



Fundo de Pensões Aberto  
**CAIXA REFORMA VALOR**

**Relatório e Contas 2017**

[www.cgdpensoes.pt](http://www.cgdpensoes.pt)



## ÍNDICE

INTRODUÇÃO .....	3
ENQUADRAMENTO ECONÓMICO E FINANCEIRO .....	3
ENQUADRAMENTO DOS FUNDOS DE PENSÕES .....	8
CARTEIRA DO FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA VALOR.....	9

## ANEXOS

### I. RELATÓRIO DO AUDITOR E CERTIFICAÇÃO LEGAL DE CONTAS

# RELATÓRIO DE GESTÃO

## INTRODUÇÃO

### CARACTERÍSTICAS DO PLANO DE PENSÕES

O Fundo de Pensões Aberto Caixa Reforma Valor tem por objeto o financiamento de Planos de Pensões (Planos). A adesão ao Fundo concretiza-se mediante a celebração de um contrato e pode revestir a forma de adesão individual ou adesão coletiva.

Os Planos financiados pelas adesões individuais são de contribuição definida e contributivos, os Planos financiados por Adesões coletivas são de benefícios definido, contribuição definida ou mistos, podendo ou não ser contributivos, em função das regras que estejam estabelecidas no Plano.

No caso dos Planos de benefício definido, os mesmos podem ser complementares ou substitutivos dos regimes públicos de Previdência Social, sendo as pensões resultantes dependentes ou independentes das atribuídas por esses regimes. Este tipo de plano, tipicamente, tem por objetivo o pagamento de pensões de velhice, invalidez e de sobrevivência.

No caso dos Planos de contribuição definida, os mesmos podem ser contributivos ou não contributivos, consoante prevejam ou não a possibilidade dos participantes realizarem contribuições, sendo os benefícios determinados em função do montante das contribuições entregues e dos respetivos rendimentos acumulados. Os beneficiários têm direito ao reembolso do montante determinado em função das contribuições efetuadas pelos participantes, em caso de desemprego de longa duração, doença grave ou incapacidade permanente para o trabalho, entendidos estes conceitos nos termos da legislação aplicável aos planos poupança-reforma/educação (PPR/E).

O Fundo caracteriza-se por uma gestão dinâmica, destinando-se, sem prejuízo da possibilidade da sua combinação com outros fundos de pensões abertos de perfil de investimento distinto geridos pela mesma Entidade Gestora, a investidores com tolerância à volatilidade dos mercados financeiros que procuram a construção de complementos de reforma. Tem por objetivo potenciar a valorização dos investimentos e maximização do capital, através de uma estratégia de maior exposição ao mercado acionista.

### POPULAÇÃO ABRANGIDA

Em 31 de dezembro de 2017, a população abrangida pelos planos de pensões financiados pelo Fundo de Pensões Aberto Caixa Reforma Valor era de 777 Participantes de adesões coletivas, e de 2.059 de adesões individuais.

### VALOR DO FUNDO

O valor total da carteira do Fundo de Pensões Aberto Caixa Reforma Valor, em 31 de dezembro de 2017, ascendia a 25.047.685,24 €.

## ADESÕES INDIVIDUAIS

Em 31 de dezembro de 2017, 84,07% do valor do Fundo financiava adesões individuais, num total de 21.057.043,22 €.

## ADESÕES COLETIVAS

No final do ano de 2017, os remanescentes 15,93%, correspondentes a 3.990.642,02€, encontravam-se afetos a adesões coletivas, financiando todas elas Planos de contribuição definida.

Apresentam-se no seguinte quadro a informação relativa às adesões coletivas financiadas pelo Fundo de Pensões Caixa reforma Valor, reportada a 31 de dezembro de 2017.

ADESÕES COLETIVAS QUE FINANCIAM PLANOS DE CONTRIBUIÇÃO DEFINIDA			
N.º da Adesão	N.º Up's	Quota-parte	
		Valor	%
1	89.000,3488	558.868,79 €	2,23%
2	1.117,3424	7.016,24 €	0,03%
3	8.322,9767	52.263,30 €	0,21%
4	2.803,0465	17.601,45 €	0,07%
5	225.757,8192	1.417.623,65 €	5,66%
7	98.579,7114	619.021,44 €	2,47%
8	77.675,5677	487.755,96 €	1,95%
9	0,0000	- €	0,00%
11	9.764,3310	61.314,14 €	0,24%
12	38.837,9065	243.878,75 €	0,97%
13	40.222,8429	252.575,32 €	1,01%
14	1.450,0032	9.105,15 €	0,04%
15	22.878,3068	143.662,04 €	0,57%
16	19.059,4770	119.682,08 €	0,48%
17	43,5886	273,71 €	0,00%
<b>Total</b>	<b>635.513,2688</b>	<b>3.990.642,02 €</b>	<b>15,93%</b>

Durante o ano de 2017, foi constituída uma nova adesão coletiva, a adesão n.º 17, não se tendo registado qualquer extinção de adesão coletiva.

