUCRO			23.477	31.143	44.917	60.735	82.862
IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	E	45,0000%	(6.164)	(1.584)	(7.958)	(6.566)	(13.498)
LUCRO LÍQUIDO (PREJUÍZO) DO SEMESTRE/EXERCÍCIO			17.313	29.559	36.959	54.169	69.364
DESPESAS NÃO DESEMBOLSÁVEIS			88.523	160.914	188.198	125.979	287.419
DEPRECIACÕES E AMORTIZAÇÕES	F	4,0000%	100.523	158.560	207.490	141.541	287.351
INSUFICIÊNCIA (SUPERVENIÊNCIA) DE DEPRECIAÇÃO	G	4,0000%	(21.009)	549	(26.703)	(21.339)	(35.388)
IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL			6.164	1.584	7.958	6.566	13.498
PROVISÃO PARA OPERAÇÕES DE ARRENDAMENTO MERCANTIL DE LIQUIDAÇÃO			2.845	221	(547)	(789)	21.958
Δ VARIAÇÕES DE CAPITAL DE GIRO	H		(114.320)	119.635	(183.062)	(41.573)	(147.393)
INVESTIMENTOS EM CAPITAL FIXO	I	3,0000%	847	774	679	767	788
FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL DISPONÍVEL - FCOD			(7.637)	310.883	42.774	139.342	210.178

Referência Teórica, item 2.5, página 31.

A – a linha OPERAÇÕES DE ARRENDAMENTO MERCANTIL (receitas) foi estimada em um crescimento de 4,000% nos três primeiros anos, para eliminar o efeito do PIB negativo nos primeiros anos da projeção, e os seguintes acompanhando o crescimento do PIB.

B – a linha OPERAÇÕES DE ARRENDAMENTO MERCANTIL (despesas) foi estimada com base em uma projeção histórica média de 76,2730% sobre a linha OPERAÇÕES DE ARRENDAMENTO MERCANTIL (receitas).

C – a linha PROVISÃO PARA OPERAÇÕES DE ARRENDAMENTO MERCANTIL DE LIQUIDAÇÃO DUVIDOSA foi estimada na porcentagem de PDD/ARRENDAMENTOS presente no Balanço Patrimonial do ano de 2015.

D – a linha OUTRAS RECEITAS (DESPESAS) OPERACIONAIS foi estimada em um crescimento de 3,000% nos três primeiros anos e os seguintes acompanhando o crescimento do PIB.

E – Imposto de Renda com base na alíquota vigente de 25% e Contribuição Social na alíquota vigente de 20%.

F – a linha DEPRECIações E AMORTIZAções foi estimada em um crescimento de 4,000% nos três primeiros anos e os seguintes acompanhando o crescimento do PIB.

G – a linha INSUFICIÊNCIA (SUPERVENIÊNCIA) DE DEPRECIação foi estimada em um crescimento de 4,000% nos três primeiros anos e os seguintes acompanhando o crescimento do PIB.

H – a linha Δ VARIAções DE CAPITAL DE GIRO foi estimada com base em uma projeção histórica média nos três primeiros anos de 3% sobre a média dos anos de 2011 a 2015 e os seguintes acompanhando o crescimento do PIB.

I – a linha INVESTIMENTOS EM CAPITAL FIXO foi estimada com base em uma projeção histórica média nos três primeiros anos de 3% sobre a média dos anos de 2011 a 2015 e os seguintes acompanhando o crescimento do PIB.

TAXA DE DESCONTO

Definidos os fluxos de caixa operacionais disponíveis da avaliação deve-se estimar a taxa mínima de atratividade, a taxa que deve descontar os benefícios de caixa previstos para o cálculo de seu valor presente, que representará o valor da empresa, conforme definido anteriormente. A seguir são apresentadas as premissas de cálculo:

TABELA 7 - TAXA DE DESCONTO
(EM MILHARES DE REAIS - R\$)

			2015	2014	2013	2012	2011
SÉLIC - FINAL DO ANO - %			14,2500%	11,7500%	10,0000%	7,2500%	11,0000%
CIRCULANTE			506.932	242.760	264.454	203.148	181.429
DEPÓSITOS INTERFINANCEIROS			225.225	51.918	55.529	51.658	-
DEP. INTERFINANC. LIGADAS CDI PRÉ	A	12,5219%	225.225	51.918	55.529	51.658	-
OBRIGAÇÕES POR EMPRÉSTIMOS E REPASSES			85.346	130.656	154.002	116.941	176.060
EMPRÉSTIMOS NO PAÍS	D	14,2500%	7.773	8.900	8.851	-	-
EMPRÉSTIMOS NO EXTERIOR	B	3,0695%	77.573	121.756	145.151	116.941	176.060
INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVATIVOS			-	-	1.271	-	-
OPERAÇÕES DE SWAP			-	-	1.271	-	-
OUTRAS OBRIGAÇÕES			196.361	60.186	53.652	34.549	5.369
FISCAIS E PREVIDENCIÁRIAS			4.757	1.831	978	483	535
NEGOCIAÇÃO E INTERMEDIACÃO DE VALORES			-	3.182	-	1.389	1.295
DIVERSAS			191.604	55.173	52.674	32.677	3.539
EXIGÍVEL A LONGO PRAZO			544.021	498.875	413.952	365.432	249.697
DEPÓSITOS INTERFINANCEIROS			172.052	190.126	75.435	50.797	-
DEP. INTERFINANC. LIGADAS CDI PÓS	C	15,0908%	172.052	190.126	75.435	50.797	-
OBRIGAÇÕES POR EMPRÉSTIMOS E REPASSES			266.625	219.229	267.696	256.728	191.545
EMPRÉSTIMOS NO PAÍS	D	14,2500%	-	7.773,00	16.673,00	34.328,80	-
EMPRÉSTIMOS NO EXTERIOR	E	3,0695%	266.625	211.456	251.023	222.399	191.545
OUTRAS OBRIGAÇÕES			105.344	89.520	70.821	57.907	58.152
FISCAIS E PREVIDENCIÁRIAS			28.568	18.687	13.962	7.464	7.602
DIVERSAS			76.776	70.833	56.859	50.443	50.550
RESULTADO DE EXERCÍCIOS FUTUROS			11.081	13.320	10.506	9.891	9.355
RENDAS ANTECIPADAS			11.081	13.320	10.506	9.891	9.355
DESCONTOS OBTIDOS A DIFERIR			11.081	13.320	10.506	9.891	9.355
PATRIMÔNIO LÍQUIDO			60.024	55.964	56.152	41.435	26.766
CAPITAL SOCIAL			89.398	70.398	70.398	59.398	38.398
RESERVAS DE CAPITAL			270	169	143	57.60	-
AJUSTE DE AVALIAÇÃO PATRIMONIAL			1.943	790	841	(7.773)	(340)
LUCROS (PREJUÍZOS) ACUMULADOS			(31.587)	(15.393)	(15.230)	(10.248)	(11.292)
TOTAL DO PASSIVO			1.122.058	810.919	745.064	619.906	467.247
CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL - CMPC	J		5,5490%	5,0928%	4,0278%	3,7280%	2,3362%
CAPITAL TERCEIROS			749.248	591.929	552.662	476.125	367.605
CAPITAL TERCEIROS/(CAPITAL PRÓPRIO + CAPITAL TERCEIROS)			92,5830%	91,3622%	90,7768%	91,9942%	93,2130%
TAXA DE JUROS (CAPITAL TERCEIROS)	F		8,7874%	8,0747%	6,1764%	6,1837%	3,0695%
IMPOSTO			45,0000%	45,0000%	45,0000%	45,0000%	45,0000%
[TAXA DE JUROS (CAPITAL TERCEIROS)] (1 - TC)			4,8330%	4,4411%	3,3970%	3,4010%	1,6882%
CAPITAL PRÓPRIO			60.024	55.964	56.152	41.435	26.766
CAPITAL PRÓPRIO/(CAPITAL PRÓPRIO + CAPITAL TERCEIROS)			7,4170%	8,6378%	9,2232%	8,0058%	6,7870%
RISK FREE	G		14,2500%	11,7500%	10,0000%	7,2500%	11,0000%
RISK MARKET	H		17,2500%	14,7500%	13,0000%	10,2500%	14,0000%
RISK PREMIUM = (RISK MARKET - RISK FREE)			3,0000%	3,0000%	3,0000%	3,0000%	3,0000%
BETA	I		0,078520454	0,078520454	0,078520454	0,078520454	0,078520454
RISK FREE + (RISK MARKET - RISK FREE) . BETA			14,4856%	11,9856%	10,2356%	7,4856%	11,2356%

Referência Teórica, item 2.6, página 34.

A – saldo de depósito interfinanceiro captado junto ao Banco Societe Generale do Brasil S.A. (Instituição Líder), a taxa média ponderada a 12,5219% ao ano (PRE).

B – saldo de obrigações por empréstimos, captados junto a matriz do grupo, com taxa média ponderada de 3,065% ao ano, em USD e EUR.

C – saldo de depósito interfinanceiro captado junto ao Banco Societe Generale do Brasil S.A. (Instituição Líder), a taxa equivalente a 105,9% ao ano do CDI (POS).

D – empréstimo captado junto ao Banco HSBC Brasil, vinculado com base nos recebíveis de operações de arrendamento mercantil, a taxa estimada de 14,2500% ao ano.

E – saldo de obrigações por empréstimos, captados junto a matriz do grupo, com taxa média ponderada de 3,065% ao ano, em USD e EUR.

F – a taxa de juros foi calculada a partir da média ponderada de captação de recursos de terceiros (A, B, C, D e E) com saldos findos em 2015.

G – a taxa de retorno de ativos livres de riscos utilizada foi a SELIC final do período, conforme Tabela 1.

H – a taxa de mercado utilizada foi estipulada com base na taxa interna de retorno mínima de contratos, estimada em uma margem de 3,000% sobre a taxa de retorno de ativos livres de riscos.

I – o beta de mercado foi calculado com base na covariância de uma empresa comparável de mercado, do mesmo segmento, com patrimônio líquido equivalente: BMIN4 BCO MERCANTIL DE INVESTIMENTOS S.A.; a variância de um índice de referência de mercado: IBOVESPA; em uma data base desde 01 de Janeiro de 2011; conforme Anexo II.

J – o CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL – CMPC calculado foi em 5,5490%, em 2015. (Referência Teórica, item 2.7, página 35.)

VALOR DA EMPRESA

A seguir, na Tabela 8, é apresentado o valor da empresa depois de aplicado o método de Fluxo de Caixa Descontado, conforme as premissas e metodologias apresentadas neste

estudo. Os resultados projetados em 8 anos para cada um dos períodos futuros, somados ao valor residual foram trazidos a valores presentes pela taxa de desconto CMPC e somados ao caixa excedente da companhia registrado em aplicações financeiras constituindo assim o valor estimado da empresa na data base 31/12/2015. Assim, foi atribuído o valor para o Societe Generale Equipment Finance – S.A. Arrendamento Mercantil de R\$ 1.801.777 (mil) ou 4,27 vezes a receita de OPERAÇÕES DE ARRENDAMENTO MERCANTIL em 31/12/2015.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste estudo foi proposta a aplicação do método de Fluxo de Caixa Descontado na Avaliação de Empresas, especificamente em uma Sociedade de Arrendamento Mercantil, demonstrando as etapas de cálculo desta metodologia e permitindo a apresentação do valor da empresa estruturada em um conjunto de premissas, projeções e modelos teóricos. Para que o trabalho não se limitasse à teoria, buscou-se, através do acesso as Demonstrações Financeiras, a aplicação prática do método em uma organização a qual o analista deste trabalho tivesse um grau de acessibilidade às informações de forma transparente.

Como referencial teórico, buscou-se apresentar a base da Avaliação de Empresas: as Finanças Corporativas; para isso, definimos as estruturas acadêmicas de Finanças Corporativas: a Contabilidade e a Administração Financeira. Ao estruturar o referencial teórico e formar a introdução de Finanças Corporativas à Avaliação de Empresas, foi demonstrado o objetivo da Maximização do Valor da Empresa e o processo de decisão, que se fazem necessários para a aplicação do método de Fluxo de Caixa Descontado. A situação problema deste estudo foi definida ao se estimar o valor de um ativo, de um investimento, de uma empresa baseada em uma aplicação de fundamentos e metodologias sólidas para apuração do valor da empresa. Sendo assim, podemos caracterizar este estudo em duas partes: a teoria e a prática (aplicação).

Este estudo foi desenvolvido com base em uma metodologia de pesquisa bibliográfica, sustentada a partir de fontes secundárias, de material já publicado. Ao definirmos as estruturas acadêmicas de Finanças Corporativas, constata-se a importância que a Contabilidade está relacionada às organizações partindo de uma evolução de pensamentos históricos, de diversas escolas contabilistas, alinhado com o desenvolvimento econômico ao seu redor – demandando informações sobre a situação econômica e financeira das organizações baseadas em princípios e estruturas uniformes para a tomada decisão – e, sobretudo, nota-se a adequação e aperfeiçoamento da geração de informações contábeis ao longo do tempo em consonância com a evolução histórica e transformações no ambiente das organizações. E ainda, ao abordar a Administração Financeira nota-se a ligação entre o objetivo de planejar, organizar, controlar e executar com a necessidade de se basear em informações financeiras disponibilizados de forma objetiva e segura pela Contabilidade. Assim como a Contabilidade, nota-se que a Administração se desenvolveu em consonância com a evolução histórica e com as transformações no ambiente das organizações ao apresentarmos as principais teorias em uma linha de tempo.

Ao estabelecermos os principais aspectos da Contabilidade e da Administração Financeira, introduzimos as Finanças Corporativas com seu objetivo principal de Maximização do Valor da Empresa. Concluiu-se então que, todas as decisões que envolvem a empresa, direta ou indiretamente envolvem as Finanças Corporativas, pois, em seus objetivos gerais, qualquer decisão tomada na organização tem o objetivo de maximizar seu valor. E então, apresentamos a importância da tomada de decisão que faz parte da rotina de qualquer executivo dentro de uma organização.

Não obstante, em um processo de Avaliação de Empresas, observamos que se fazem necessários conhecimentos técnicos em Finanças Corporativas e a tomada de decisão para estipular premissas e projeções a fim de viabilizar um investimento ou não ao se estimar o valor de um ativo ou de uma empresa, deve ser baseado em uma metodologia baseada em fundamentos sólidos. Ao definirmos a metodologia de Avaliação de Empresas pelo método de Fluxo de Caixa Descontado, definimos também a importância da Demonstração do Fluxo de Caixa das organizações como ferramenta para análise e tomada de decisão acerca das atividades operacionais, das atividades de investimento e das atividades de financiamento.

Com objetivo exploratório, proporcionando maior familiaridade com o problema, abordando-o qualitativamente, aplicamos o método de Fluxo de Caixa Descontado no estudo de caso em uma Sociedade de Arrendamento Mercantil. Conclui-se com a presente aplicação que, conforme descrito pelos autores do referencial teórico, esta análise é, sobretudo, subjetiva. Isto se deve pelo fato de que as premissas e projeções podem sofrer tendências otimistas ou pessimistas, tanto de mercado quanto específico da empresa. Por outro lado, as etapas da metodologia são estabelecidas em modelos conhecidos como o Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), o Modelo de Precificação de Ativos (em inglês, *Capital Asset Pricing Model* – CAPM), o cálculo do beta (β), entre outros. Em outra perspectiva, criou-se um modelo de avaliação para empresa em que, ao trabalharmos as premissas e projeções de forma mais real possível, tem-se a capacidade de avaliar como as tomadas decisões, ao impactarem as Demonstrações Financeiras, irão maximizar o valor da empresa.

No desenvolvimento deste trabalho observou-se a perspectiva de futuros estudos sobre o tema, possibilitando o aprofundamento de outras abordagens e aspectos: a aplicação do método de Avaliação Relativa; pelo método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD), a utilização de premissas e projeções diferentes; e, pelo método de FCD, utilizar outras abordagens para elaboração do Fluxo de Caixa.

BIBLIOGRAFIA

ASSAF NETO, Alexandre. *Estrutura e Análise de Balanços: Um Enfoque Econômico-Financeiro*. 9ª Edição. São Paulo: Atlas, 2010.

ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 6ª Edição. São Paulo: Atlas, 2012.

COMITÊ DE PRONUCIAMENTOS CONTÁBEIS. *CPC 00 – Pronunciamento Conceitual Básico*. Aprovado em Brasília, 2 de dezembro de 2011. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/>>

DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de Empresas*. 2ª Edição. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DAMODARAN, Aswath. *Damodaran Online*. Acesso em: 4 de Março de 2013. Disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>

DRUCKER, Peter F. (Peter Ferdinand). *DRUCKER: o homem que inventou a Administração*. In: Harvard Business School Publishing Corporation. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

DRUCKER, Peter F. (Peter Ferdinand). *Prática da Administração de Empresa*. 1ª Edição. São Paulo: Pioneira, 1998.