## ENQUADRAMENTO ECONÓMICO E FINANCEIRO

Em 2017, assistiu-se a uma melhoria da conjuntura económica global, acompanhada por níveis de inflação baixos. De acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), a economia mundial registou um crescimento de 3,6%, em termos reais, o melhor resultado nos últimos três anos. A aceleração de 0,4 pontos percentuais (p.p.) face ao ano anterior deveu-se à melhoria observada quer no bloco desenvolvido, que registou um ritmo de expansão anual de 2,2%, quer no bloco emergente e em desenvolvimento, onde se assistiu a um incremento de 0,3 p.p. do ritmo de progressão do crescimento, para 4,2%, a primeira aceleração em sete anos.

No bloco desenvolvido, o comportamento das economias europeias destacou-se positivamente, devendo a respetiva taxa de crescimento ter alcançado um valor superior a 2,2%, o que corresponde a um máximo da última década, após uma progressão de 1,8% em 2016. O desemprego na região registou uma nova redução pelo quarto ano consecutivo. Nos EUA, apesar do crescimento económico do primeiro trimestre ter apresentado um desempenho modesto, à semelhança do que sucedeu nos últimos anos, a atividade melhorou significativamente nos trimestres seguintes.

	Taxas de variação (em %)				Taxas (em %)	
	PIB		Inflação (b)		Desemprego (b)	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
<b>União Europeia (a)</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>0,3</b>	<b>1,7</b>	<b>8,6</b>	<b>7,8</b>
Área do Euro	1,8	2,4	0,2	1,5	10,0	9,1
Alemanha	1,9	2,2	0,4	1,7	4,1	3,7
França	1,2	1,8	0,3	1,2	10,1	9,5
Reino Unido	1,9	1,8	0,7	2,7	4,8	4,5
Espanha	3,3	3,1	-0,3	2,0	19,6	17,4
Itália	0,9	1,5	-0,1	1,3	11,7	11,3
<b>EUA</b>	<b>1,5</b>	<b>2,3</b>	<b>1,3</b>	<b>2,1</b>	<b>4,9</b>	<b>4,4</b>
<b>Japão</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>
<b>Rússia</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,8</b>	<b>7,0</b>	<b>4,2</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>
<b>China</b>	<b>6,7</b>	<b>6,8</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
<b>Índia</b>	<b>7,1</b>	<b>6,7</b>	<b>4,5</b>	<b>3,8</b>	n.d.	n.d.
<b>Brasil</b>	<b>-3,5</b>	<b>1,1</b>	<b>8,7</b>	<b>3,7</b>	<b>11,3</b>	<b>13,1</b>

(a) Comissão Europeia - fevereiro de 2018

(b) FMI: World Economic Outlook - janeiro de 2018, para países não europeus

n.d. - Não disponível

Em 2017, o Produto Interno Bruto português registou o quarto ano consecutivo de expansão, que, segundo o Instituto Nacional de Estatísticas (INE), se situou em 2,7% durante os três primeiros trimestres do ano, mais 1,2 p.p. do que o observado em igual período de 2016. No mercado de trabalho, a taxa de desemprego de novembro de 2017 foi de 8,1%, valor que compara com 10,1% ao final de 2016 e que representa o registo mais baixo desde o último trimestre de 2008.

O bloco de economias dos países Emergentes registou uma aceleração da taxa de crescimento, após seis anos ininterruptos de arrefecimento, beneficiando do desempenho mais favorável da China, assim como da melhoria do crescimento verificado em outras importantes regiões emergentes, com destaque para a América Latina e Europa de Leste.

A inflação global registou em 2017 um aumento face ao ano anterior devido, sobretudo, ao efeito da evolução dos preços da energia que contribuiu para reverter os receios acerca dos níveis muito baixos verificados em 2016. De acordo com o *World Economic Outlook* do FMI, o aumento da taxa de inflação resultou da aceleração do crescimento dos preços no bloco desenvolvido, +0,4 p.p., para 1,7%, enquanto no bloco emergente e em desenvolvimento se assistiu a um valor médio de 4,2%, ligeiramente abaixo do observado em 2016.

Na zona Euro, a variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) permaneceu em terreno positivo ao longo de todo o ano, ao contrário do sucedido no ano anterior, tendo registado um crescimento de 1,5%, valor 1,3 p.p. acima do verificado em 2016. O IHPC português registou uma taxa de variação média anual de 1,4%, mais 0,8 p.p. do que o observado no ano anterior.

Apesar do Banco Central Europeu (BCE) ter reconhecido que os riscos em torno do crescimento económico se tornavam menos pronunciados, as taxas diretoras permaneceram inalteradas e em outubro foi inclusive decretada uma extensão, até setembro de 2018, da aquisição de títulos de dívida, ao abrigo do programa de alívio quantitativo, embora a partir do início deste ano o montante de aquisições tenha sido reduzido para metade (€30 mil milhões/mês).

No sentido oposto, a Reserva Federal dos EUA determinou três subidas da taxa de juro de referência de curto prazo (*Fed funds*), que se encontravam fixadas num intervalo entre 1,25% e 1,50%, no final de 2017. No Reino Unido, o Banco de Inglaterra decretou um incremento da sua taxa diretora de 0,25% para 0,50%, apenas no início de novembro, o primeiro aumento em 10 anos.

Após o referendo britânico ao *Brexit* e das eleições norte-americanas de 2016, o ano de 2017 encerrava num contexto de forte incerteza na esfera política. Contudo, o ano caracterizou-se por uma reduzida volatilidade das principais classes de risco, o que sugere uma maior ênfase dos investidores na conjuntura económica, tendencialmente favorável. O otimismo dos investidores encontrou ainda alicerces na recuperação das cotações da maioria das matérias-primas e da redução dos receios com os eventos geopolíticos.