FIGUEIREDO Sandra; CAGGIANO Paulo C. *Controladoria: Teoria e Prática*. 4ª Edição. 2ª Reimpressão. São Paulo: Editora Atlas, 2008.

IUDICIBUS, Sergio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS Arioaldo dos. *Manual de Contabilidade Societária: Aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC*. FIPECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras, FEA/USP. 1ª Edição. 5ª Reimpressão. São Paulo: Atlas, 2010.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; PEREIRA, Fernando. *Avaliação de Empresas - Um Guia para Fusões & Aquisições e Private Equity*. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

Novo Dicionário Aurélio da Língua Portuguesa. 1ª Edição, 14ª Impressão, s/d. Editora Nova Fronteira, Rio de Janeiro, Brasil.

RIOS, Terezinha A. *Ética e Competência*. 7ª Edição. São Paulo: Cortez, 1999.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph; JORDAN, Bradford D. *Administração Financeira*. Tradução: Katia Aparecida Roque. Revisão Técnica: Fabio Gallo Garcia e Luiz Alberto Bertucci. 8ª Edição. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

SANVICENTE, Antonio Zoratto. *Administração Financeira*. 3ª Edição. São Paulo: Atlas, 1977.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. *Principles of Corporate Finance*. Burr Ridge, 7ª Edição. Editora Irwin/McGraw-Hill, 2003.

COSTA, Luiz G. T. A.; ALVIM, Marcel A.; COSTA, Luiz R. T. A. *VALUATION: Manual de Avaliação e Reestruturação Econômica de Empresas*. 2ª Edição. São Paulo: Editora Atlas, 2011.

COURTNEY, Amy; COURTNEY, Michael. *Comments Regarding "On the Nature Of Science"*. Published as: *Physics in Canada*, Vol. 64, No. 3 (2008), p. 07-08.

DAMODARAN, Aswath. *Finanças Corporativas - Teoria e Prática*. 2ª Edição. São Paulo: Bookman, 2004.

DAMODARAN, Aswath. *Gestão Estratégica do Risco: uma referência para a tomada de riscos empresariais*. Porto Alegre: Editora Bookman, 2009.

GITMAN, Lawrence J. *Princípios de Administração Financeira*. 7ª Edição. São Paulo: Editora Harbra, 1997.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARION José Carlos. *Introdução à Teoria da Contabilidade*. 2ª Edição, São Paulo: Atlas, 2000.

MACHADO, Daniel J. Machado. SEDUCON Sistemas em Educação Continuada. *Manual para elaboração de MONOGRAFIAS*. São Paulo, 2009.

MARION José C. *Contabilidade Empresarial*. 15ª Edição. São Paulo: Editora Atlas, 2009.

PÓVOA, Alexandre. *Valuation: como precificar ações*. 2ª Edição. São Paulo: Editora Globo, 2007.

SÁ, Antônio Lopes de. *Teoria da Contabilidade*. 3ª Edição. São Paulo: Atlas, 2002.

SOCIÉTÉ GENERALE
Corporate & Investment Banking

SG Equipment Finance S.A. - Arrendamento Mercantil
(pertencente ao Sistema Financeiro SociÉTé Générale Brasil)
CNPJ 02.818.426/0001-75

Alameda Rio Negro, 500 - 20º andar - Ed. West Tower
Torre B - Alphaville Empresarial
CEP 06454-000 - Barueri - SP
Telefone 0xx11 2666-2281
www.sgfb.com.br

NOTAS EXPLICATIVAS ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS PARA OS EXERCÍCIOS FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015 E DE 2014 E PARA O SEMESTRE FINDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015
(Em milhares de reais - R\$)

registrados na conta "Outros créditos - Negociação e intermediação de valores" ou "Outras obrigações - Negociação ou intermediação de valores".

O seguro dos bens arrendados é efetuado pelos arrendatários, com cláusula de benefício em favor de arrendadora.

Em 31 de Dezembro de 2015						14. IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	
Valores referenciados						a) Cálculo dos encargos com imposto de renda e contribuição social incidentes sobre as operações nos exercícios findos em 31 de Dezembro de 2015 e de 2014:	
Até 3 meses	De 3 a 12 meses	De 1 a 3 anos	De 3 a 5 anos	Total de Contratos		Imposto de Renda	Contribuição Social
Futuros	10.822	3.746	265.427	278.995		2015	2014
Total	10.822	3.746	265.427	278.995		(2.686)	8.403

Em 31 de Dezembro de 2014						Lucro (Prejuízo) antes do Imposto de Renda e da Contribuição Social	
Valores referenciados						Expectativa de crédito (despesa) de Imposto de Renda e da Contribuição Social, de acordo com a alíquota vigente	
Até 3 meses	De 3 a 12 meses	De 1 a 3 anos	De 3 a 5 anos	Total de Contratos		2015 <td>2014</td>	2014
Futuros	53.087	210.781	337.375			674	(1.801)
Total	53.087	210.781	337.375			(2.686)	8.403

A margem dada em garantia das operações negociadas na BMAFBOVESPA com instrumentos financeiros derivativos é composta por títulos públicos federais registrados como "Títulos e Valores Mobiliários - Vinculados", no montante de R\$ 8.701 (R\$ 11.954 em 2014). O valor de mercado dos derivativos foi apurado com base nas taxas médias divulgadas pela BMAFBOVESPA.

d) 3) Derivativos utilizados como instrumentos de hedge accounting. A estratégia de hedge accounting de fluxo de caixa da Sociedade é determinada com o objetivo de reduzir a volatilidade no resultado gerado pela contratação de empréstimos em dólar junto à matriz do grupo SociÉTé Générale no exterior, em Paris e em sua subsidiária em Nova York, e seu hedge realiza-se com instrumentos financeiros derivativos no mercado local. A estrutura visa mitigar os riscos decorrentes da variação de preços das moedas (variação cambial) e à variação das taxas de juros. A estrutura de hedge composta pelo empréstimo - objeto de hedge e os derivativos - instrumentos de hedge - é assim categorizada, observadas as regras legais para a qualificação de hedge, conforme estabelecido pela Circular nº 3.082 do BACEN. As estruturas de hedge são montadas observando a liquidez do mercado, o alinhamento das datas de vencimentos dos derivativos com as dos empréstimos, alinhamento da quantidade de contratos de derivativos face o montante do empréstimo, reduzindo desta forma, o risco de não efetividade destas estruturas. A validade gerada pela marcação a mercado dos derivativos futuros e registrada no patrimônio líquido, sendo que a parcela não-efetiva é reclassificada para resultado. A avaliação mensal da efetividade dessas estruturas é realizada considerando as análises prospectiva e retrospectiva, cujo intervalo deve estar entre 80% e 125% na Sociedade, atualmente esta efetividade é de 100%, em média. O valor de mercado dos derivativos foi apurado com base nas taxas médias divulgadas pela BMAFBOVESPA. Os vencimentos dos derivativos ocorrerão em 2016 e 2017. Os derivativos utilizados como instrumentos de hedge são representados como segue:

Em 31 de Dezembro de 2015

Objeto de hedge	Valor na Curva	Valor de Mercado	Ajuste a Valor de Mercado
Captações externas - empréstimos	(176.781)	(176.081)	680
Instrumento de hedge	Valor na Curva	Valor de Mercado	Ajuste a Valor de Mercado
Contratos de futuros - ativo DDI	170.582	178.100	(3.482)
Contratos de futuros - ativo DDI	(106.787)	(100.445)	6.338
Em 31 de Dezembro de 2014			
Objeto de hedge	Valor na Curva	Valor de Mercado	Ajuste a Valor de Mercado
Captações externas - empréstimos	(139.807)	(143.052)	(3.245)
Instrumento de hedge	Valor na Curva	Valor de Mercado	Ajuste a Valor de Mercado
Contratos de futuros - ativo DDI	143.260	143.039	(221)
Contratos de futuros - ativo DDI	(116.565)	(111.705)	4.860

9. SUPERVENIÊNCIA/INSUFICIÊNCIA DE DEPRECIAÇÃO - No exercício findo em 31 de Dezembro de 2015, foi registrada superveniência de depreciação no valor de R\$ 35.358 (R\$ 21.339 em 2014), estando registrada contabilmente nas contas relacionadas às operações de arrendamento mercantil, na Demonstração de Resultado, e no Balanço Patrimonial o valor de R\$ 107.906 (R\$ 72.518 em 2014).

10. OPERAÇÕES DE ARRENDAMENTO MERCANTIL - Os contratos de

Em 31 de Dezembro de 2015						Em 31 de Dezembro de 2014					
Principal devedor						Principal devedor					
10 seguintes maiores devedores						10 seguintes maiores devedores					
20 seguintes maiores devedores						20 seguintes maiores devedores					
100 seguintes maiores devedores						100 seguintes maiores devedores					
Demais devedores						Demais devedores					

b) Composição do arrendamento operacional:					
Arrendamentos a receber - setor privado					
Rendas a apropriar de arrendamento mercantil					
b) Composição do arrendamento operacional por vencimento					
Prazo					
Vencidos a partir de 15 dias					
A vencer até 3 meses					
A vencer de 3 a 12 meses					
A vencer de 1 a 3 anos					
A vencer de 3 a 5 anos					

b) Composição do arrendamento operacional por atividade					
Setor privado					
Indústria					
Outros serviços					
Total					

b) Composição do arrendamento operacional por atividade					
Setor privado					
Indústria					
Outros serviços					
Total					

b) Composição do arrendamento operacional por atividade					
Setor privado					
Indústria					
Outros serviços					
Total					

b) Composição do arrendamento operacional por atividade					
Setor privado					
Indústria					
Outros serviços					
Total					

b) Composição do arrendamento operacional por atividade					
Setor privado					
Indústria					
Outros serviços					
Total					

b) Composição do arrendamento operacional por atividade					
Setor privado					
Indústria					
Outros serviços					
Total					

b) Composição do arrendamento operacional por atividade					
Setor privado					
Indústria					
Outros serviços					
Total					

ANEXO II - CÁLCULO BETA (β)

FONTE: THOMSON REUTERS
 INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS
 MERCADO: BOVESPA
 TIPO: AÇÃO

IND BOVESPA CI

BCO MERCANTIL DE INVESTIMENTOS S.A.

PATRIMÔNIO LÍQUIDO EM 31/12/2015

60.854.000,00

CÓDIGO:

IBOV11.SA

BMIN4

BETA (β)

0,07852045

VARIÂNCIA

0,00021937

COVARIÂNCIA

0,00001722

DATA	COTAÇÃO (R\$)	VARIACÃO (%)	COTAÇÃO (R\$)	VARIACÃO (%)
29/12/2016	60.227,29	0,75%	0,29000	1,00%
28/12/2016	59.781,63	1,85%	0,28000	0,00%
27/12/2016	58.696,69	0,13%	0,28000	2,00%
26/12/2016	58.620,26	1,18%	0,26000	-2,00%
23/12/2016	57.937,10	1,19%	0,28000	0,00%
22/12/2016	57.255,22	-0,68%	0,28000	2,00%
21/12/2016	57.646,52	0,11%	0,26000	0,00%
20/12/2016	57.582,90	0,83%	0,26000	-1,00%
19/12/2016	57.111,00	-2,19%	0,27000	0,00%
16/12/2016	58.389,04	-0,01%	0,27000	0,00%
15/12/2016	58.396,16	0,32%	0,27000	-1,00%
14/12/2016	58.212,12	-1,80%	0,28000	1,00%
13/12/2016	59.280,57	0,17%	0,27000	0,00%
12/12/2016	59.178,62	-2,19%	0,27000	0,00%
09/12/2016	60.500,62	-0,29%	0,27000	0,00%
08/12/2016	60.676,57	-1,20%	0,27000	0,00%
07/12/2016	61.414,40	0,53%	0,27000	1,00%
06/12/2016	61.088,25	2,10%	0,26000	-1,00%
05/12/2016	59.831,73	-0,80%	0,27000	-1,00%
02/12/2016	60.316,13	1,36%	0,28000	1,00%
01/12/2016	59.506,54	-3,88%	0,27000	-2,00%
30/11/2016	61.906,36	1,51%	0,29000	1,00%
29/11/2016	60.986,52	-2,97%	0,28000	-1,00%
28/11/2016	62.855,50	2,11%	0,29000	0,00%
25/11/2016	61.559,08	0,27%	0,29000	0,00%
24/11/2016	61.395,53	-0,95%	0,29000	1,00%
23/11/2016	61.985,91	0,05%	0,28000	-1,00%
22/11/2016	61.954,47	1,45%	0,29000	0,00%
21/11/2016	61.070,27	1,85%	0,29000	1,00%
18/11/2016	59.961,76	0,32%	0,28000	0,00%
17/11/2016	59.770,47	-1,63%	0,28000	0,00%
16/11/2016	60.759,32	1,85%	0,28000	-2,00%
14/11/2016	59.657,46	0,80%	0,30000	-1,00%
11/11/2016	59.183,51	-3,30%	0,31000	4,00%
10/11/2016	61.200,96	-3,25%	0,27000	-3,00%
09/11/2016	63.258,27	-1,40%	0,30000	2,00%
08/11/2016	64.157,68	0,17%	0,28000	-1,00%
07/11/2016	64.051,65	3,98%	0,29000	0,00%
04/11/2016	61.598,40	-0,25%	0,29000	1,00%
03/11/2016	61.750,17	-2,49%	0,28000	2,00%
01/11/2016	63.326,42	-2,46%	0,26000	0,00%
31/10/2016	64.924,52	0,96%	0,26000	0,00%
28/10/2016	64.307,63	0,09%	0,26000	-1,00%
27/10/2016	64.249,50	0,66%	0,27000	0,00%
26/10/2016	63.825,69	-0,06%	0,27000	0,00%
25/10/2016	63.866,20	-0,30%	0,27000	0,00%
24/10/2016	64.059,89	-0,08%	0,27000	0,00%
21/10/2016	64.108,08	0,42%	0,27000	0,00%
20/10/2016	63.837,85	0,52%	0,27000	0,00%
19/10/2016	63.505,60	-0,43%	0,27000	0,00%
18/10/2016	63.782,21	1,73%	0,27000	0,00%
17/10/2016	62.696,11	1,50%	0,27000	1,00%
14/10/2016	61.767,22	1,06%	0,26000	0,00%
13/10/2016	61.118,58	0,16%	0,26000	0,00%
11/10/2016	61.021,85	-1,05%	0,26000	0,00%
10/10/2016	61.668,33	0,92%	0,26000	-1,00%
07/10/2016	61.108,98	0,77%	0,27000	1,00%
06/10/2016	60.644,24	0,65%	0,26000	-1,00%
05/10/2016	60.254,34	1,54%	0,27000	0,00%
04/10/2016	59.339,23	-0,21%	0,27000	2,00%
03/10/2016	59.461,23	1,87%	0,25000	-2,00%
30/09/2016	58.367,05	0,03%	0,27000	0,00%
29/09/2016	58.350,57	-1,69%	0,27000	0,00%
28/09/2016	59.355,77	1,67%	0,27000	0,00%
27/09/2016	58.382,49	0,57%	0,27000	0,00%
26/09/2016	58.053,53	-1,10%	0,27000	-1,00%
23/09/2016	58.697,00	-0,50%	0,28000	0,00%
22/09/2016	58.994,17	1,03%	0,28000	2,00%