A generalidade dos mercados acionistas mundiais mantiveram a tendência de valorização, evidenciada em anos anteriores, tendo o índice acionista MSCI Global registado o segundo ano consecutivo de valorização. Os índices de ações dos EUA alcançaram sucessivos máximos históricos, com valorizações superiores a 20%, assim como o índice japonês Topix. O Eurostoxx600 averbou um ganho de 7,7%, inferior aos 15,2% do PSI20 português e o índice MSCI para o bloco emergente alcançou uma valorização de 34,4%, o melhor resultado desde os 74,5% de 2009.

Em 2017, a taxa de rendibilidade da dívida pública norte-americana, a 10 anos, registou uma ligeira descida (-3,9 p.b.), tendo encerrado nos 2,40%. Nas economias europeias com qualidade creditícia mais elevada, as taxas de rendibilidade a 10 anos subiram 21,9 p.b. na Alemanha e 9,9 p.b. na França, atingindo, respetivamente, os valores de 0,42% e 0,78%, no final de dezembro. Nos países periféricos, o principal destaque foi para Portugal: após uma queda de 73,7 p.b. durante a primeira metade de 2017, as obrigações públicas nacionais a 10 anos, desceram 108,4 p.b. no segundo semestre, encerrando nos 1,94%. Em Espanha e em Itália, as condicionantes de ordem política levaram as taxas de rendibilidade a 10 anos a subir 18,3 p.b e 20,1 p.b., para 1,57% e 2,02%, respetivamente.

As taxas do mercado monetário da zona euro desceram ao longo do ano passado. As taxas Euribor registaram novos mínimos, acentuando os valores negativos. Em termos médios anuais, a Euribor a 1 mês, 3 meses, 6 meses e 12 meses registaram valores de -0,37%, -0,33%, -0,26% e -0,15%. A *Eonia*, por seu lado, continuou a apresentar registos muito próximos da taxa de depósito do BCE, sendo ainda de salientar os seus baixos níveis de volatilidade.

Apesar da contínua normalização da política monetária por parte da Reserva Federal e da forte aceleração do crescimento económico norte-americano, em 2017, o dólar registou uma depreciação em relação às restantes principais moedas de referência, principalmente em relação ao euro, 14,2%, mas também face à libra e ao iene, 9,5% e 3,7%, respetivamente. No final do ano, o dólar cotava a \$1,2005 face ao Euro.

## MERCADO IMOBILIÁRIO

O volume de investimento em ativos imobiliários aumentou substancialmente em 2017, provocando uma redução da taxa de rendibilidade dos novos arrendamentos para mínimos históricos nos principais mercados europeus. Esta situação acabou por estender-se a geografias mais periféricas que registaram também aumentos dos preços, decréscimo das taxas de rendibilidade e estreitamento dos diferenciais entre a rentabilidade dos arrendamentos praticados nestes mercados e nos mercados mais centrais.

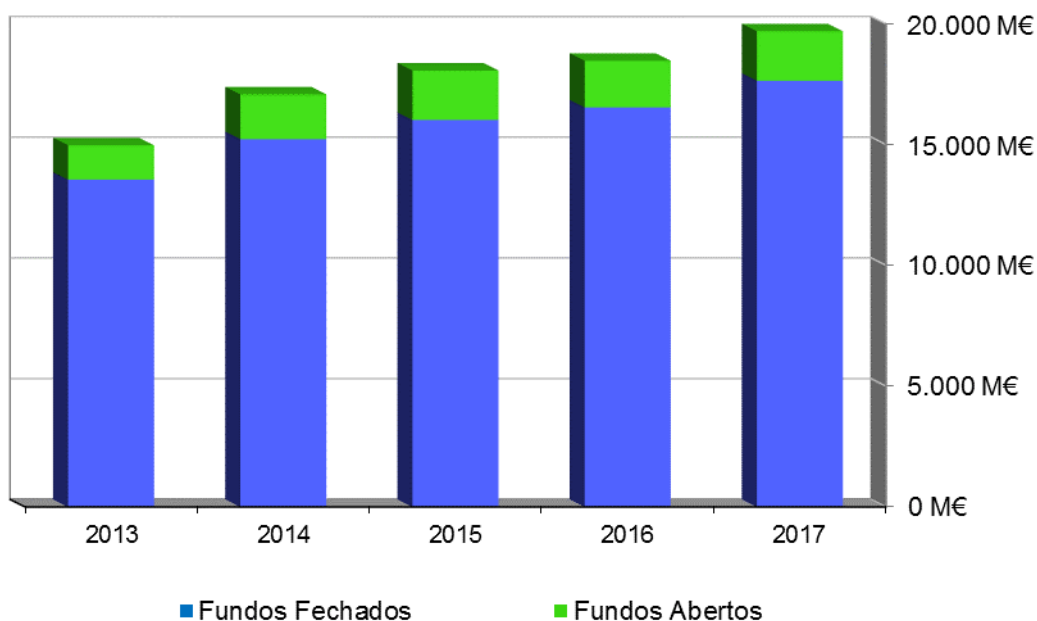
Portugal beneficiou também deste efeito de realocação dos investimentos imobiliários para mercados menos centrais o que, conjuntamente com as revisões em alta do *rating* da República e com o ambiente de reduzidas taxas de juro, potenciou o aumento da procura por ativos do setor imobiliário nacional com especial incidência na cidade de Lisboa e Porto, acabando por estender-se a outras regiões.