21/09/2016	58.393,92	1,14%	0,26000	-2,00%
20/09/2016	57.736,46	0,67%	0,28000	0,00%
19/09/2016	57.350,38	0,47%	0,28000	1,00%
16/09/2016	57.079,76	-1,43%	0,27000	-2,00%
15/09/2016	57.909,49	1,49%	0,29000	0,00%
14/09/2016	57.059,46	0,42%	0,29000	1,00%
13/09/2016	56.820,77	-3,01%	0,28000	-2,00%
12/09/2016	58.586,11	1,01%	0,30000	1,00%
09/09/2016	57.999,73	-3,71%	0,29000	-1,00%
08/09/2016	60.231,66	0,17%	0,30000	2,00%
06/09/2016	60.129,44	0,95%	0,28000	0,00%
05/09/2016	59.566,34	-0,08%	0,28000	0,00%
02/09/2016	59.616,40	2,37%	0,28000	-1,00%
01/09/2016	58.236,27	0,58%	0,29000	-1,00%
31/08/2016	57.901,11	-1,15%	0,30000	2,00%
30/08/2016	58.575,42	-0,06%	0,28000	-2,00%
29/08/2016	58.610,39	1,55%	0,30000	1,00%
26/08/2016	57.716,25	-0,01%	0,29000	-1,00%
25/08/2016	57.722,14	0,01%	0,30000	0,00%
24/08/2016	57.717,88	-0,52%	0,30000	1,00%
23/08/2016	58.020,04	0,41%	0,29000	0,00%
22/08/2016	57.781,24	-2,23%	0,29000	0,00%
19/08/2016	59.098,92	-0,11%	0,29000	-1,00%
18/08/2016	59.166,02	-0,27%	0,30000	0,00%
17/08/2016	59.323,83	0,80%	0,30000	0,00%
16/08/2016	58.855,43	-0,49%	0,30000	0,00%
15/08/2016	59.145,98	1,45%	0,30000	1,00%
12/08/2016	58.298,41	0,00%	0,29000	0,00%
11/08/2016	58.299,57	2,42%	0,29000	-1,00%
10/08/2016	56.919,78	-1,33%	0,30000	1,00%
09/08/2016	57.689,41	0,09%	0,29000	0,00%
08/08/2016	57.635,43	-0,04%	0,29000	0,00%
05/08/2016	57.661,14	0,12%	0,29000	0,00%
04/08/2016	57.593,90	0,91%	0,29000	0,00%
03/08/2016	57.076,91	1,63%	0,29000	0,00%
02/08/2016	56.162,38	-1,05%	0,29000	-1,00%
01/08/2016	56.755,76	-0,96%	0,30000	1,00%
29/07/2016	57.308,21	1,13%	0,29000	1,00%
28/07/2016	56.667,12	-0,33%	0,28000	-1,00%
27/07/2016	56.852,84	0,12%	0,29000	-1,00%
26/07/2016	56.782,75	-0,16%	0,30000	-1,00%
25/07/2016	56.872,73	-0,23%	0,31000	0,00%
22/07/2016	57.002,08	0,64%	0,31000	1,00%
21/07/2016	56.641,49	0,11%	0,30000	-1,00%
20/07/2016	56.578,05	-0,21%	0,31000	0,00%
19/07/2016	56.698,06	0,38%	0,31000	2,00%
18/07/2016	56.484,22	1,63%	0,29000	0,00%
15/07/2016	55.578,24	0,18%	0,29000	-1,00%
14/07/2016	55.480,87	1,62%	0,30000	-2,00%
13/07/2016	54.598,28	0,63%	0,32000	2,00%
12/07/2016	54.256,41	0,55%	0,30000	1,00%
11/07/2016	53.960,11	1,54%	0,29000	0,00%
08/07/2016	53.140,74	2,16%	0,29000	1,00%
07/07/2016	52.014,66	0,22%	0,28000	0,00%
06/07/2016	51.901,81	0,11%	0,28000	-4,00%
05/07/2016	51.842,27	-1,38%	0,32000	2,00%
04/07/2016	52.568,66	0,64%	0,30000	4,00%
01/07/2016	52.233,04	1,37%	0,26000	1,00%
30/06/2016	51.526,93	1,03%	0,25000	0,00%
29/06/2016	51.001,91	1,99%	0,25000	2,00%
28/06/2016	50.006,56	1,55%	0,23000	0,00%
27/06/2016	49.245,53	-1,72%	0,23000	0,00%
24/06/2016	50.105,26	-2,82%	0,23000	-1,00%
23/06/2016	51.559,82	2,80%	0,24000	1,00%
22/06/2016	50.156,30	-1,34%	0,23000	-2,00%
21/06/2016	50.837,80	1,01%	0,25000	0,00%
20/06/2016	50.329,36	1,61%	0,25000	0,00%
17/06/2016	49.533,84	0,25%	0,25000	0,00%
16/06/2016	49.411,62	1,02%	0,25000	1,00%
15/06/2016	48.914,74	0,55%	0,24000	-1,00%
14/06/2016	48.648,30	-2,04%	0,25000	0,00%
13/06/2016	49.660,79	0,48%	0,25000	2,00%
10/06/2016	49.422,16	-3,32%	0,23000	-1,00%
09/06/2016	51.118,46	-0,99%	0,24000	-1,00%
08/06/2016	51.629,29	2,26%	0,25000	-3,00%
07/06/2016	50.487,86	0,11%	0,28000	9,00%
06/06/2016	50.431,80	-0,37%	0,19000	1,00%
03/06/2016	50.619,50	1,47%	0,18000	0,00%
02/06/2016	49.887,24	1,78%	0,18000	0,00%
01/06/2016	49.012,65	1,12%	0,18000	-1,00%
31/05/2016	48.471,71	-1,01%	0,19000	-1,00%
30/05/2016	48.964,34	-0,18%	0,20000	1,00%
27/05/2016	49.051,49	-0,87%	0,19000	0,00%

25/05/2016	49.482,86	0,28%	0,19000	0,00%
24/05/2016	49.345,19	0,03%	0,19000	0,00%
23/05/2016	49.330,42	-0,79%	0,19000	0,00%
20/05/2016	49.722,75	-0,82%	0,19000	-1,00%
19/05/2016	50.132,53	-0,85%	0,20000	-1,00%
18/05/2016	50.561,70	-0,55%	0,21000	-1,00%
17/05/2016	50.839,44	-1,86%	0,22000	2,00%
16/05/2016	51.802,92	0,00%	0,20000	1,00%
13/05/2016	51.804,31	-2,70%	0,19000	-1,00%
12/05/2016	53.241,32	0,90%	0,20000	0,00%
11/05/2016	52.764,46	-0,58%	0,20000	-2,00%
10/05/2016	53.070,91	4,08%	0,22000	3,00%
09/05/2016	50.990,07	-1,41%	0,19000	0,00%
06/05/2016	51.717,82	0,09%	0,19000	-1,00%
05/05/2016	51.671,04	-1,68%	0,20000	0,00%
04/05/2016	52.552,80	0,56%	0,20000	-1,00%
03/05/2016	52.260,19	-2,43%	0,21000	0,00%
02/05/2016	53.561,54	-0,65%	0,21000	-1,00%
29/04/2016	53.910,51	-0,74%	0,22000	0,00%
28/04/2016	54.311,96	-0,30%	0,22000	0,00%
27/04/2016	54.477,78	2,63%	0,22000	0,00%
26/04/2016	53.082,50	2,35%	0,22000	-1,00%
25/04/2016	51.861,72	-1,98%	0,23000	0,00%
22/04/2016	52.907,88	-1,35%	0,23000	0,00%
20/04/2016	53.630,93	-0,15%	0,23000	0,00%
19/04/2016	53.710,05	1,54%	0,23000	0,00%
18/04/2016	52.894,08	-0,63%	0,23000	1,00%
15/04/2016	53.227,74	1,56%	0,22000	0,00%
14/04/2016	52.411,02	-1,39%	0,22000	1,00%
13/04/2016	53.149,84	2,21%	0,21000	0,00%
12/04/2016	52.001,86	3,66%	0,21000	0,00%
11/04/2016	50.165,48	-0,25%	0,21000	0,00%
08/04/2016	50.292,93	3,67%	0,21000	0,00%
07/04/2016	48.513,10	0,87%	0,21000	1,00%
06/04/2016	48.096,24	-1,95%	0,20000	0,00%
05/04/2016	49.053,61	0,56%	0,20000	0,00%
04/04/2016	48.779,98	-3,52%	0,20000	0,00%
01/04/2016	50.561,53	1,01%	0,20000	0,00%
31/03/2016	50.055,27	-2,33%	0,20000	0,00%
30/03/2016	51.248,93	0,18%	0,20000	0,00%
29/03/2016	51.154,99	0,62%	0,20000	0,00%
28/03/2016	50.838,23	2,38%	0,20000	0,00%
24/03/2016	49.657,39	-0,07%	0,20000	0,00%
23/03/2016	49.690,05	-2,59%	0,20000	0,00%
22/03/2016	51.010,20	-0,32%	0,20000	-3,00%
21/03/2016	51.171,55	0,70%	0,23000	0,00%
18/03/2016	50.814,66	-0,19%	0,23000	5,00%
17/03/2016	50.913,79	6,60%	0,19000	2,00%
16/03/2016	47.763,43	1,34%	0,17000	-1,00%
15/03/2016	47.130,02	-3,56%	0,18000	0,00%
14/03/2016	48.867,34	-1,55%	0,18000	0,00%
11/03/2016	49.638,68	0,14%	0,18000	0,00%
10/03/2016	49.571,10	1,86%	0,18000	1,00%
09/03/2016	48.665,09	-0,89%	0,17000	-1,00%
08/03/2016	49.102,14	-0,29%	0,18000	2,00%
07/03/2016	49.246,10	0,33%	0,16000	0,00%
04/03/2016	49.084,87	4,01%	0,16000	0,00%
03/03/2016	47.193,39	5,12%	0,16000	1,00%
02/03/2016	44.893,48	1,75%	0,15000	-1,00%
01/03/2016	44.121,79	3,10%	0,16000	-1,00%
29/02/2016	42.793,86	2,89%	0,17000	1,00%
26/02/2016	41.593,08	-0,70%	0,16000	1,00%
25/02/2016	41.887,90	-0,47%	0,15000	1,00%
24/02/2016	42.084,56	-1,03%	0,14000	0,00%
23/02/2016	42.520,94	-1,65%	0,14000	-1,00%
22/02/2016	43.234,86	4,07%	0,15000	0,00%
19/02/2016	41.543,41	0,16%	0,15000	0,00%
18/02/2016	41.477,63	-0,37%	0,15000	0,00%
17/02/2016	41.630,82	1,67%	0,15000	0,00%
16/02/2016	40.947,70	2,13%	0,15000	2,00%
15/02/2016	40.092,89	0,72%	0,13000	0,00%
12/02/2016	39.808,05	1,25%	0,13000	0,00%
11/02/2016	39.318,30	-2,62%	0,13000	0,00%
10/02/2016	40.376,58	-0,53%	0,13000	0,00%
05/02/2016	40.592,09	-0,56%	0,13000	0,00%
04/02/2016	40.821,73	3,11%	0,13000	0,00%
03/02/2016	39.588,82	2,57%	0,13000	0,00%
02/02/2016	38.596,17	-4,87%	0,13000	0,00%
01/02/2016	40.570,04	0,41%	0,13000	0,00%
29/01/2016	40.405,99	4,60%	0,13000	0,00%
28/01/2016	38.630,19	0,66%	0,13000	0,00%
27/01/2016	38.376,37	2,34%	0,13000	-1,00%
26/01/2016	37.497,48	-1,40%	0,14000	0,00%

22/01/2016	38.031,22	0,83%	0,14000	1,00%
21/01/2016	37.717,11	0,19%	0,13000	0,00%
20/01/2016	37.645,48	-1,08%	0,13000	0,00%
19/01/2016	38.057,02	0,32%	0,13000	0,00%
18/01/2016	37.937,27	-1,64%	0,13000	-1,00%
15/01/2016	38.569,12	-2,36%	0,14000	2,00%
14/01/2016	39.500,11	1,43%	0,12000	-2,00%
13/01/2016	38.944,44	-1,44%	0,14000	0,00%
12/01/2016	39.513,83	-1,09%	0,14000	0,00%
11/01/2016	39.950,49	-1,63%	0,14000	1,00%
08/01/2016	40.612,21	-0,20%	0,13000	-1,00%
07/01/2016	40.694,72	-2,58%	0,14000	0,00%
06/01/2016	41.773,14	-1,52%	0,14000	1,00%
05/01/2016	42.419,32	0,66%	0,13000	0,00%
04/01/2016	42.141,04	-2,79%	0,13000	0,00%
30/12/2015	43.349,96	-0,70%	0,13000	0,00%
29/12/2015	43.653,97	-0,25%	0,13000	0,00%
28/12/2015	43.764,34	-0,57%	0,13000	-1,00%
23/12/2015	44.014,93	1,25%	0,14000	0,00%
22/12/2015	43.469,52	0,62%	0,14000	0,00%
21/12/2015	43.199,95	-1,62%	0,14000	-1,00%
18/12/2015	43.910,60	-2,98%	0,15000	0,00%
17/12/2015	45.261,48	0,55%	0,15000	0,00%
16/12/2015	45.015,84	0,32%	0,15000	0,00%
15/12/2015	44.872,47	0,28%	0,15000	0,00%
14/12/2015	44.747,31	-1,14%	0,15000	0,00%
11/12/2015	45.262,72	-0,81%	0,15000	0,00%
10/12/2015	45.630,71	-1,04%	0,15000	0,00%
09/12/2015	46.108,03	3,75%	0,15000	0,00%
08/12/2015	44.443,26	-1,72%	0,15000	0,00%
07/12/2015	45.222,70	-0,30%	0,15000	1,00%
04/12/2015	45.360,76	-2,23%	0,14000	-1,00%
03/12/2015	46.393,26	3,29%	0,15000	1,00%
02/12/2015	44.914,53	-0,29%	0,14000	0,00%
01/12/2015	45.046,75	-0,16%	0,14000	-1,00%
30/11/2015	45.120,36	-1,64%	0,15000	0,00%
27/11/2015	45.872,91	-2,70%	0,15000	0,00%
26/11/2015	47.145,63	0,60%	0,15000	0,00%
25/11/2015	46.866,64	-2,94%	0,15000	0,00%
24/11/2015	48.284,19	0,28%	0,15000	-1,00%
23/11/2015	48.150,27	0,02%	0,16000	0,00%
19/11/2015	48.138,89	1,48%	0,16000	0,00%
18/11/2015	47.435,58	0,40%	0,16000	0,00%
17/11/2015	47.247,80	0,86%	0,16000	0,00%
16/11/2015	46.846,88	0,71%	0,16000	0,00%
13/11/2015	46.517,04	-0,78%	0,16000	0,00%
12/11/2015	46.883,58	-0,39%	0,16000	-1,00%
11/11/2015	47.065,01	1,86%	0,17000	1,00%
10/11/2015	46.206,57	0,03%	0,16000	0,00%
09/11/2015	46.194,92	-1,54%	0,16000	0,00%
06/11/2015	46.918,52	-2,35%	0,16000	1,00%
05/11/2015	48.046,76	0,71%	0,15000	0,00%
04/11/2015	47.710,10	-0,71%	0,15000	0,00%
03/11/2015	48.053,67	4,76%	0,15000	0,00%
30/10/2015	45.868,82	0,53%	0,15000	1,00%
29/10/2015	45.628,35	-2,38%	0,14000	0,00%
28/10/2015	46.740,85	-0,64%	0,14000	0,00%
27/10/2015	47.042,94	-0,35%	0,14000	0,00%
26/10/2015	47.209,32	-0,81%	0,14000	0,00%
23/10/2015	47.596,59	-0,37%	0,14000	0,00%
22/10/2015	47.772,14	1,59%	0,14000	0,00%
21/10/2015	47.025,87	-0,11%	0,14000	0,00%
20/10/2015	47.076,55	-0,78%	0,14000	1,00%
19/10/2015	47.447,31	0,45%	0,13000	0,00%
16/10/2015	47.236,10	0,16%	0,13000	0,00%
15/10/2015	47.161,15	0,96%	0,13000	0,00%
14/10/2015	46.710,44	-1,38%	0,13000	0,00%
13/10/2015	47.362,64	-4,00%	0,13000	-1,00%
09/10/2015	49.338,41	0,47%	0,14000	0,00%
08/10/2015	49.106,56	0,39%	0,14000	-1,00%
07/10/2015	48.914,32	2,47%	0,15000	1,00%
06/10/2015	47.735,11	0,29%	0,14000	-2,00%
05/10/2015	47.598,07	1,20%	0,16000	0,00%
02/10/2015	47.033,46	3,80%	0,16000	0,00%
01/10/2015	45.313,27	0,56%	0,16000	0,00%
30/09/2015	45.059,34	2,10%	0,16000	4,00%
29/09/2015	44.131,82	0,40%	0,12000	0,00%
28/09/2015	43.956,63	-1,95%	0,12000	1,00%
25/09/2015	44.831,46	-1,02%	0,11000	-1,00%
24/09/2015	45.291,97	-0,11%	0,12000	0,00%
23/09/2015	45.340,11	-2,00%	0,12000	0,00%
22/09/2015	46.264,61	-0,70%	0,12000	-1,00%
21/09/2015	46.590,20	-1,43%	0,13000	0,00%

18/09/2015	47.264,08	-2,65%	0,13000	0,00%
17/09/2015	48.551,08	0,00%	0,13000	0,00%
16/09/2015	48.553,10	2,51%	0,13000	-2,00%
15/09/2015	47.364,07	0,17%	0,15000	0,00%
14/09/2015	47.281,52	1,90%	0,15000	0,00%
11/09/2015	46.400,50	-0,22%	0,15000	1,00%
10/09/2015	46.503,99	-0,33%	0,14000	0,00%
09/09/2015	46.657,10	-0,22%	0,14000	-1,00%
08/09/2015	46.762,07	0,57%	0,15000	0,00%
04/09/2015	46.497,72	-1,83%	0,15000	0,00%
03/09/2015	47.365,87	1,94%	0,15000	0,00%
02/09/2015	46.463,96	2,17%	0,15000	0,00%
01/09/2015	45.477,06	-2,46%	0,15000	-1,00%
31/08/2015	46.625,52	-1,12%	0,16000	1,00%
28/08/2015	47.153,87	-1,18%	0,15000	0,00%
27/08/2015	47.715,27	3,64%	0,15000	0,00%
26/08/2015	46.038,08	3,35%	0,15000	0,00%
25/08/2015	44.544,86	0,47%	0,15000	-1,00%
24/08/2015	44.336,47	-3,03%	0,16000	0,00%
21/08/2015	45.719,64	-1,99%	0,16000	0,00%
20/08/2015	46.649,23	0,13%	0,16000	0,00%
19/08/2015	46.588,39	-1,82%	0,16000	-2,00%
18/08/2015	47.450,58	0,49%	0,19000	0,00%
17/08/2015	47.217,43	-0,61%	0,19000	0,00%
14/08/2015	47.508,41	-1,04%	0,19000	0,00%
13/08/2015	48.009,57	-0,78%	0,19000	0,00%
12/08/2015	48.388,05	-1,39%	0,19000	0,00%
11/08/2015	49.072,34	-0,57%	0,19000	0,00%
10/08/2015	49.353,00	1,60%	0,19000	0,00%
07/08/2015	48.577,32	-2,87%	0,19000	0,00%
06/08/2015	50.011,32	-0,55%	0,19000	0,00%
05/08/2015	50.287,27	0,46%	0,19000	0,00%
04/08/2015	50.058,49	-0,16%	0,19000	0,00%
03/08/2015	50.138,05	-1,43%	0,19000	0,00%
31/07/2015	50.864,77	1,94%	0,19000	0,00%
30/07/2015	49.897,40	-0,69%	0,19000	0,00%
29/07/2015	50.245,14	1,30%	0,19000	0,00%
28/07/2015	49.601,60	1,78%	0,19000	0,00%
27/07/2015	48.735,54	-1,04%	0,19000	0,00%
24/07/2015	49.245,84	-1,13%	0,19000	0,00%
23/07/2015	49.806,62	-2,18%	0,19000	0,00%
22/07/2015	50.915,78	-1,09%	0,19000	0,00%
21/07/2015	51.474,28	-0,24%	0,19000	0,00%
20/07/2015	51.600,07	-1,42%	0,19000	0,00%
17/07/2015	52.341,80	-1,37%	0,19000	0,00%
16/07/2015	53.069,75	0,32%	0,19000	0,00%
15/07/2015	52.902,28	-0,63%	0,19000	0,00%
14/07/2015	53.239,17	0,23%	0,19000	0,00%
13/07/2015	53.119,47	1,01%	0,19000	-1,00%
10/07/2015	52.590,72	1,56%	0,20000	0,00%
08/07/2015	51.781,74	-1,07%	0,20000	0,00%
07/07/2015	52.343,71	0,37%	0,20000	0,00%
06/07/2015	52.149,37	-0,70%	0,20000	1,00%
03/07/2015	52.519,40	-1,10%	0,19000	0,00%
02/07/2015	53.106,18	0,66%	0,19000	0,00%
01/07/2015	52.757,53	-0,61%	0,19000	0,00%
30/06/2015	53.080,88	0,13%	0,19000	0,00%
29/06/2015	53.014,21	-1,86%	0,19000	-2,00%
26/06/2015	54.016,97	1,58%	0,21000	0,00%
25/06/2015	53.175,66	-1,24%	0,21000	0,00%
24/06/2015	53.842,53	0,13%	0,21000	1,00%
23/06/2015	53.772,43	-0,17%	0,20000	0,00%
22/06/2015	53.863,67	0,21%	0,20000	0,00%
19/06/2015	53.749,41	-0,90%	0,20000	0,00%
18/06/2015	54.238,59	1,86%	0,20000	0,00%
17/06/2015	53.248,54	-0,84%	0,20000	0,00%
16/06/2015	53.702,15	1,06%	0,20000	-2,00%
15/06/2015	53.137,53	-0,39%	0,22000	0,00%
12/06/2015	53.347,53	-0,64%	0,22000	0,00%
11/06/2015	53.688,51	-0,35%	0,22000	0,00%
10/06/2015	53.876,44	2,01%	0,22000	0,00%
09/06/2015	52.815,99	0,01%	0,22000	0,00%
08/06/2015	52.809,63	-0,31%	0,22000	1,00%
05/06/2015	52.973,37	-1,03%	0,21000	1,00%
03/06/2015	53.522,90	-1,32%	0,20000	1,00%
02/06/2015	54.236,43	2,27%	0,19000	-1,00%
01/06/2015	53.031,31	0,51%	0,20000	1,00%
29/05/2015	52.760,47	-2,25%	0,19000	-1,00%
28/05/2015	53.976,27	-0,48%	0,20000	1,00%
27/05/2015	54.236,25	1,13%	0,19000	0,00%
26/05/2015	53.629,78	-1,79%	0,19000	0,00%
25/05/2015	54.609,25	0,43%	0,19000	0,00%
22/05/2015	54.377,29	-1,33%	0,19000	0,00%

21/05/2015	55.112,05	0,38%	0,19000	0,00%
20/05/2015	54.901,02	-1,08%	0,19000	0,00%
19/05/2015	55.498,82	-1,26%	0,19000	0,00%
18/05/2015	56.204,23	-1,82%	0,19000	0,00%
15/05/2015	57.248,63	1,04%	0,19000	0,00%
14/05/2015	56.656,57	0,50%	0,19000	-1,00%
13/05/2015	56.372,04	-0,74%	0,20000	0,00%
12/05/2015	56.792,05	-0,71%	0,20000	0,00%
11/05/2015	57.197,10	0,08%	0,20000	0,00%
08/05/2015	57.149,33	0,40%	0,20000	-2,00%
07/05/2015	56.921,39	-0,32%	0,22000	0,00%
06/05/2015	57.103,14	-1,63%	0,22000	0,00%
05/05/2015	58.051,61	1,22%	0,22000	0,00%
04/05/2015	57.353,98	2,00%	0,22000	1,00%
30/04/2015	56.229,38	1,63%	0,21000	0,00%
29/04/2015	55.325,29	-0,87%	0,21000	0,00%
28/04/2015	55.812,03	0,50%	0,21000	0,00%
27/04/2015	55.534,50	-1,87%	0,21000	-1,00%
24/04/2015	56.594,22	1,63%	0,22000	-1,00%
23/04/2015	55.684,85	1,95%	0,23000	0,00%
22/04/2015	54.617,36	1,59%	0,23000	2,00%
20/04/2015	53.761,27	-0,36%	0,21000	0,00%
17/04/2015	53.954,79	-1,32%	0,21000	1,00%
16/04/2015	54.674,21	-0,45%	0,20000	0,00%
15/04/2015	54.918,74	1,74%	0,20000	1,00%
14/04/2015	53.981,92	-0,48%	0,19000	1,00%
13/04/2015	54.239,77	0,05%	0,18000	-2,00%
10/04/2015	54.214,11	0,76%	0,20000	0,00%
09/04/2015	53.802,66	0,26%	0,20000	0,00%
08/04/2015	53.661,11	-0,13%	0,20000	2,00%
07/04/2015	53.729,16	-0,02%	0,18000	0,00%
06/04/2015	53.737,26	1,16%	0,18000	0,00%
02/04/2015	53.123,02	1,53%	0,18000	0,00%
01/04/2015	52.321,76	2,29%	0,18000	0,00%
31/03/2015	51.150,16	-0,18%	0,18000	-1,00%
30/03/2015	51.243,45	2,29%	0,19000	0,00%
27/03/2015	50.094,66	-0,96%	0,19000	0,00%
26/03/2015	50.579,85	-2,47%	0,19000	0,00%
25/03/2015	51.858,30	0,68%	0,19000	0,00%
24/03/2015	51.506,07	-0,78%	0,19000	0,00%
23/03/2015	51.908,46	-0,11%	0,19000	0,00%
20/03/2015	51.966,58	1,99%	0,19000	0,00%
19/03/2015	50.953,53	-1,11%	0,19000	-1,00%
18/03/2015	51.526,19	2,47%	0,20000	2,00%
17/03/2015	50.285,12	2,94%	0,18000	0,00%
16/03/2015	48.848,21	0,52%	0,18000	0,00%
13/03/2015	48.595,81	-0,58%	0,18000	0,00%
12/03/2015	48.880,40	-0,05%	0,18000	0,00%
11/03/2015	48.905,58	1,27%	0,18000	0,00%
10/03/2015	48.293,40	-1,80%	0,18000	0,00%
09/03/2015	49.181,01	-1,60%	0,18000	0,00%
06/03/2015	49.981,19	-0,76%	0,18000	0,00%
05/03/2015	50.365,20	-0,20%	0,18000	-1,00%
04/03/2015	50.468,05	-1,63%	0,19000	-5,00%
03/03/2015	51.304,10	0,56%	0,24000	5,00%
02/03/2015	51.020,81	-1,09%	0,19000	-3,00%
27/02/2015	51.583,09	-0,34%	0,22000	0,00%
26/02/2015	51.760,54	-0,10%	0,22000	6,00%
25/02/2015	51.811,02	-0,12%	0,17000	0,00%
24/02/2015	51.874,17	1,16%	0,17000	-1,00%
23/02/2015	51.280,64	0,08%	0,18000	0,00%
20/02/2015	51.237,70	-0,11%	0,18000	0,00%
19/02/2015	51.294,03	0,03%	0,18000	-2,00%
18/02/2015	51.280,36	1,27%	0,20000	1,00%
13/02/2015	50.635,92	2,23%	0,19000	0,00%
12/02/2015	49.532,72	2,68%	0,19000	0,00%
11/02/2015	48.239,67	-0,56%	0,19000	0,00%
10/02/2015	48.510,28	-1,77%	0,19000	0,00%
09/02/2015	49.382,58	1,21%	0,19000	0,00%
06/02/2015	48.792,27	-0,90%	0,19000	1,00%
05/02/2015	49.233,85	-0,14%	0,18000	0,00%
04/02/2015	49.301,05	0,69%	0,18000	1,00%
03/02/2015	48.963,66	2,76%	0,17000	-1,00%
02/02/2015	47.650,73	1,58%	0,18000	-1,00%
30/01/2015	46.907,68	-1,79%	0,19000	0,00%
29/01/2015	47.762,24	0,14%	0,19000	0,00%
28/01/2015	47.694,54	-1,85%	0,19000	-1,00%
27/01/2015	48.591,23	0,03%	0,20000	0,00%
26/01/2015	48.576,55	-0,41%	0,20000	0,00%
23/01/2015	48.775,30	-1,35%	0,20000	0,00%
22/01/2015	49.442,62	0,44%	0,20000	0,00%
21/01/2015	49.224,08	2,81%	0,20000	0,00%
20/01/2015	47.876,66	0,25%	0,20000	0,00%

19/01/2015	47.758,01	-2,57%	0,20000	0,00%
16/01/2015	49.016,52	2,06%	0,20000	0,00%
15/01/2015	48.026,31	0,80%	0,20000	1,00%
14/01/2015	47.645,87	-0,82%	0,19000	0,00%
13/01/2015	48.041,67	-0,20%	0,19000	0,00%
12/01/2015	48.139,74	-1,43%	0,19000	0,00%
09/01/2015	48.840,25	-2,21%	0,19000	0,00%
08/01/2015	49.943,30	0,97%	0,19000	0,00%
07/01/2015	49.462,91	3,05%	0,19000	0,00%
06/01/2015	48.000,92	1,02%	0,19000	0,00%
05/01/2015	47.516,82	-2,05%	0,19000	0,00%
02/01/2015	48.512,22	-2,99%	0,19000	-2,00%
30/12/2014	50.007,41	-1,16%	0,21000	-1,00%
29/12/2014	50.593,82	0,90%	0,22000	0,00%
26/12/2014	50.144,63	-1,46%	0,22000	2,00%
23/12/2014	50.889,81	1,53%	0,20000	0,00%
22/12/2014	50.120,86	0,95%	0,20000	0,00%
19/12/2014	49.650,98	2,38%	0,20000	0,00%
18/12/2014	48.495,70	-0,45%	0,20000	0,00%
17/12/2014	48.713,64	3,63%	0,20000	0,00%
16/12/2014	47.007,51	-0,02%	0,20000	0,00%
15/12/2014	47.018,68	-2,05%	0,20000	-1,00%
12/12/2014	48.001,98	-3,73%	0,21000	0,00%
11/12/2014	49.861,81	0,63%	0,21000	0,00%
10/12/2014	49.548,08	-1,29%	0,21000	2,00%
09/12/2014	50.193,47	-0,16%	0,19000	-1,00%
08/12/2014	50.274,07	-3,31%	0,20000	0,00%
05/12/2014	51.992,89	1,10%	0,20000	0,00%
04/12/2014	51.426,87	-1,71%	0,20000	0,00%
03/12/2014	52.320,48	1,37%	0,20000	0,00%
02/12/2014	51.612,47	-1,27%	0,20000	1,00%
01/12/2014	52.276,58	-4,37%	0,19000	0,00%
28/11/2014	54.664,36	-0,10%	0,19000	-2,00%
27/11/2014	54.721,32	-0,68%	0,21000	-1,00%
26/11/2014	55.098,47	-0,83%	0,22000	1,00%
25/11/2014	55.560,81	0,28%	0,21000	-1,00%
24/11/2014	55.406,91	-1,21%	0,22000	2,00%
21/11/2014	56.084,04	5,02%	0,20000	0,00%
19/11/2014	53.402,81	2,58%	0,20000	-2,00%
18/11/2014	52.061,86	1,57%	0,22000	0,00%
17/11/2014	51.256,99	-1,00%	0,22000	0,00%
14/11/2014	51.772,40	-0,14%	0,22000	0,00%
13/11/2014	51.846,03	-2,14%	0,22000	0,00%
12/11/2014	52.978,89	0,96%	0,22000	-1,00%
11/11/2014	52.474,27	-0,48%	0,23000	2,00%
10/11/2014	52.725,38	-0,93%	0,21000	0,00%
07/11/2014	53.222,85	1,11%	0,21000	0,00%
06/11/2014	52.637,06	-1,98%	0,21000	0,00%
05/11/2014	53.698,42	-1,26%	0,21000	0,00%
04/11/2014	54.383,59	0,81%	0,21000	0,00%
03/11/2014	53.947,21	-1,25%	0,21000	0,00%
31/10/2014	54.628,60	4,38%	0,21000	0,00%
30/10/2014	52.336,83	2,52%	0,21000	0,00%
29/10/2014	51.049,32	-2,45%	0,21000	0,00%
28/10/2014	52.330,03	3,62%	0,21000	-2,00%
27/10/2014	50.503,66	-2,77%	0,23000	0,00%
24/10/2014	51.940,73	2,42%	0,23000	0,00%
23/10/2014	50.713,26	-3,24%	0,23000	0,00%
22/10/2014	52.411,03	-0,04%	0,23000	0,00%
21/10/2014	52.432,43	-3,44%	0,23000	-1,00%
20/10/2014	54.302,57	-2,55%	0,24000	0,00%
17/10/2014	55.723,79	2,63%	0,24000	0,00%
16/10/2014	54.298,33	-3,27%	0,24000	0,00%
15/10/2014	56.135,27	-3,24%	0,24000	0,00%
14/10/2014	58.015,46	0,10%	0,24000	0,00%
13/10/2014	57.956,53	4,78%	0,24000	1,00%
10/10/2014	55.311,59	-3,42%	0,23000	0,00%
09/10/2014	57.267,53	0,37%	0,23000	0,00%
08/10/2014	57.058,48	-0,66%	0,23000	0,00%
07/10/2014	57.436,33	0,56%	0,23000	0,00%
06/10/2014	57.115,90	4,72%	0,23000	-1,00%
03/10/2014	54.539,55	1,91%	0,24000	2,00%
02/10/2014	53.518,57	1,25%	0,22000	0,00%
01/10/2014	52.858,43	-2,32%	0,22000	-1,00%
30/09/2014	54.115,98	-0,93%	0,23000	2,00%
29/09/2014	54.625,35	-4,52%	0,21000	0,00%
26/09/2014	57.212,38	2,23%	0,21000	-1,00%
25/09/2014	55.962,08	-1,52%	0,22000	0,00%
24/09/2014	56.824,42	0,50%	0,22000	1,00%
23/09/2014	56.540,50	-0,49%	0,21000	-2,00%
22/09/2014	56.818,11	-1,68%	0,23000	0,00%
19/09/2014	57.788,70	-1,00%	0,23000	0,00%
18/09/2014	58.374,48	-1,24%	0,23000	0,00%