## MERCADO DE FUNDOS DE PENSÕES

Em 31 de dezembro de 2017, o valor sob gestão dos fundos de pensões nacionais ascendia a 19.693 milhões de euros, o que traduz um crescimento de 6,6% face ao ano anterior.

O montante de fundos de pensões Abertos (incluindo PPR e PPA) registou um aumento de 6,5% para 2.053 milhões de euros e o dos fundos Fechados aumentou 6,6% para 17.641 milhões de euros, o que representa 90% do montante total de fundos de pensões em Portugal.

## FUNDOS DE PENSÕES



Fonte: ASF – Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões – Estatísticas periódicas

No final do ano existiam 224 fundos de pensões em atividade, mais cinco que no ano anterior, destes, 140 eram fechados e 79 abertos, e a atividade de gestão de fundos de pensões em Portugal era exercida por 10 sociedades gestoras e por 9 companhias de seguros. As cinco maiores empresas concentravam de 81% do total de montantes geridos. No final do ano, a quota de mercado da CGD Pensões ascendia a 19,1%.

## ENQUADRAMENTO DOS FUNDOS DE PENSÕES

A Norma Regulamentar n.º 8/2009-R, de 4 de junho, do Instituto de Seguros de Portugal, atualmente designado por Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF), regulamenta os mecanismos de governação no âmbito dos fundos de pensões, no que respeita à gestão de riscos e controlo interno.

Tendo em vista dar cumprimento aos requisitos estabelecidos pela referida Norma, a Direção de Gestão de Risco (DGR) assegura o controlo, avaliação e monitorização de um conjunto de medidas definidas para medição dos seguintes riscos:

- Risco de mercado;
- Risco de crédito;
- Risco de concentração;
- Risco de liquidez:
  - Nos fundos de pensões fechados são tidas em linha de conta as necessidades de se assegurarem os *cash-flows* dos passivos, bem como as pensões que já se encontram em pagamento;
  - Nos fundos de pensões abertos é tida em linha de conta a estrutura etária dos Participantes, o histórico de transferências entre fundos ou para outros fundos e o histórico de reembolsos.

O risco operacional é tratado e monitorizado no âmbito do processo ROCI da Caixa Geral de Depósitos, S.A. (CGD), transversal a todo o Grupo, e o risco de investimento é controlado através do cálculo periódico da margem da solvência da CGD Pensões.

O Plano de Continuidade de Negócio (PCN) é igualmente assegurado, transversalmente a todo o Grupo, pela CGD, encontrando-se implementado e com testes regulares levados a cabo ao longo do ano.

A auditoria interna encontra-se subcontratada à CGD, sendo assegurada pela respetiva Direção de Auditoria Interna.

Quanto aos riscos específicos dos planos de pensões, nos casos dos planos de pensões de benefício definido, bem como de adequação entre investimentos e responsabilidades, são calculados e monitorizados pelo respetivo Atuário Responsável.



## CARTEIRA DO FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA VALOR

## COMENTÁRIO À GESTÃO E INDICADORES DE EVOLUÇÃO E PERFORMANCE

Ao longo do ano de 2017, as principais decisões de alocação e seleção foram as seguintes:

- *Overweight* à classe de ações europeias, durante o ano em análise. A política monetária expansionista do Banco Central Europeu (BCE), o potencial de expansão das margens de lucro em relação ao mercado americano e a maior proeminência dos setores cíclicos, nos índices de referência, poderiam beneficiar as ações europeias num contexto de maior apetite pelo risco e de melhores perspetivas de crescimento económico global.
- Durante o 3º trimestre alterou-se o *overweight* em ações europeias para ações euro, devido à elevada correlação histórica, à sua maior componente cíclica e ao maior grau de incerteza relativamente ao “Brexit”. No 4º trimestre, fez-se um reforço do *overweight* dado o contexto de aumento de estimativas de crescimento económico global, assim como devido à tendência de crescimento das receitas e dos lucros das empresas.
- *Overweight* a ações dos EUA durante o ano, com cobertura do risco cambial. Embora os níveis elevados das valorizações absolutas, a estabilização dos preços das matérias-primas, a menor exposição aos atuais riscos políticos, os indicadores económicos dos mercados emergentes e europeus e o impacto potencial positivo das propostas de Donald Trump (relativamente à redução de impostos e ao aumento do investimento público), poderiam significar uma melhor relação rentabilidade/risco das ações dos EUA.
- Posicionamento de *underweight* na classe de governos zona-euro durante a grande maioria do ano de 2017. As taxas de juro, sobretudo alemãs, evidenciavam uma nova tendência de subida. Apesar do atual enquadramento político e de inflação da Área Euro reduzirem a probabilidade de subida das taxas diretoras no curto prazo, o elevado diferencial entre as taxas de juro de médio e longo prazo dos EUA vs. Alemanha, o contexto económico recente mais benigno, a retórica do BCE mais positiva e a recente redução da incerteza política nesta região favoreciam uma subida das taxas, em especial na componente real. No 4º trimestre foi feito o reforço do *underweight* na classe associado a uma normalização das políticas monetárias expansionistas mais forte que o que era antecipado, o que contribuiria para uma subida nas *yields*.
- *Underweight US treasuries 10y* durante grande parte do ano de 2017. A fase de ciclo económico e de preços positiva nos EUA, e o potencial impulso adicional das propostas de Donald Trump, poderiam permitir à *Fed* uma maior rapidez de normalização da sua política monetária, bem como contribuir para a subida das *yields* das obrigações de *treasuries*, as quais ainda transacionavam em níveis baixos e cuja ausência de valor é reforçada pelo contexto esperado de aceleração do crescimento nominal.
- Manutenção do posicionamento na classe de investimentos alternativos (*private equity*, infraestruturas e fundos de estratégias de retorno absoluto).
- Manutenção da posição de *underweight* à classe de imobiliário.
- Na componente de ações, a estratégia foi constante ao longo do ano de 2017. Em termos de alocação setorial, a atuação passou por estar *overweight* nos setores de *consumer discretionary*, *industrials* e *financials*, por contrapartida de *underweight* em *utilities*, *healthcare* e *materials*. Ao nível da seleção, estabilidade nas principais escolhas, com preferência de empresas com melhor *momentum* operacional, perspetivas de crescimento mais elevado, maior potencial de *M&A* e com exposição geográfica preferencial aos mercados europeu e norte-americano, por contrapartida de *size* (*underweight* em empresas de grande capitalização), elevado dividendo e múltiplos elevados.
- Na classe de taxa variável ao longo do ano de 2017 o posicionamento centrou-se na preferência de emitentes não financeiros face a financeiros (dívida sénior). A estratégia passou por favorecer os