17/09/2014	59.108,19	-0,01%	0,23000	-3,00%
16/09/2014	59.114,66	2,01%	0,26000	1,00%
15/09/2014	57.948,76	1,79%	0,25000	0,00%
12/09/2014	56.927,81	-2,42%	0,25000	0,00%
11/09/2014	58.337,29	0,24%	0,25000	-1,00%
10/09/2014	58.198,66	-0,81%	0,26000	1,00%
09/09/2014	58.676,34	-0,87%	0,25000	0,00%
08/09/2014	59.192,75	-2,45%	0,25000	0,00%
05/09/2014	60.681,98	-0,19%	0,25000	0,00%
04/09/2014	60.800,02	-1,68%	0,25000	-1,00%
03/09/2014	61.837,04	-0,10%	0,26000	1,00%
02/09/2014	61.895,98	1,23%	0,25000	0,00%
01/09/2014	61.141,27	-0,24%	0,25000	-1,00%
29/08/2014	61.288,15	1,65%	0,26000	1,00%
28/08/2014	60.290,87	-1,08%	0,25000	0,00%
27/08/2014	60.950,57	1,89%	0,25000	0,00%
26/08/2014	59.821,45	0,14%	0,25000	0,00%
25/08/2014	59.735,17	2,27%	0,25000	0,00%
22/08/2014	58.407,32	-0,99%	0,25000	0,00%
21/08/2014	58.992,11	0,19%	0,25000	-2,00%
20/08/2014	58.878,24	0,73%	0,27000	0,00%
19/08/2014	58.449,29	1,54%	0,27000	2,00%
18/08/2014	57.560,72	1,05%	0,26000	0,00%
15/08/2014	56.963,65	2,12%	0,26000	0,00%
14/08/2014	55.780,41	0,36%	0,26000	0,00%
13/08/2014	55.581,19	-1,53%	0,26000	0,00%
12/08/2014	56.442,34	-0,30%	0,26000	0,00%
11/08/2014	56.613,32	1,87%	0,26000	0,00%
08/08/2014	55.572,93	-1,09%	0,26000	1,00%
07/08/2014	56.188,05	-0,53%	0,25000	-1,00%
06/08/2014	56.487,18	0,51%	0,26000	0,00%
05/08/2014	56.202,10	-0,73%	0,26000	0,00%
04/08/2014	56.616,33	1,28%	0,26000	1,00%
01/08/2014	55.902,87	0,13%	0,25000	0,00%
31/07/2014	55.829,41	-1,84%	0,25000	0,00%
30/07/2014	56.877,97	-0,42%	0,25000	0,00%
29/07/2014	57.118,81	-1,00%	0,25000	0,00%
28/07/2014	57.695,72	-0,22%	0,25000	-1,00%
25/07/2014	57.821,08	-0,27%	0,26000	0,00%
24/07/2014	57.977,56	0,97%	0,26000	0,00%
23/07/2014	57.419,96	-0,97%	0,26000	0,00%
22/07/2014	57.983,32	0,61%	0,26000	0,00%
21/07/2014	57.633,92	1,09%	0,26000	0,00%
18/07/2014	57.012,90	2,47%	0,26000	0,00%
17/07/2014	55.637,51	-0,14%	0,26000	1,00%
16/07/2014	55.717,36	-0,46%	0,25000	0,00%
15/07/2014	55.973,61	0,41%	0,25000	0,00%
14/07/2014	55.743,98	1,75%	0,25000	0,00%
11/07/2014	54.785,93	0,35%	0,25000	0,00%
10/07/2014	54.592,75	1,79%	0,25000	0,00%
08/07/2014	53.634,69	-0,31%	0,25000	0,00%
07/07/2014	53.801,83	-0,47%	0,25000	0,00%
04/07/2014	54.055,90	0,34%	0,25000	0,00%
03/07/2014	53.874,58	1,59%	0,25000	-2,00%
02/07/2014	53.028,78	-0,27%	0,27000	0,00%
01/07/2014	53.171,49	0,01%	0,27000	0,00%
30/06/2014	53.168,22	0,02%	0,27000	1,00%
27/06/2014	53.157,30	-0,65%	0,26000	2,00%
26/06/2014	53.506,75	0,15%	0,24000	0,00%
25/06/2014	53.425,74	-1,58%	0,24000	-3,00%
24/06/2014	54.280,78	0,13%	0,27000	4,00%
23/06/2014	54.210,05	-0,78%	0,23000	0,00%
20/06/2014	54.638,19	-1,02%	0,23000	0,00%
18/06/2014	55.202,54	1,66%	0,23000	0,00%
17/06/2014	54.299,95	-0,60%	0,23000	0,00%
16/06/2014	54.629,55	-0,32%	0,23000	0,00%
13/06/2014	54.806,64	-0,54%	0,23000	0,00%
11/06/2014	55.102,44	0,91%	0,23000	0,00%
10/06/2014	54.604,34	0,61%	0,23000	0,00%
09/06/2014	54.273,16	2,15%	0,23000	0,00%
06/06/2014	53.128,66	3,04%	0,23000	0,00%
05/06/2014	51.558,79	-0,53%	0,23000	0,00%
04/06/2014	51.832,98	-0,38%	0,23000	2,00%
03/06/2014	52.032,38	0,83%	0,21000	-1,00%
02/06/2014	51.605,83	0,72%	0,22000	0,00%
30/05/2014	51.239,34	-1,91%	0,22000	0,00%
29/05/2014	52.239,34	-0,76%	0,22000	0,00%
28/05/2014	52.639,75	0,89%	0,22000	0,00%
27/05/2014	52.172,36	-1,44%	0,22000	0,00%
26/05/2014	52.932,91	0,58%	0,22000	0,00%
23/05/2014	52.626,41	-0,34%	0,22000	0,00%
22/05/2014	52.806,22	1,15%	0,22000	0,00%
21/05/2014	52.203,37	-0,31%	0,22000	0,00%

20/05/2014	52.366,19	-1,85%	0,22000	0,00%
19/05/2014	53.353,10	-1,15%	0,22000	0,00%
16/05/2014	53.975,76	0,22%	0,22000	0,00%
15/05/2014	53.855,54	-1,02%	0,22000	0,00%
14/05/2014	54.412,54	0,94%	0,22000	0,00%
13/05/2014	53.907,46	-0,27%	0,22000	-1,00%
12/05/2014	54.052,90	1,79%	0,23000	-4,00%
09/05/2014	53.100,34	-0,60%	0,27000	2,00%
08/05/2014	53.422,37	-1,17%	0,25000	0,00%
07/05/2014	54.052,74	0,51%	0,25000	3,00%
06/05/2014	53.779,74	0,62%	0,22000	0,00%
05/05/2014	53.446,17	0,88%	0,22000	2,00%
02/05/2014	52.980,31	2,62%	0,20000	0,00%
30/04/2014	51.626,69	-0,41%	0,20000	0,00%
29/04/2014	51.838,61	0,89%	0,20000	0,00%
28/04/2014	51.383,68	-0,03%	0,20000	-1,00%
25/04/2014	51.399,35	-0,81%	0,21000	0,00%
24/04/2014	51.817,45	0,48%	0,21000	0,00%
23/04/2014	51.569,69	-0,78%	0,21000	1,00%
22/04/2014	51.976,86	-0,26%	0,20000	0,00%
17/04/2014	52.111,85	1,78%	0,20000	-1,00%
16/04/2014	51.200,56	1,48%	0,21000	-1,00%
15/04/2014	50.454,35	-2,21%	0,22000	0,00%
14/04/2014	51.596,55	-0,52%	0,22000	0,00%
11/04/2014	51.867,29	1,45%	0,22000	0,00%
10/04/2014	51.127,48	-0,11%	0,22000	0,00%
09/04/2014	51.185,40	-0,86%	0,22000	0,00%
08/04/2014	51.629,07	-1,01%	0,22000	0,00%
07/04/2014	52.155,28	2,10%	0,22000	0,00%
04/04/2014	51.081,78	-0,63%	0,22000	0,00%
03/04/2014	51.408,21	-0,57%	0,22000	0,00%
02/04/2014	51.701,05	2,85%	0,22000	1,00%
01/04/2014	50.270,37	-0,29%	0,21000	0,00%
31/03/2014	50.414,92	1,30%	0,21000	0,00%
28/03/2014	49.768,06	0,24%	0,21000	0,00%
27/03/2014	49.646,79	3,50%	0,21000	-1,00%
26/03/2014	47.965,61	-0,45%	0,22000	1,00%
25/03/2014	48.180,14	0,39%	0,21000	0,00%
24/03/2014	47.993,42	1,29%	0,21000	0,00%
21/03/2014	47.380,94	0,22%	0,21000	0,00%
20/03/2014	47.278,48	1,53%	0,21000	0,00%
19/03/2014	46.567,23	0,90%	0,21000	0,00%
18/03/2014	46.150,96	2,29%	0,21000	0,00%
17/03/2014	45.117,80	0,34%	0,21000	0,00%
14/03/2014	44.965,66	-1,05%	0,21000	0,00%
13/03/2014	45.443,83	-0,91%	0,21000	0,00%
12/03/2014	45.861,81	0,36%	0,21000	0,00%
11/03/2014	45.697,62	0,36%	0,21000	0,00%
10/03/2014	45.533,20	-1,54%	0,21000	-1,00%
07/03/2014	46.244,07	-1,80%	0,22000	0,00%
06/03/2014	47.093,13	1,08%	0,22000	1,00%
05/03/2014	46.589,00	-1,07%	0,21000	0,00%
28/02/2014	47.094,40	-1,08%	0,21000	0,00%
27/02/2014	47.606,75	2,16%	0,21000	-1,00%
26/02/2014	46.599,21	-0,25%	0,23000	0,00%
25/02/2014	46.715,91	-1,43%	0,23000	-1,00%
24/02/2014	47.393,50	0,03%	0,24000	0,00%
21/02/2014	47.380,24	0,19%	0,24000	0,00%
20/02/2014	47.288,61	0,29%	0,24000	0,00%
19/02/2014	47.150,83	1,18%	0,24000	0,00%
18/02/2014	46.599,76	-2,05%	0,24000	-1,00%
17/02/2014	47.576,33	-1,30%	0,25000	0,00%
14/02/2014	48.201,11	0,81%	0,25000	0,00%
13/02/2014	47.812,83	-0,84%	0,25000	0,00%
12/02/2014	48.216,89	-0,51%	0,25000	0,00%
11/02/2014	48.462,79	1,58%	0,25000	0,00%
10/02/2014	47.710,82	-0,75%	0,25000	0,00%
07/02/2014	48.073,60	0,70%	0,25000	2,00%
06/02/2014	47.738,09	2,39%	0,23000	0,00%
05/02/2014	46.624,39	-0,72%	0,23000	0,00%
04/02/2014	46.964,22	1,77%	0,23000	0,00%
03/02/2014	46.147,52	-3,13%	0,23000	0,00%
31/01/2014	47.638,99	0,84%	0,23000	0,00%
30/01/2014	47.244,26	-0,66%	0,23000	-1,00%
29/01/2014	47.556,78	-0,59%	0,24000	2,00%
28/01/2014	47.840,93	0,29%	0,22000	-4,00%
27/01/2014	47.701,05	-0,18%	0,26000	0,00%
24/01/2014	47.787,38	-1,10%	0,26000	0,00%
23/01/2014	48.320,64	-1,99%	0,26000	0,00%
22/01/2014	49.299,66	1,56%	0,26000	0,00%
21/01/2014	48.542,07	-0,34%	0,26000	0,00%
20/01/2014	48.708,41	-0,96%	0,26000	0,00%
17/01/2014	49.181,86	-1,04%	0,26000	0,00%

16/01/2014	49.696,28	-0,82%	0,26000	0,00%
15/01/2014	50.105,37	0,81%	0,26000	0,00%
14/01/2014	49.703,10	0,56%	0,26000	0,00%
13/01/2014	49.426,90	-0,54%	0,26000	0,00%
10/01/2014	49.696,45	0,76%	0,26000	0,00%
09/01/2014	49.321,68	-2,48%	0,26000	0,00%
08/01/2014	50.576,64	0,29%	0,26000	0,00%
07/01/2014	50.430,02	-1,07%	0,26000	0,00%
06/01/2014	50.973,62	-0,01%	0,26000	0,00%
03/01/2014	50.981,09	1,27%	0,26000	0,00%
02/01/2014	50.341,25	-2,26%	0,26000	0,00%
30/12/2013	51.507,16	0,47%	0,26000	0,00%
27/12/2013	51.266,56	0,09%	0,26000	0,00%
26/12/2013	51.221,01	-0,26%	0,26000	0,00%
23/12/2013	51.356,10	0,33%	0,26000	0,00%
20/12/2013	51.185,74	-0,87%	0,26000	0,00%
19/12/2013	51.633,43	2,12%	0,26000	0,00%
18/12/2013	50.563,43	0,94%	0,26000	0,00%
17/12/2013	50.090,35	-0,38%	0,26000	0,00%
16/12/2013	50.279,61	0,46%	0,26000	0,00%
13/12/2013	50.051,18	-0,14%	0,26000	0,00%
12/12/2013	50.121,61	0,11%	0,26000	-1,00%
11/12/2013	50.067,99	-1,81%	0,27000	0,00%
10/12/2013	50.993,02	-0,34%	0,27000	0,00%
09/12/2013	51.165,38	0,43%	0,27000	0,00%
06/12/2013	50.944,27	0,31%	0,27000	0,00%
05/12/2013	50.787,63	1,14%	0,27000	0,00%
04/12/2013	50.215,79	-0,26%	0,27000	0,00%
03/12/2013	50.348,89	-1,75%	0,27000	1,00%
02/12/2013	51.244,87	-2,36%	0,26000	0,00%
29/11/2013	52.482,49	1,23%	0,26000	0,00%
28/11/2013	51.846,83	-0,03%	0,26000	0,00%
27/11/2013	51.861,21	0,81%	0,26000	0,00%
26/11/2013	51.446,91	-1,56%	0,26000	0,00%
25/11/2013	52.263,51	-1,02%	0,26000	0,00%
22/11/2013	52.800,74	0,21%	0,26000	0,00%
21/11/2013	52.688,02	-0,65%	0,26000	0,00%
19/11/2013	53.032,91	-2,35%	0,26000	0,00%
18/11/2013	54.307,04	1,60%	0,26000	-1,00%
14/11/2013	53.451,60	2,34%	0,27000	0,00%
13/11/2013	52.230,29	0,82%	0,27000	-1,00%
12/11/2013	51.804,33	-1,56%	0,28000	0,00%
11/11/2013	52.623,87	0,72%	0,28000	0,00%
08/11/2013	52.248,86	-0,93%	0,28000	1,00%
07/11/2013	52.740,79	-1,21%	0,27000	0,00%
06/11/2013	53.384,60	-0,83%	0,27000	0,00%
05/11/2013	53.831,85	-1,11%	0,27000	0,00%
04/11/2013	54.436,92	0,78%	0,27000	0,00%
01/11/2013	54.013,24	-0,45%	0,27000	0,00%
31/10/2013	54.256,20	0,15%	0,27000	0,00%
30/10/2013	54.172,82	-0,67%	0,27000	0,00%
29/10/2013	54.538,80	-0,97%	0,27000	-1,00%
28/10/2013	55.073,37	1,70%	0,28000	0,00%
25/10/2013	54.154,15	-1,32%	0,28000	0,00%
24/10/2013	54.877,15	-1,02%	0,28000	1,00%
23/10/2013	55.440,03	-1,81%	0,27000	0,00%
22/10/2013	56.460,38	0,68%	0,27000	0,00%
21/10/2013	56.077,43	1,26%	0,27000	-1,00%
18/10/2013	55.378,46	0,04%	0,28000	0,00%
17/10/2013	55.358,13	-1,10%	0,28000	-3,00%
16/10/2013	55.973,03	1,80%	0,31000	4,00%
15/10/2013	54.980,64	1,50%	0,27000	-1,00%
14/10/2013	54.170,60	1,92%	0,28000	0,00%
11/10/2013	53.149,62	0,29%	0,28000	0,00%
10/10/2013	52.996,64	0,85%	0,28000	0,00%
09/10/2013	52.547,71	0,45%	0,28000	1,00%
08/10/2013	52.312,44	-0,20%	0,27000	0,00%
07/10/2013	52.417,10	-0,82%	0,27000	2,00%
04/10/2013	52.848,97	0,68%	0,25000	0,00%
03/10/2013	52.489,86	-1,15%	0,25000	0,00%
02/10/2013	53.100,18	-0,15%	0,25000	0,00%
01/10/2013	53.179,46	1,61%	0,25000	1,00%
30/09/2013	52.338,19	-2,61%	0,24000	0,00%
27/09/2013	53.738,92	-0,08%	0,24000	0,00%
26/09/2013	53.782,97	-0,88%	0,24000	0,00%
25/09/2013	54.261,11	-0,31%	0,24000	1,00%
24/09/2013	54.431,05	-0,31%	0,23000	0,00%
23/09/2013	54.602,38	0,91%	0,23000	-1,00%
20/09/2013	54.110,03	-1,79%	0,24000	0,00%
19/09/2013	55.095,69	-1,09%	0,24000	0,00%
18/09/2013	55.702,90	2,64%	0,24000	0,00%
17/09/2013	54.271,25	0,84%	0,24000	1,00%
16/09/2013	53.821,63	0,04%	0,23000	0,00%