setores de *consumer non-cyclical*, *industrials* e *financials (non-preferred)* por contrapartida de *financials* (dívida sénior) e *consumer cyclical*. Apesar do *underweight* em *financials*, a componente de seleção no setor acabou por ser o maior contributo. O ano ficou marcado pela maior atividade em mercado primário na classe, o que permitiu alguma rotação na carteira, substituindo-se títulos com maturidades mais curtas por títulos com maturidades mais longas.

- Na classe de governos, durante o ano de 2017 manteve-se a estratégia de estar *underweight* em França vs. Alemanha. Em termos de periferia, o posicionamento ao longo do ano passou por estar *overweight* em Espanha vs. Itália e *overweight* a Portugal. Em termos de duração, foram feitas algumas apostas táticas em alguns momentos do ano (em abril com as eleições francesas, em julho decorrente da Fórum do BCE em Sintra, em setembro com receios de uma eventual subida de taxas de juro voltou-se a reduzir a duração da carteira com base na subida dos preços do petróleo, bem como do corrente bom momento económico da zona euro).

### Performance agregada

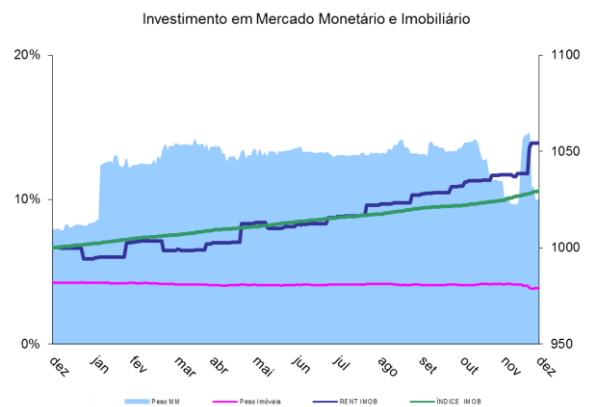
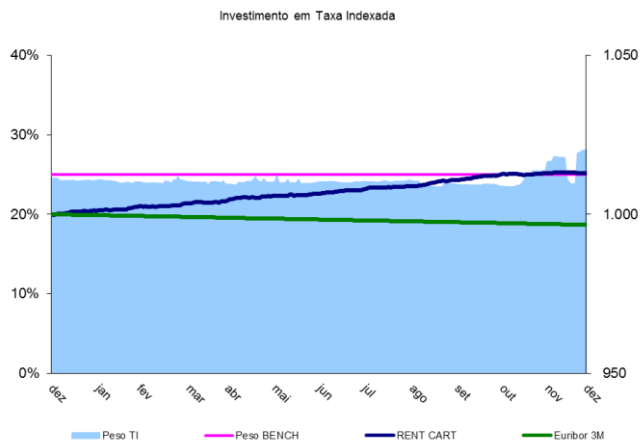
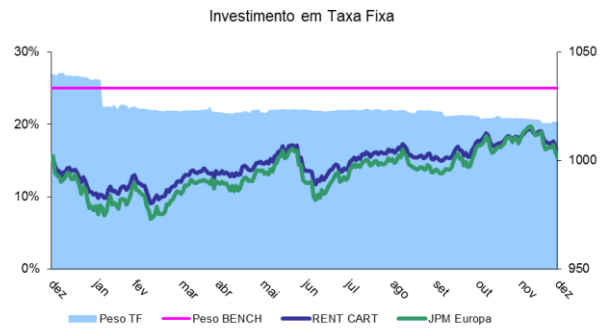
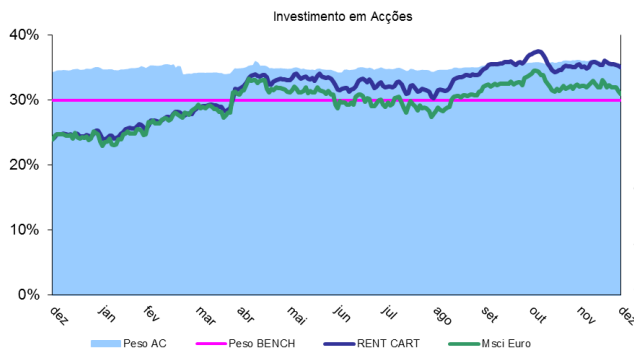
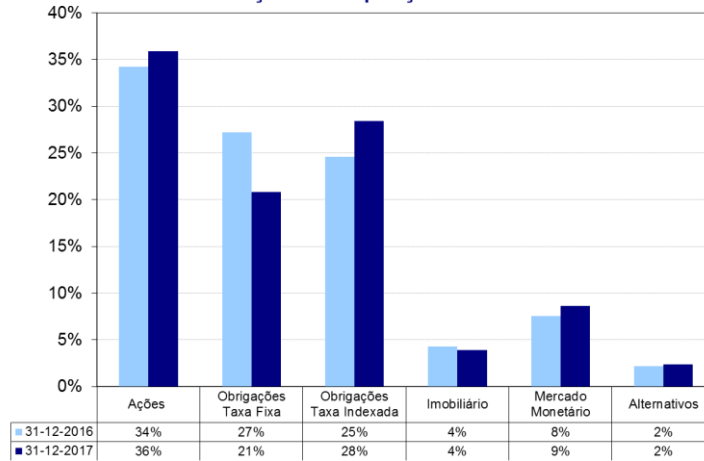
A evolução dos ativos e a composição da carteira, decidida em termos de distribuição por segmentos de investimento, traduziram-se numa rentabilidade acumulada do Fundo, no ano, de 4,09%, contra 3,02% do respetivo *benchmark*.

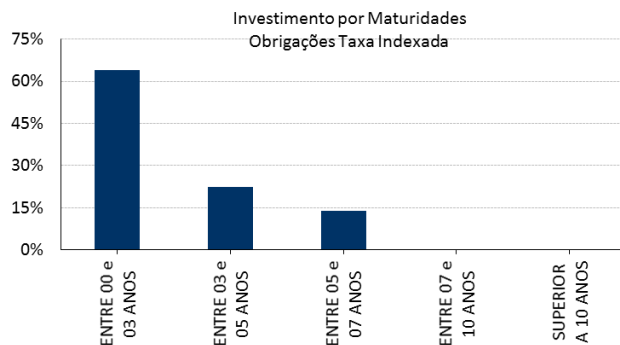
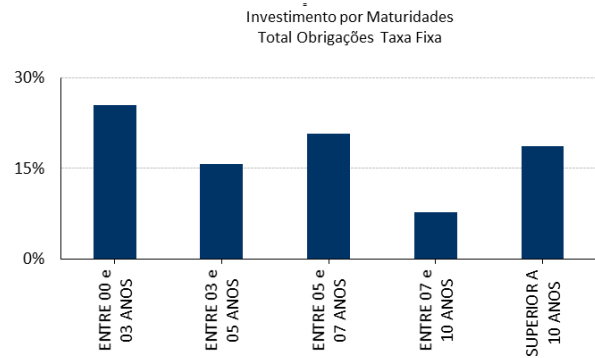
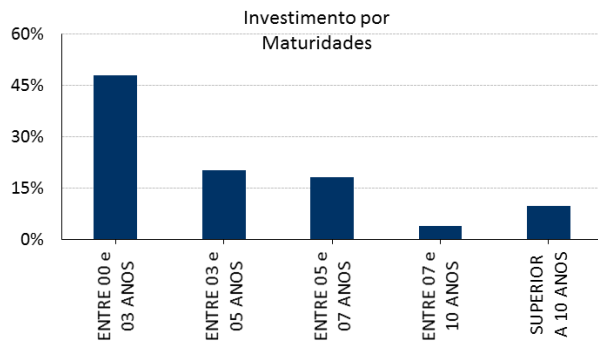
## ALOCAÇÃO DE ATIVOS E RENTABILIDADES

### Fundo de Pensões Aberto Caixa Reforma Valor

Performance	ano anterior		ano	
	2016	2017	2017	2018
<b>Carteira Total</b>	-0,44%	1,41%	4,09%	3,02%
<b>Ações</b>				
Contributo Absoluto	0,44%	1,74%	13,82%	8,66%
Contributo Relativo s/Futuros	0,39%		4,60%	
Contributo Relativo c/Futuros	-0,29%	1,00%	4,60%	2,62%
<b>Obrigações Taxa Fixa</b>				
Contributo Absoluto	2,56%	3,25%	0,50%	0,15%
Contributo Relativo s/Futuros	0,79%		0,04%	
Contributo Relativo c/Futuros	0,42%	0,82%	0,03%	0,05%
<b>Obrigações Taxa Indexada</b>				
Contributo Absoluto	2,13%	-0,24%	1,30%	#####
Contributo Relativo	0,53%	-0,06%	0,31%	#####
<b>Imobiliário</b>				
Contributo Absoluto	-1,48%	-2,17%	5,42%	2,95%
Contributo Relativo	-0,07%	-0,33%	0,21%	0,44%
<b>Alternativos</b>				
Contributo Absoluto	5,51%	1,77%	7,13%	1,67%
Contributo Relativo	0,11%	0,00%	0,15%	0,00%
<b>Valor da Carteira</b>			25.047.685	(euros)
<b>Tracking Error</b>			3,0%	