13/09/2013	53.797,51	0,92%	0,23000	-1,00%
12/09/2013	53.307,09	-0,49%	0,24000	0,00%
11/09/2013	53.570,46	-0,76%	0,24000	0,00%
10/09/2013	53.979,03	-0,50%	0,24000	0,00%
09/09/2013	54.251,85	0,93%	0,24000	1,00%
06/09/2013	53.749,42	2,67%	0,23000	-1,00%
05/09/2013	52.351,86	1,23%	0,24000	0,00%
04/09/2013	51.716,16	0,18%	0,24000	-1,00%
03/09/2013	51.625,50	-0,40%	0,25000	0,00%
02/09/2013	51.835,15	3,65%	0,25000	1,00%
30/08/2013	50.008,38	0,17%	0,24000	-2,00%
29/08/2013	49.921,88	0,11%	0,26000	1,00%
28/08/2013	49.866,92	-0,45%	0,25000	0,00%
27/08/2013	50.091,55	-2,60%	0,25000	0,00%
26/08/2013	51.429,48	-1,47%	0,25000	-2,00%
23/08/2013	52.197,06	1,56%	0,27000	3,00%
22/08/2013	51.397,66	1,97%	0,24000	2,00%
21/08/2013	50.405,20	-0,20%	0,23000	0,00%
20/08/2013	50.507,02	-2,07%	0,23000	0,00%
19/08/2013	51.574,09	0,07%	0,23000	0,00%
16/08/2013	51.538,78	1,24%	0,23000	-1,00%
15/08/2013	50.908,34	0,02%	0,24000	0,00%
14/08/2013	50.895,92	0,58%	0,24000	1,00%
13/08/2013	50.600,55	0,60%	0,23000	-1,00%
12/08/2013	50.299,49	0,85%	0,24000	0,00%
09/08/2013	49.874,90	1,93%	0,24000	1,00%
08/08/2013	48.928,82	3,12%	0,23000	0,00%
07/08/2013	47.446,71	0,05%	0,23000	-1,00%
06/08/2013	47.421,85	-2,09%	0,24000	0,00%
05/08/2013	48.436,44	-0,08%	0,24000	0,00%
02/08/2013	48.474,04	-1,36%	0,24000	1,00%
01/08/2013	49.140,78	1,88%	0,23000	0,00%
31/07/2013	48.234,49	-0,67%	0,23000	0,00%
30/07/2013	48.561,78	-1,32%	0,23000	0,00%
29/07/2013	49.212,33	-0,42%	0,23000	0,00%
26/07/2013	49.422,05	0,72%	0,23000	0,00%
25/07/2013	49.066,75	1,43%	0,23000	0,00%
24/07/2013	48.374,23	-0,91%	0,23000	1,00%
23/07/2013	48.819,52	0,51%	0,22000	-1,00%
22/07/2013	48.574,09	2,48%	0,23000	0,00%
19/07/2013	47.400,23	-0,54%	0,23000	1,00%
18/07/2013	47.656,92	0,53%	0,22000	-1,00%
17/07/2013	47.407,31	1,15%	0,23000	0,00%
16/07/2013	46.869,29	0,28%	0,23000	0,00%
15/07/2013	46.738,90	2,65%	0,23000	0,00%
12/07/2013	45.533,24	-2,34%	0,23000	1,00%
11/07/2013	46.626,26	2,51%	0,22000	0,00%
10/07/2013	45.483,43	0,90%	0,22000	0,00%
08/07/2013	45.075,50	-0,30%	0,22000	0,00%
05/07/2013	45.210,49	-1,21%	0,22000	0,00%
04/07/2013	45.763,16	1,60%	0,22000	0,00%
03/07/2013	45.044,03	-0,41%	0,22000	0,00%
02/07/2013	45.228,95	-4,24%	0,22000	-1,00%
01/07/2013	47.229,59	-0,48%	0,23000	0,00%
28/06/2013	47.457,13	-0,32%	0,23000	0,00%
27/06/2013	47.609,46	0,93%	0,23000	0,00%
26/06/2013	47.171,98	0,59%	0,23000	0,00%
25/06/2013	46.893,04	2,02%	0,23000	0,00%
24/06/2013	45.965,05	-2,32%	0,23000	0,00%
21/06/2013	47.056,04	-2,40%	0,23000	1,00%
20/06/2013	48.214,43	0,67%	0,22000	-2,00%
19/06/2013	47.893,06	-3,18%	0,24000	0,00%
18/06/2013	49.464,94	0,77%	0,24000	0,00%
17/06/2013	49.088,65	-0,49%	0,24000	0,00%
14/06/2013	49.332,34	-2,15%	0,24000	0,00%
13/06/2013	50.414,89	2,51%	0,24000	1,00%
12/06/2013	49.180,58	-1,18%	0,23000	0,00%
11/06/2013	49.769,93	-3,01%	0,23000	0,00%
10/06/2013	51.316,65	-0,59%	0,23000	-1,00%
07/06/2013	51.618,63	-2,39%	0,24000	0,00%
06/06/2013	52.884,83	0,16%	0,24000	0,00%
05/06/2013	52.798,63	-2,26%	0,24000	0,00%
04/06/2013	54.017,90	0,14%	0,24000	-1,00%
03/06/2013	53.944,36	0,82%	0,25000	1,00%
31/05/2013	53.506,08	-2,07%	0,24000	-1,00%
29/05/2013	54.634,69	-2,50%	0,25000	-1,00%
28/05/2013	56.036,26	-0,64%	0,26000	1,00%
27/05/2013	56.395,94	-0,02%	0,25000	0,00%
24/05/2013	56.406,21	0,10%	0,25000	0,00%
23/05/2013	56.349,91	-0,14%	0,25000	-1,00%
22/05/2013	56.429,27	0,29%	0,26000	1,00%
21/05/2013	56.265,32	1,01%	0,25000	0,00%
20/05/2013	55.700,77	0,97%	0,25000	0,00%

17/05/2013	55.164,27	0,72%	0,25000	0,00%
16/05/2013	54.772,62	-0,30%	0,25000	0,00%
15/05/2013	54.936,41	0,49%	0,25000	0,00%
14/05/2013	54.666,82	0,40%	0,25000	0,00%
13/05/2013	54.447,77	-1,20%	0,25000	-1,00%
10/05/2013	55.107,80	-0,61%	0,26000	0,00%
09/05/2013	55.447,56	-0,64%	0,26000	1,00%
08/05/2013	55.804,80	-0,83%	0,25000	0,00%
07/05/2013	56.274,66	1,52%	0,25000	0,00%
06/05/2013	55.429,88	-0,10%	0,25000	0,00%
03/05/2013	55.488,08	0,30%	0,25000	0,00%
02/05/2013	55.321,93	-1,05%	0,25000	-1,00%
30/04/2013	55.910,37	1,86%	0,26000	0,00%
29/04/2013	54.887,25	1,17%	0,26000	0,00%
26/04/2013	54.252,04	-1,29%	0,26000	0,00%
25/04/2013	54.963,32	-0,04%	0,26000	0,00%
24/04/2013	54.984,23	0,18%	0,26000	0,00%
23/04/2013	54.884,75	1,08%	0,26000	0,00%
22/04/2013	54.297,73	0,68%	0,26000	0,00%
19/04/2013	53.928,92	1,44%	0,26000	0,00%
18/04/2013	53.165,91	0,54%	0,26000	0,00%
17/04/2013	52.881,96	-2,05%	0,26000	1,00%
16/04/2013	53.990,83	1,97%	0,25000	0,00%
15/04/2013	52.949,93	-3,66%	0,25000	-1,00%
12/04/2013	54.962,65	-0,79%	0,26000	0,00%
11/04/2013	55.400,91	-1,40%	0,26000	-1,00%
10/04/2013	56.186,56	0,49%	0,27000	0,00%
09/04/2013	55.912,04	1,49%	0,27000	1,00%
08/04/2013	55.092,31	0,08%	0,26000	-1,00%
05/04/2013	55.050,60	0,74%	0,27000	1,00%
04/04/2013	54.648,15	-1,65%	0,26000	0,00%
03/04/2013	55.562,74	1,23%	0,26000	0,00%
02/04/2013	54.889,10	-1,81%	0,26000	0,00%
01/04/2013	55.902,18	-0,80%	0,26000	0,00%
28/03/2013	56.352,09	0,57%	0,26000	0,00%
27/03/2013	56.034,29	0,65%	0,26000	0,00%
26/03/2013	55.671,39	1,45%	0,26000	0,00%
25/03/2013	54.873,12	-0,67%	0,26000	0,00%
22/03/2013	55.243,40	-0,60%	0,26000	-1,00%
21/03/2013	55.576,67	-0,81%	0,27000	0,00%
20/03/2013	56.030,03	-0,59%	0,27000	0,00%
19/03/2013	56.361,24	-1,07%	0,27000	-1,00%
18/03/2013	56.972,96	0,18%	0,28000	1,00%
15/03/2013	56.869,28	-0,72%	0,27000	0,00%
14/03/2013	57.281,02	-0,18%	0,27000	0,00%
13/03/2013	57.385,90	-1,41%	0,27000	0,00%
12/03/2013	58.208,61	-0,57%	0,27000	0,00%
11/03/2013	58.544,79	0,19%	0,27000	0,00%
08/03/2013	58.432,75	-0,70%	0,27000	0,00%
07/03/2013	58.846,81	1,56%	0,27000	1,00%
06/03/2013	57.940,14	3,56%	0,26000	0,00%
05/03/2013	55.950,73	-0,97%	0,26000	0,00%
04/03/2013	56.499,17	-0,68%	0,26000	0,00%
01/03/2013	56.883,99	-0,94%	0,26000	0,00%
28/02/2013	57.424,29	0,26%	0,26000	-1,00%
27/02/2013	57.273,88	0,57%	0,27000	1,00%
26/02/2013	56.948,87	0,59%	0,26000	-1,00%
25/02/2013	56.617,56	-0,14%	0,27000	0,00%
22/02/2013	56.697,06	0,97%	0,27000	1,00%
21/02/2013	56.154,68	-0,04%	0,27000	1,00%
20/02/2013	56.177,60	-1,98%	0,26000	0,00%
19/02/2013	57.314,40	-0,52%	0,26000	-2,00%
18/02/2013	57.613,90	-0,50%	0,28000	1,00%
15/02/2013	57.903,30	-0,30%	0,27000	1,00%
14/02/2013	58.077,31	-0,56%	0,26000	0,00%
13/02/2013	58.405,74	-0,16%	0,26000	1,00%
12/02/2013	58.497,83	0,00%	0,25000	0,00%
11/02/2013	58.497,83	0,00%	0,25000	0,00%
08/02/2013	58.497,83	0,21%	0,25000	-2,00%
07/02/2013	58.372,46	-0,98%	0,27000	0,00%
06/02/2013	58.951,07	-0,83%	0,27000	0,00%
05/02/2013	59.444,97	-0,22%	0,27000	0,00%
04/02/2013	59.575,66	-1,28%	0,27000	0,00%
01/02/2013	60.351,16	0,99%	0,27000	0,00%
31/01/2013	59.761,49	0,72%	0,27000	0,00%
30/01/2013	59.336,70	-1,77%	0,27000	-1,00%
29/01/2013	60.406,33	0,63%	0,28000	1,00%
28/01/2013	60.027,07	-1,87%	0,27000	0,00%
25/01/2013	61.169,83	0,00%	0,27000	0,00%
24/01/2013	61.169,83	-1,29%	0,27000	-1,00%
23/01/2013	61.966,26	0,44%	0,28000	0,00%
22/01/2013	61.692,29	-0,34%	0,28000	0,00%
21/01/2013	61.899,71	-0,09%	0,28000	2,00%

18/01/2013	61.956,14	-0,38%	0,26000	-1,00%
17/01/2013	62.194,06	0,66%	0,27000	0,00%
16/01/2013	61.787,35	0,10%	0,27000	0,00%
15/01/2013	61.727,61	-0,57%	0,27000	-1,00%
14/01/2013	62.080,79	0,95%	0,28000	0,00%
11/01/2013	61.497,43	-0,29%	0,28000	0,00%
10/01/2013	61.678,31	0,16%	0,28000	0,00%
09/01/2013	61.578,58	0,74%	0,28000	2,00%
08/01/2013	61.127,84	-1,30%	0,26000	0,00%
07/01/2013	61.932,54	-0,94%	0,26000	-1,00%
04/01/2013	62.523,06	-1,25%	0,27000	0,00%
03/01/2013	63.312,46	1,22%	0,27000	-2,00%
02/01/2013	62.550,10	2,62%	0,29000	1,00%
01/01/2013	60.952,08	0,00%	0,28000	0,00%
31/12/2012	60.952,08	0,00%	0,28000	0,00%
28/12/2012	60.952,08	0,89%	0,28000	3,00%
27/12/2012	60.415,95	-0,89%	0,25000	0,00%
26/12/2012	60.959,79	-0,08%	0,25000	0,00%
25/12/2012	61.007,03	0,00%	0,25000	0,00%
24/12/2012	61.007,03	0,00%	0,25000	0,00%
21/12/2012	61.007,03	-0,44%	0,25000	0,00%
20/12/2012	61.276,12	0,46%	0,25000	0,00%
19/12/2012	60.998,34	0,89%	0,25000	0,00%
18/12/2012	60.460,73	1,50%	0,25000	1,00%
17/12/2012	59.566,52	-0,06%	0,24000	-1,00%
14/12/2012	59.604,92	0,49%	0,25000	1,00%
13/12/2012	59.316,75	-0,26%	0,24000	0,00%
12/12/2012	59.474,18	-0,25%	0,24000	-1,00%
11/12/2012	59.623,34	0,63%	0,25000	0,00%
10/12/2012	59.248,23	1,30%	0,25000	0,00%
07/12/2012	58.487,32	1,44%	0,25000	0,00%
06/12/2012	57.656,42	-0,04%	0,25000	0,00%
05/12/2012	57.678,62	0,20%	0,25000	0,00%
04/12/2012	57.563,23	-1,10%	0,25000	0,00%
03/12/2012	58.202,35	1,27%	0,25000	0,00%
30/11/2012	57.474,57	-0,65%	0,25000	0,00%
29/11/2012	57.852,53	2,32%	0,25000	0,00%
28/11/2012	56.539,40	0,52%	0,25000	-1,00%
27/11/2012	56.248,09	-0,86%	0,26000	0,00%
26/11/2012	56.737,10	-1,45%	0,26000	0,00%
23/11/2012	57.574,03	2,01%	0,26000	0,00%
22/11/2012	56.436,97	0,35%	0,26000	0,00%
21/11/2012	56.242,12	-0,37%	0,26000	0,00%
20/11/2012	56.450,86	0,00%	0,26000	0,00%
19/11/2012	56.450,86	1,89%	0,26000	1,00%
16/11/2012	55.402,33	-1,56%	0,25000	-1,00%
15/11/2012	56.279,36	0,00%	0,26000	0,00%
14/11/2012	56.279,36	-2,10%	0,26000	0,00%
13/11/2012	57.486,07	0,74%	0,26000	0,00%
12/11/2012	57.064,31	-0,51%	0,26000	0,00%
09/11/2012	57.357,71	-0,29%	0,26000	0,00%
08/11/2012	57.524,45	-1,70%	0,26000	0,00%
07/11/2012	58.517,35	-1,58%	0,26000	-1,00%
06/11/2012	59.458,59	2,15%	0,27000	0,00%
05/11/2012	58.209,76	-0,30%	0,27000	-1,00%
02/11/2012	58.382,68	0,00%	0,28000	0,00%
01/11/2012	58.382,68	2,30%	0,28000	0,00%
31/10/2012	57.068,18	-1,07%	0,28000	0,00%
30/10/2012	57.683,76	0,89%	0,28000	1,00%
29/10/2012	57.176,58	-0,17%	0,27000	0,00%
26/10/2012	57.276,81	-0,97%	0,27000	0,00%
25/10/2012	57.836,78	1,18%	0,27000	0,00%
24/10/2012	57.160,74	-0,92%	0,27000	1,00%
23/10/2012	57.690,24	-1,72%	0,26000	-1,00%
22/10/2012	58.700,30	-0,38%	0,27000	-1,00%
19/10/2012	58.922,04	-1,36%	0,28000	0,00%
18/10/2012	59.733,90	-0,59%	0,28000	0,00%
17/10/2012	60.087,29	0,57%	0,28000	0,00%
16/10/2012	59.743,87	0,24%	0,28000	1,00%
15/10/2012	59.601,71	0,74%	0,27000	0,00%
12/10/2012	59.161,72	0,00%	0,27000	0,00%
11/10/2012	59.161,72	1,21%	0,27000	0,00%
10/10/2012	58.456,28	-0,82%	0,27000	0,00%
09/10/2012	58.939,46	-0,64%	0,27000	0,00%
08/10/2012	59.317,15	1,27%	0,27000	0,00%
05/10/2012	58.571,59	0,19%	0,27000	-1,00%
04/10/2012	58.458,00	-0,29%	0,28000	0,00%
03/10/2012	58.627,33	-1,00%	0,28000	0,00%
02/10/2012	59.222,08	-0,59%	0,28000	0,00%
01/10/2012	59.570,80	0,67%	0,28000	0,00%
28/09/2012	59.175,86	-1,77%	0,28000	0,00%
27/09/2012	60.239,79	-0,39%	0,28000	0,00%
26/09/2012	60.478,05	-0,04%	0,28000	0,00%

25/09/2012	60.501,10	-2,28%	0,28000	-1,00%
24/09/2012	61.909,99	0,96%	0,29000	0,00%
21/09/2012	61.320,07	-0,60%	0,29000	0,00%
20/09/2012	61.687,97	0,06%	0,29000	0,00%
19/09/2012	61.651,83	-0,25%	0,29000	0,00%
18/09/2012	61.804,33	0,00%	0,29000	1,00%
17/09/2012	61.805,98	-0,48%	0,28000	0,00%
14/09/2012	62.105,47	0,24%	0,28000	0,00%
13/09/2012	61.958,12	3,40%	0,28000	0,00%
12/09/2012	59.921,80	0,84%	0,28000	1,00%
11/09/2012	59.422,55	1,74%	0,27000	0,00%
10/09/2012	58.404,10	0,14%	0,27000	0,00%
07/09/2012	58.321,24	0,00%	0,27000	0,00%
06/09/2012	58.321,24	2,56%	0,27000	0,00%
05/09/2012	56.863,91	1,12%	0,27000	0,00%
04/09/2012	56.233,90	-1,83%	0,27000	1,00%
03/09/2012	57.281,45	0,39%	0,26000	-1,00%
31/08/2012	57.061,45	-0,34%	0,27000	-1,00%
30/08/2012	57.256,43	-0,20%	0,28000	-1,00%
29/08/2012	57.369,19	-1,78%	0,29000	1,00%
28/08/2012	58.406,40	0,51%	0,28000	0,00%
27/08/2012	58.111,46	-0,54%	0,28000	-2,00%
24/08/2012	58.425,76	-0,15%	0,30000	0,00%
23/08/2012	58.511,55	-1,46%	0,30000	0,00%
22/08/2012	59.380,76	0,79%	0,30000	0,00%
21/08/2012	58.917,73	-0,62%	0,30000	0,00%
20/08/2012	59.283,09	0,34%	0,30000	1,00%
17/08/2012	59.082,37	-0,61%	0,30000	0,00%
16/08/2012	59.445,79	2,16%	0,30000	0,00%
15/08/2012	58.189,28	0,18%	0,30000	0,00%
14/08/2012	58.082,92	-1,76%	0,30000	0,00%
13/08/2012	59.122,74	-0,27%	0,30000	0,00%
10/08/2012	59.280,93	0,82%	0,30000	1,00%
09/08/2012	58.797,13	-0,26%	0,29000	0,00%
08/08/2012	58.950,98	2,12%	0,29000	-1,00%
07/08/2012	57.725,66	-1,06%	0,30000	1,00%
06/08/2012	58.344,61	1,90%	0,29000	0,00%
03/08/2012	57.255,22	3,12%	0,29000	1,00%
02/08/2012	55.520,40	-1,37%	0,28000	0,00%
01/08/2012	56.291,93	0,35%	0,28000	0,00%
31/07/2012	56.097,05	-2,00%	0,28000	-1,00%
30/07/2012	57.240,92	1,22%	0,29000	1,00%
28/07/2012	56.553,12	0,00%	0,28000	0,00%
27/07/2012	56.553,12	4,72%	0,28000	0,00%
26/07/2012	54.002,72	2,65%	0,28000	0,00%
25/07/2012	52.607,54	-0,06%	0,28000	-1,00%
24/07/2012	52.638,63	-0,75%	0,29000	2,00%
23/07/2012	53.033,96	-2,14%	0,27000	-1,00%
20/07/2012	54.194,79	-2,08%	0,28000	0,00%
19/07/2012	55.346,65	1,40%	0,28000	-1,00%
18/07/2012	54.583,13	1,25%	0,29000	1,00%
17/07/2012	53.909,47	0,95%	0,28000	0,00%
16/07/2012	53.401,80	-1,71%	0,28000	-3,00%
13/07/2012	54.330,51	1,70%	0,31000	3,00%
12/07/2012	53.420,87	-0,28%	0,28000	-1,00%
11/07/2012	53.569,14	-0,25%	0,29000	0,00%
10/07/2012	53.705,82	-3,05%	0,29000	0,00%
09/07/2012	55.394,05	0,00%	0,29000	0,00%
06/07/2012	55.394,05	-1,75%	0,29000	0,00%
05/07/2012	56.379,06	0,54%	0,29000	1,00%
04/07/2012	56.076,82	0,53%	0,28000	0,00%
03/07/2012	55.780,32	1,99%	0,28000	1,00%
02/07/2012	54.692,79	0,62%	0,27000	0,00%
29/06/2012	54.354,63	3,23%	0,27000	0,00%
28/06/2012	52.652,25	-0,86%	0,27000	0,00%
27/06/2012	53.108,93	-1,35%	0,27000	0,00%
26/06/2012	53.836,57	0,06%	0,27000	0,00%
25/06/2012	53.805,38	-2,95%	0,27000	-2,00%
22/06/2012	55.439,50	-0,12%	0,29000	0,00%
21/06/2012	55.505,17	-2,91%	0,29000	1,00%
20/06/2012	57.166,55	-0,05%	0,28000	0,00%
19/06/2012	57.195,49	1,78%	0,28000	0,00%
18/06/2012	56.195,21	0,16%	0,28000	1,00%
15/06/2012	56.104,69	1,36%	0,27000	-2,00%
14/06/2012	55.351,67	-0,54%	0,29000	1,00%
13/06/2012	55.650,51	1,09%	0,28000	0,00%
12/06/2012	55.049,03	1,94%	0,28000	0,00%
11/06/2012	54.001,45	-0,79%	0,28000	-1,00%
08/06/2012	54.429,85	0,51%	0,29000	0,00%
07/06/2012	54.156,04	0,00%	0,29000	0,00%
06/06/2012	54.156,04	3,19%	0,29000	0,00%
05/06/2012	52.481,44	-1,75%	0,29000	-2,00%
04/06/2012	53.416,75	0,03%	0,31000	0,00%

01/06/2012	53.402,90	-2,00%	0,31000	2,00%
31/05/2012	54.490,41	1,29%	0,29000	-1,00%
30/05/2012	53.797,91	-1,53%	0,30000	0,00%
29/05/2012	54.633,06	-1,05%	0,30000	-1,00%
28/05/2012	55.212,69	1,38%	0,31000	0,00%
25/05/2012	54.463,16	0,74%	0,31000	-2,00%
24/05/2012	54.063,00	-1,02%	0,33000	4,00%
23/05/2012	54.619,48	-0,76%	0,29000	-2,00%
22/05/2012	55.038,75	-2,74%	0,31000	-3,00%
21/05/2012	56.590,24	3,81%	0,34000	0,00%
18/05/2012	54.513,16	0,88%	0,34000	0,00%
17/05/2012	54.038,20	-3,31%	0,34000	-1,00%
16/05/2012	55.887,57	-0,62%	0,35000	0,00%
15/05/2012	56.237,97	-2,26%	0,35000	-1,00%
14/05/2012	57.539,61	-3,21%	0,36000	0,00%
11/05/2012	59.445,21	-0,43%	0,36000	0,00%
10/05/2012	59.702,05	-0,14%	0,36000	0,00%
09/05/2012	59.786,12	-0,96%	0,36000	0,00%
08/05/2012	60.365,48	-1,40%	0,36000	0,00%
07/05/2012	61.220,43	0,66%	0,36000	0,00%
04/05/2012	60.820,93	-2,07%	0,36000	0,00%
03/05/2012	62.104,15	-0,51%	0,36000	0,00%
02/05/2012	62.423,56	0,98%	0,36000	-1,00%
01/05/2012	61.820,26	0,00%	0,37000	0,00%
30/04/2012	61.820,26	0,21%	0,37000	0,00%
27/04/2012	61.691,21	-0,81%	0,37000	1,00%
26/04/2012	62.198,06	0,72%	0,36000	0,00%
25/04/2012	61.750,38	-0,36%	0,36000	-2,00%
24/04/2012	61.971,14	0,70%	0,38000	2,00%
23/04/2012	61.539,38	-1,53%	0,36000	-2,00%
20/04/2012	62.494,08	-0,20%	0,38000	1,00%
19/04/2012	62.618,41	-0,62%	0,37000	0,00%
18/04/2012	63.010,48	0,50%	0,37000	0,00%
17/04/2012	62.698,87	1,20%	0,37000	0,00%
16/04/2012	61.954,55	-0,24%	0,37000	-1,00%
13/04/2012	62.105,60	-1,51%	0,38000	1,00%
12/04/2012	63.058,00	2,88%	0,37000	-1,00%
11/04/2012	61.293,14	-0,72%	0,38000	1,00%
10/04/2012	61.738,28	-1,88%	0,37000	1,00%
09/04/2012	62.923,21	-1,21%	0,36000	-2,00%
06/04/2012	63.691,18	0,00%	0,38000	0,00%
05/04/2012	63.691,18	0,26%	0,38000	0,00%
04/04/2012	63.528,65	-1,18%	0,38000	0,00%
03/04/2012	64.284,26	-1,43%	0,38000	0,00%
02/04/2012	65.216,25	1,09%	0,38000	0,00%
30/03/2012	64.510,97	-0,56%	0,38000	0,00%
29/03/2012	64.871,99	-0,32%	0,38000	0,00%
28/03/2012	65.079,34	-1,45%	0,38000	-1,00%
27/03/2012	66.037,35	-0,97%	0,39000	1,00%
26/03/2012	66.684,59	1,32%	0,38000	0,00%
23/03/2012	65.812,95	-0,02%	0,38000	0,00%
22/03/2012	65.828,19	-1,54%	0,38000	0,00%
21/03/2012	66.860,05	-0,65%	0,38000	0,00%
20/03/2012	67.295,56	-0,64%	0,38000	0,00%
19/03/2012	67.730,31	0,07%	0,38000	-1,00%
16/03/2012	67.684,13	-0,10%	0,39000	-1,00%
15/03/2012	67.749,49	-0,74%	0,40000	0,00%
14/03/2012	68.257,22	-0,20%	0,40000	1,00%
13/03/2012	68.394,33	3,03%	0,39000	0,00%
12/03/2012	66.384,76	-0,48%	0,39000	-1,00%
09/03/2012	66.703,96	-0,31%	0,40000	1,00%
08/03/2012	66.908,39	1,35%	0,39000	-1,00%
07/03/2012	66.016,76	1,39%	0,40000	1,00%
06/03/2012	65.114,15	-2,76%	0,39000	0,00%
05/03/2012	66.964,03	-1,21%	0,39000	0,00%
02/03/2012	67.781,60	1,45%	0,39000	1,00%
01/03/2012	66.809,80	1,52%	0,38000	0,00%
29/02/2012	65.811,73	-0,22%	0,38000	0,00%
28/02/2012	65.958,78	1,10%	0,38000	0,00%
27/02/2012	65.241,49	-1,06%	0,38000	0,00%
24/02/2012	65.942,73	0,19%	0,38000	0,00%
23/02/2012	65.819,62	-0,41%	0,38000	-1,00%
22/02/2012	66.092,77	-0,17%	0,39000	1,00%
21/02/2012	66.203,50	0,00%	0,38000	0,00%
20/02/2012	66.203,50	0,00%	0,38000	0,00%
17/02/2012	66.203,50	0,09%	0,38000	-1,00%
16/02/2012	66.141,70	1,18%	0,40000	2,00%
15/02/2012	65.368,49	0,51%	0,38000	-1,00%
14/02/2012	65.038,53	-0,99%	0,39000	1,00%
13/02/2012	65.691,53	2,65%	0,38000	0,00%
10/02/2012	63.997,86	-2,34%	0,38000	-1,00%
09/02/2012	65.530,49	-0,46%	0,39000	1,00%
08/02/2012	65.831,16	-0,13%	0,38000	-1,00%

07/02/2012	65.917,02	1,06%	0,39000	1,00%
06/02/2012	65.223,72	0,01%	0,38000	0,00%
03/02/2012	65.217,37	0,97%	0,38000	-1,00%
02/02/2012	64.593,10	0,04%	0,39000	-1,00%
01/02/2012	64.567,18	2,37%	0,40000	-1,00%
31/01/2012	63.072,31	0,48%	0,41000	2,00%
30/01/2012	62.770,01	-0,21%	0,39000	0,00%
27/01/2012	62.904,20	-0,08%	0,39000	1,00%
26/01/2012	62.953,06	0,75%	0,38000	0,00%
25/01/2012	62.486,22	0,00%	0,38000	0,00%
24/01/2012	62.486,22	0,16%	0,38000	-1,00%
23/01/2012	62.386,24	0,12%	0,39000	1,00%
20/01/2012	62.312,13	0,62%	0,38000	-1,00%
19/01/2012	61.926,69	0,33%	0,39000	0,00%
18/01/2012	61.722,86	1,78%	0,39000	-1,00%
17/01/2012	60.645,90	1,15%	0,40000	2,00%
16/01/2012	59.956,46	1,37%	0,38000	-1,00%
13/01/2012	59.146,58	-1,29%	0,39000	1,00%
12/01/2012	59.920,78	-0,07%	0,38000	0,00%
11/01/2012	59.962,40	0,26%	0,38000	-1,00%
10/01/2012	59.805,96	1,22%	0,39000	0,00%
09/01/2012	59.082,88	0,82%	0,39000	1,00%
06/01/2012	58.600,37	0,09%	0,38000	-2,00%
05/01/2012	58.546,08	-1,38%	0,40000	0,00%
04/01/2012	59.364,95	0,17%	0,40000	1,00%
03/01/2012	59.264,87	2,48%	0,39000	2,00%
02/01/2012	57.829,27	1,89%	0,37000	-1,00%
30/12/2011	56.754,08	0,00%	0,38000	0,00%
29/12/2011	56.754,08	0,39%	0,38000	0,00%
28/12/2011	56.533,76	-2,54%	0,38000	0,00%
27/12/2011	58.005,20	0,58%	0,38000	2,00%
26/12/2011	57.669,48	-0,05%	0,36000	-2,00%
23/12/2011	57.701,07	0,62%	0,38000	0,00%
22/12/2011	57.347,87	1,23%	0,38000	0,00%
21/12/2011	56.653,37	-0,37%	0,38000	0,00%
20/12/2011	56.864,85	2,83%	0,38000	0,00%
19/12/2011	55.298,33	-1,42%	0,38000	0,00%
16/12/2011	56.096,93	-0,42%	0,38000	-1,00%
15/12/2011	56.331,15	-0,56%	0,39000	1,00%
14/12/2011	56.646,87	-1,47%	0,38000	-1,00%
13/12/2011	57.494,85	0,26%	0,39000	0,00%
12/12/2011	57.346,86	-1,53%	0,39000	-1,00%
09/12/2011	58.236,46	1,36%	0,40000	0,00%
08/12/2011	57.455,02	-2,06%	0,40000	1,00%
07/12/2011	58.662,83	-1,47%	0,39000	-1,00%
06/12/2011	59.536,16	1,06%	0,40000	0,00%
05/12/2011	58.910,48	1,77%	0,40000	0,00%
02/12/2011	57.885,85	-0,44%	0,40000	1,00%
01/12/2011	58.143,42	2,23%	0,39000	0,00%
30/11/2011	56.874,98	2,85%	0,39000	1,00%
29/11/2011	55.299,76	-1,28%	0,38000	-1,00%
28/11/2011	56.017,35	2,05%	0,39000	0,00%
25/11/2011	54.894,49	-0,70%	0,39000	-1,00%
24/11/2011	55.279,88	0,56%	0,40000	1,00%
23/11/2011	54.972,08	-1,62%	0,39000	0,00%
22/11/2011	55.878,44	-0,72%	0,39000	0,00%
21/11/2011	56.284,59	-0,79%	0,39000	-1,00%
18/11/2011	56.731,34	-0,45%	0,40000	0,00%
17/11/2011	56.988,90	-2,68%	0,40000	-1,00%
16/11/2011	58.559,99	0,52%	0,40000	0,00%
15/11/2011	58.258,23	0,00%	0,41000	0,00%
14/11/2011	58.258,23	-0,49%	0,41000	0,00%
11/11/2011	58.546,97	2,14%	0,41000	0,00%
10/11/2011	57.321,81	-0,40%	0,41000	2,00%
09/11/2011	57.549,74	-2,50%	0,39000	-1,00%
08/11/2011	59.026,13	-0,29%	0,40000	1,00%
07/11/2011	59.198,77	0,90%	0,39000	0,00%
04/11/2011	58.669,92	0,81%	0,39000	-1,00%
03/11/2011	58.196,30	1,52%	0,40000	0,00%
02/11/2011	57.322,75	0,00%	0,40000	0,00%
01/11/2011	57.322,75	-1,74%	0,40000	0,00%
31/10/2011	58.338,39	-1,97%	0,40000	0,00%
28/10/2011	59.513,13	0,41%	0,40000	0,00%
27/10/2011	59.270,13	3,72%	0,40000	1,00%
26/10/2011	57.143,79	1,52%	0,39000	-1,00%
25/10/2011	56.285,99	-1,07%	0,40000	0,00%
24/10/2011	56.891,97	2,96%	0,40000	0,00%
21/10/2011	55.255,23	2,31%	0,40000	1,00%
20/10/2011	54.009,98	-1,74%	0,39000	0,00%
19/10/2011	54.966,13	-0,12%	0,39000	-1,00%
18/10/2011	55.031,93	2,08%	0,40000	0,00%
17/10/2011	53.911,33	-2,03%	0,40000	0,00%
14/10/2011	55.030,45	0,79%	0,40000	1,00%