**Evolução da Composição da Carteira**





## POLÍTICA DE INVESTIMENTOS

### 1. Introdução

A Política de Investimento tem por objetivo estabelecer um conjunto de diretrizes e princípios orientadores, com base nos quais a Entidade Gestora deverá conduzir e controlar a gestão do Fundo de Pensões Aberto Caixa Reforma Valor (adiante apenas designado por Fundo).

### 2. Estratégia de Investimento e Perfil do Investidor Objetivo

O Fundo caracteriza-se por uma gestão dinâmica, destinando-se, sem prejuízo da possibilidade da sua combinação com outros fundos de pensões abertos de perfil de investimento distinto geridos pela mesma Entidade Gestora, a investidores com tolerância à volatilidade dos mercados financeiros que procuram a construção de complementos de reforma. Tem por objetivo potenciar a valorização dos investimentos e maximização do capital, através de uma estratégia de maior exposição ao mercado acionista.

### 3. Benchmarks e Limites de Investimento

São definidos, para cada classe de ativos os seguintes *benchmarks* e limites de investimento:

<b>Classes de Ativos</b>	<b>Benchmark Central (%)</b>	<b>Intervalos Permitidos (%)</b>
<i>Obrigações</i>	<b>50</b>	<b>30 – 70</b>
Taxa Fixa (a)	25	0 – 40
Taxa Variável (b)	25	0 – 40
<b>Ações (c)</b>	<b>30</b>	<b>10 – 50</b>
<b>Imobiliário</b>	<b>15</b>	<b>0 – 30</b>
Investimento Direto (d)	5	0-30
Investimento Indireto (e)	10	0-30
<b>Investimentos Alternativos (f)</b>	<b>0</b>	<b>0-10</b>
<b>Liquidez (g)</b>	<b>5</b>	<b>0 – 25</b>
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>-</b>

Em que:

- a) Inclui títulos representativos de dívida de taxa fixa emitidos por entidades públicas ou privadas e unidades de participação de fundos de investimento mobiliário cuja política de investimento seja constituída maioritariamente por obrigações de taxa fixa;
- b) Inclui títulos representativos de dívida de taxa variável emitidos por entidades públicas ou privadas e unidades de participação de fundos de investimento mobiliário cuja política de investimento seja constituída maioritariamente por obrigações de taxa variável;
- c) Inclui ações, *warrants* e obrigações convertíveis, bem como instrumentos que confirmam o direito à subscrição das mesmas ações tais como obrigações e unidades de participação em fundos de investimento mobiliário constituídos maioritariamente por essas ações;
- d) Inclui aplicações em terrenos e edifícios, créditos decorrentes de empréstimos hipotecários e ações de sociedades imobiliárias;
- e) Inclui unidades de participação em fundos de investimento imobiliário, em fundos de fundos de investimento imobiliário ou em quaisquer outros organismos de investimento coletivo que invistam maioritariamente, de forma direta ou indireta, em ativos imobiliários;
- f) Inclui aplicações, cujo objetivo é obter rendimentos positivos, estáveis e independentes das direções dos mercados financeiros. Utilizam para atingir estes objetivos diferentes estratégias de investimento, nomeadamente Fundos de Retorno Absoluto, via investimento direto ou fundo de fundos (nas classes de ações, obrigações, moeda e matérias-primas), Fundos de Private Equity, Fundos de Private Debt, Fundos de Infraestruturas e Fundos de Matérias-primas;

- g) Inclui instrumentos do mercado monetário nomeadamente vocacionados para a gestão de tesouraria cujo prazo de vencimento residual é inferior a 12 meses. Ex: Depósitos à ordem, depósitos a prazo, certificados de depósito e papel comercial

Os intervalos definidos para as aplicações do Fundo poderão ser incumpridos se essa violação for efetuada de forma passiva, designadamente por (des)valorização de ativos financeiros ou entradas e saídas de capital ou for justificada por uma elevada instabilidade dos mercados financeiros, devendo a mesma ser delimitada num período de tempo razoável.

#### 4. Restrições / Indicações

Para além das restrições impostas pela legislação em vigor a cada momento, a gestão da carteira do Fundo deverá ainda ter em consideração os pontos seguintes.

Para efeitos do presente número, o *rating* a considerar deverá ser o máximo de entre os atribuído pelas três principais agências de *rating* reconhecidas no mercado financeiro (Standard & Poor's, Moody's e Fitch). Em caso de inexistência de *rating* por parte das referidas agências, o ativo em causa deverá ser considerado como não tendo *rating*, ainda que tenha notação atribuída por parte de outra(s) agência(s).

##### I. Instrumentos Derivados:

O Fundo poderá utilizar instrumentos financeiros derivados para cobertura do risco e para prossecução de outros objetivos de adequada gestão do seu património, nos termos e limites definidos na lei e nas normas regulamentares da ASF, bem como na presente política de investimentos.