13/10/2011	54.601,07	1,42%	0,39000	0,00%
12/10/2011	53.838,47	0,00%	0,39000	0,00%
11/10/2011	53.838,47	1,06%	0,39000	-1,00%
10/10/2011	53.273,11	3,96%	0,40000	1,00%
07/10/2011	51.243,62	-2,00%	0,39000	-1,00%
06/10/2011	52.290,37	2,50%	0,40000	0,00%
05/10/2011	51.013,85	0,65%	0,40000	0,00%
04/10/2011	50.686,34	-0,21%	0,40000	0,00%
03/10/2011	50.791,53	-2,93%	0,40000	0,00%
30/09/2011	52.324,42	-1,99%	0,40000	-1,00%
29/09/2011	53.384,67	0,21%	0,41000	0,00%
28/09/2011	53.270,36	-1,21%	0,41000	-1,00%
27/09/2011	53.920,36	0,32%	0,42000	0,00%
26/09/2011	53.747,52	0,97%	0,42000	0,00%
23/09/2011	53.230,36	-0,09%	0,42000	2,00%
22/09/2011	53.280,28	-4,83%	0,40000	-1,00%
21/09/2011	55.981,90	-0,70%	0,41000	-1,00%
20/09/2011	56.378,63	-1,27%	0,42000	-1,00%
19/09/2011	57.102,78	-0,19%	0,43000	0,00%
16/09/2011	57.210,11	1,47%	0,43000	-1,00%
15/09/2011	56.381,46	0,17%	0,44000	1,00%
14/09/2011	56.286,04	1,34%	0,43000	0,00%
13/09/2011	55.543,97	-0,25%	0,43000	0,00%
12/09/2011	55.685,47	-0,17%	0,43000	0,00%
09/09/2011	55.778,39	-3,20%	0,43000	-2,00%
08/09/2011	57.623,63	1,80%	0,45000	1,00%
07/09/2011	56.607,30	0,00%	0,44000	0,00%
06/09/2011	56.607,30	2,93%	0,44000	2,00%
05/09/2011	54.998,41	-2,71%	0,42000	-1,00%
02/09/2011	56.531,62	-2,73%	0,43000	2,00%
01/09/2011	58.118,20	2,87%	0,41000	-1,00%
31/08/2011	56.495,12	2,00%	0,42000	0,00%
30/08/2011	55.385,03	0,96%	0,42000	0,00%
29/08/2011	54.860,73	2,83%	0,42000	2,00%
26/08/2011	53.350,79	0,75%	0,40000	-1,00%
25/08/2011	52.953,30	-1,57%	0,41000	0,00%
24/08/2011	53.795,70	0,02%	0,41000	1,00%
23/08/2011	53.786,63	2,57%	0,40000	-3,00%
22/08/2011	52.440,23	-0,01%	0,43000	-1,00%
19/08/2011	52.447,63	-1,29%	0,44000	0,00%
18/08/2011	53.134,10	-3,52%	0,44000	0,00%
17/08/2011	55.073,02	1,38%	0,44000	1,00%
16/08/2011	54.323,61	-0,60%	0,43000	0,00%
15/08/2011	54.651,83	2,20%	0,43000	0,00%
12/08/2011	53.473,35	0,24%	0,43000	1,00%
11/08/2011	53.343,11	3,79%	0,43000	1,00%
10/08/2011	51.395,29	0,48%	0,42000	1,00%
09/08/2011	51.150,90	5,10%	0,41000	4,00%
08/08/2011	48.668,29	-8,08%	0,37000	-2,00%
05/08/2011	52.949,22	0,28%	0,39000	-1,00%
04/08/2011	52.811,36	-5,72%	0,40000	-1,00%
03/08/2011	56.017,22	-2,26%	0,41000	-2,00%
02/08/2011	57.310,78	-2,09%	0,43000	0,00%
01/08/2011	58.535,74	-0,49%	0,43000	-1,00%
29/07/2011	58.823,45	0,20%	0,44000	1,00%
28/07/2011	58.708,25	0,72%	0,43000	0,00%
27/07/2011	58.288,46	-1,77%	0,43000	0,00%
26/07/2011	59.339,90	-1,05%	0,43000	-2,00%
25/07/2011	59.970,54	-0,50%	0,45000	-1,00%
22/07/2011	60.270,47	0,01%	0,46000	-3,00%
21/07/2011	60.262,95	1,93%	0,49000	0,00%
20/07/2011	59.119,71	0,06%	0,49000	-6,00%
19/07/2011	59.082,13	0,42%	0,55000	6,00%
18/07/2011	58.837,61	-1,08%	0,49000	6,00%
15/07/2011	59.478,01	-0,34%	0,43000	1,00%
14/07/2011	59.679,35	-1,63%	0,42000	-1,00%
13/07/2011	60.669,89	1,62%	0,43000	-1,00%
12/07/2011	59.704,75	-0,86%	0,44000	2,00%
11/07/2011	60.223,63	-2,10%	0,42000	0,00%
08/07/2011	61.513,24	-1,12%	0,42000	0,00%
07/07/2011	62.207,33	-0,57%	0,42000	-1,00%
06/07/2011	62.565,46	-0,75%	0,43000	0,00%
05/07/2011	63.038,81	-1,33%	0,43000	2,00%
04/07/2011	63.891,31	0,78%	0,41000	-1,00%
01/07/2011	63.394,34	1,59%	0,42000	-1,00%
30/06/2011	62.403,64	0,11%	0,43000	3,00%
29/06/2011	62.333,97	0,05%	0,40000	-2,00%
28/06/2011	62.303,37	1,77%	0,42000	2,00%
27/06/2011	61.216,98	0,33%	0,40000	0,00%
24/06/2011	61.016,72	-0,29%	0,40000	-2,00%
23/06/2011	61.194,09	0,00%	0,42000	0,00%
22/06/2011	61.194,09	-0,37%	0,42000	-1,00%
21/06/2011	61.423,61	0,42%	0,43000	2,00%

20/06/2011	61.168,24	0,18%	0,41000	-1,00%
17/06/2011	61.059,98	0,29%	0,42000	0,00%
16/06/2011	60.880,62	-1,17%	0,42000	0,00%
15/06/2011	61.603,74	-0,97%	0,42000	1,00%
14/06/2011	62.204,83	0,29%	0,41000	-1,00%
13/06/2011	62.022,92	-1,08%	0,42000	-1,00%
10/06/2011	62.697,16	-1,22%	0,43000	1,00%
09/06/2011	63.468,82	0,69%	0,42000	-1,00%
08/06/2011	63.032,97	-0,29%	0,43000	1,00%
07/06/2011	63.217,85	0,24%	0,42000	-1,00%
06/06/2011	63.067,73	-1,98%	0,43000	-1,00%
03/06/2011	64.340,50	0,19%	0,44000	2,00%
02/06/2011	64.218,08	1,27%	0,42000	0,00%
01/06/2011	63.411,48	-1,87%	0,42000	-1,00%
31/05/2011	64.620,08	1,04%	0,43000	-2,00%
30/05/2011	63.953,93	-0,53%	0,45000	3,00%
27/05/2011	64.294,96	0,31%	0,42000	-1,00%
26/05/2011	64.098,57	1,12%	0,43000	1,00%
25/05/2011	63.388,44	0,08%	0,42000	-2,00%
24/05/2011	63.336,75	1,59%	0,44000	2,00%
23/05/2011	62.345,18	-0,40%	0,42000	-1,00%
20/05/2011	62.596,52	0,37%	0,43000	0,00%
19/05/2011	62.367,36	-0,75%	0,43000	-1,00%
18/05/2011	62.840,61	-1,31%	0,44000	0,00%
17/05/2011	63.673,34	1,34%	0,44000	0,00%
16/05/2011	62.829,68	-0,64%	0,44000	1,00%
13/05/2011	63.235,30	-1,20%	0,43000	-1,00%
12/05/2011	64.003,16	0,36%	0,44000	-4,00%
11/05/2011	63.775,82	-1,70%	0,48000	5,00%
10/05/2011	64.876,88	0,39%	0,43000	0,00%
09/05/2011	64.621,97	0,32%	0,43000	2,00%
06/05/2011	64.417,34	1,59%	0,41000	0,00%
05/05/2011	63.407,01	-0,33%	0,41000	0,00%
04/05/2011	63.615,50	-1,09%	0,41000	-1,00%
03/05/2011	64.318,18	-1,75%	0,42000	0,00%
02/05/2011	65.462,75	-1,01%	0,42000	-2,00%
29/04/2011	66.132,86	0,70%	0,44000	-1,00%
28/04/2011	65.673,21	-0,89%	0,45000	-5,00%
27/04/2011	66.264,47	-1,31%	0,50000	9,00%
26/04/2011	67.144,26	0,26%	0,41000	-2,00%
25/04/2011	66.972,37	-0,13%	0,43000	-3,00%
22/04/2011	67.058,02	0,00%	0,46000	0,00%
21/04/2011	67.058,02	0,00%	0,46000	0,00%
20/04/2011	67.058,02	1,36%	0,46000	6,00%
19/04/2011	66.158,09	1,14%	0,40000	0,00%
18/04/2011	65.415,49	-1,90%	0,40000	0,00%
15/04/2011	66.684,21	0,61%	0,40000	-1,00%
14/04/2011	66.278,89	-0,31%	0,41000	0,00%
13/04/2011	66.486,49	-0,61%	0,41000	1,00%
12/04/2011	66.896,23	-1,86%	0,40000	-3,00%
11/04/2011	68.164,36	-0,81%	0,43000	0,00%
08/04/2011	68.718,01	-0,66%	0,43000	3,00%
07/04/2011	69.176,12	0,20%	0,40000	-2,00%
06/04/2011	69.036,91	-1,15%	0,42000	3,00%
05/04/2011	69.837,52	0,19%	0,39000	0,00%
04/04/2011	69.703,80	0,63%	0,39000	0,00%
01/04/2011	69.268,29	0,99%	0,39000	0,00%
31/03/2011	68.586,70	0,87%	0,39000	0,00%
30/03/2011	67.997,06	0,86%	0,39000	-1,00%
29/03/2011	67.418,76	0,34%	0,40000	0,00%
28/03/2011	67.192,82	-0,85%	0,40000	0,00%
25/03/2011	67.765,94	0,34%	0,40000	0,00%
24/03/2011	67.532,97	-0,39%	0,40000	0,00%
23/03/2011	67.795,51	0,32%	0,40000	0,00%
22/03/2011	67.578,33	1,33%	0,40000	0,00%
21/03/2011	66.689,61	-0,28%	0,40000	-1,00%
18/03/2011	66.879,89	1,00%	0,41000	1,00%
17/03/2011	66.215,93	0,32%	0,40000	1,00%
16/03/2011	66.002,57	-1,50%	0,39000	-1,00%
15/03/2011	67.005,22	-0,24%	0,40000	0,00%
14/03/2011	67.169,25	0,73%	0,40000	1,00%
11/03/2011	66.684,60	0,98%	0,39000	-1,00%
10/03/2011	66.040,66	-1,82%	0,40000	-1,00%
09/03/2011	67.263,75	-1,10%	0,41000	0,00%
08/03/2011	68.012,10	0,00%	0,41000	0,00%
07/03/2011	68.012,10	0,00%	0,41000	0,00%
04/03/2011	68.012,10	-0,20%	0,41000	0,00%
03/03/2011	68.145,53	1,28%	0,41000	-1,00%
02/03/2011	67.281,51	1,57%	0,42000	2,00%
01/03/2011	66.242,63	-1,69%	0,40000	-3,00%
28/02/2011	67.383,22	0,72%	0,43000	0,00%
25/02/2011	66.902,53	-0,07%	0,43000	0,00%
24/02/2011	66.948,99	0,06%	0,43000	0,00%

23/02/2011	66.910,48	0,71%	0,43000	1,00%
22/02/2011	66.439,83	-1,22%	0,42000	0,00%
21/02/2011	67.258,66	-1,19%	0,46000	0,00%
18/02/2011	68.066,82	0,56%	0,43000	-1,00%
17/02/2011	67.684,99	0,16%	0,44000	1,00%
16/02/2011	67.576,62	1,86%	0,43000	2,00%
15/02/2011	66.341,39	-0,32%	0,41000	-1,00%
14/02/2011	66.557,55	1,22%	0,42000	0,00%
11/02/2011	65.755,66	1,82%	0,42000	0,00%
10/02/2011	64.577,83	0,56%	0,42000	-1,00%
09/02/2011	64.217,52	-2,36%	0,43000	-3,00%
08/02/2011	65.771,33	0,63%	0,46000	6,00%
07/02/2011	65.362,04	0,14%	0,40000	0,00%
04/02/2011	65.269,15	-2,24%	0,40000	-1,00%
03/02/2011	66.764,84	0,11%	0,41000	1,00%
02/02/2011	66.688,48	-1,71%	0,40000	0,00%
01/02/2011	67.847,34	1,91%	0,40000	0,00%
31/01/2011	66.574,88	-0,18%	0,40000	0,00%
28/01/2011	66.697,57	-1,99%	0,40000	-1,00%
27/01/2011	68.050,71	-0,96%	0,41000	-1,00%
26/01/2011	68.709,22	-1,03%	0,42000	0,00%
25/01/2011	69.426,57	0,00%	0,42000	0,00%
24/01/2011	69.426,57	0,42%	0,42000	0,00%
21/01/2011	69.133,09	-0,62%	0,42000	0,00%
20/01/2011	69.561,53	-0,71%	0,42000	0,00%
19/01/2011	70.058,08	-1,21%	0,42000	-1,00%
18/01/2011	70.919,75	0,44%	0,43000	0,00%
17/01/2011	70.609,07	-0,47%	0,43000	1,00%
14/01/2011	70.940,22	0,31%	0,42000	0,00%
13/01/2011	70.721,44	-1,27%	0,42000	-1,00%
12/01/2011	71.632,90	1,72%	0,43000	-1,00%
11/01/2011	70.423,44	0,42%	0,44000	-1,00%
10/01/2011	70.127,04	0,10%	0,45000	4,00%
07/01/2011	70.057,20	-0,74%	0,41000	-1,00%
06/01/2011	70.578,83	-0,72%	0,42000	1,00%
05/01/2011	71.091,03	1,10%	0,41000	-1,00%
04/01/2011	70.317,79	0,51%	0,42000	1,00%
03/01/2011	69.962,32	0,95%	0,41000	0,00%