As operações que envolvam instrumentos derivados poderão estar relacionadas com os seguintes riscos:

- Risco de taxa de juro - risco de variação da cotação das obrigações que compõem a carteira do Fundo, a qual depende da evolução das taxas de juro de curto e longo prazo. Assim, o Fundo está dependente das expectativas de crescimento económico, evolução das taxas de inflação e de condução da política monetária;
- Risco de crédito - risco de investir em obrigações com risco de crédito nomeadamente, risco de descida das cotações devido à degradação da qualidade de crédito do emitente dos ativos, risco associado à possibilidade de ocorrer incumprimento por parte dos emitentes dos ativos;
- Risco cambial - risco de investir em moeda estrangeira ou em ativos denominados em moeda estrangeira. A apreciação do euro face a essas moedas traduz-se numa perda de valor desses ativos;
- Risco de mercado - risco de variação da cotação das ações que compõem a carteira do Fundo, a qual depende do crescimento económico, da evolução dos mercados financeiros e da evolução das taxas de juro;
- Risco específico - risco de variação da cotação das ações que compõem a carteira do Fundo, a qual depende da evolução do negócio das empresas e do setor onde esta está inserida. Esta evolução está associada à capacidade de gestão da empresa nas suas vertentes financeira, operacional e estratégica.

O Fundo poderá, designadamente, transacionar contratos de futuros e opções sobre índices ou sobre valores mobiliários individuais, poderá realizar operações de permuta de taxas de juro e de taxas de câmbio (*swaps*), celebrar acordos de taxas de juro, câmbios a prazo (*FRA's* e *forwards*) e utilizar "*credit default swaps*".

O Fundo utilizará instrumentos financeiros derivados que se encontrem admitidos à cotação em Bolsas de valores e mercados regulamentados, entendendo-se este conceito, ao longo da presente política de investimentos, conforme se encontra definido na legislação em vigor.

O Fundo poderá ainda utilizar instrumentos derivados transacionados fora de mercado regulamentado desde que as operações sejam efetuadas com uma instituição financeira que, cumulativamente, esteja legalmente autorizada para o efeito num Estado-membro do Espaço Económico Europeu ou noutro país da OCDE e cujo *rating* seja qualitativamente igual ou superior a “BBB”/“Baa2”, conforme notações universalmente utilizadas, ou a outras classificações comprovadamente equivalentes.

A exposição resultante de instrumentos derivados, considerada conjuntamente com a exposição resultante dos ativos em carteira, terá que respeitar os limites de exposição estabelecidos no Ponto 3. Para efeitos da determinação da exposição, serão equiparados a derivados os ativos financeiros com produtos derivados incorporados, bem como de produtos estruturados com características idênticas.

Adicionalmente, no caso dos produtos derivados serem utilizados no âmbito de uma gestão agregada dos riscos afetos aos ativos ou responsabilidades do Fundo, o acréscimo da perda potencial máxima resultante da sua utilização não poderá exceder, a todo o momento, 20% da perda potencial máxima a que, sem a utilização desses produtos, a carteira do Fundo estaria exposta.

Pela utilização de instrumentos e produtos derivados o Fundo incorre, nomeadamente, no risco de aumento ou diminuição da exposição a um determinado ativo.

## II. Operações de Reporte e Empréstimo de Valores:

Com o objetivo de incrementar a sua rentabilidade, o Fundo pode efetuar operações de reporte e de empréstimo, desde que estas sejam efetuadas com uma instituição financeira que, cumulativamente, esteja legalmente autorizada para o efeito num Estado membro do Espaço Económico Europeu ou noutro país da OCDE e cujo *rating* seja qualitativamente igual ou superior a “BBB”/“Baa2”, conforme notações universalmente utilizadas, ou a outras classificações comprovadamente equivalentes.

As operações de reporte e de empréstimo serão realizadas em Bolsas de valores e mercados regulamentados.

As garantias associadas às operações de reporte e de empréstimo de valores efetuadas por conta do Fundo, devem revestir a forma de:

- a) numerário;
- b) valores mobiliários emitidos ou garantidos por Estados membros da União Europeia, admitidos à negociação num mercado regulamentado de um Estado membro da União Europeia;
- c) instrumentos do mercado monetário, emitidos em conjuntos homogêneos, nomeadamente bilhetes do tesouro.

As operações de reporte e empréstimo não poderão comprometer os limites de alocação definidos para cada uma das classes de ativos a que respeitam e o valor de mercado dos ativos cedidos no conjunto dessas operações não poderá exceder, em qualquer momento, 40% do valor do património do Fundo.

## III. Investimento Obrigacionista

As obrigações adquiridas deverão ter um *rating* mínimo de *investment grade* ou equivalente. Poderá no entanto existir até ao limite de 10% da carteira total, o investimento em obrigações de *rating* inferior a *investment grade*.

Não havendo *rating* para a emissão, dever-lhe-á ser aplicado o *rating* do emitente de acordo com a mesma regra.

No caso de inexistência de *rating*, se a obrigação possuir uma garantia prestada por terceiros, será considerado o *rating* dessa entidade.

A ocorrência de *downgrades* em momento ulterior ao da aquisição não implica a venda de títulos, os quais podem ser mantidos em carteira, desde que a sociedade gestora considere tal decisão a que melhor se coaduna com o interesse dos participantes do fundo.

#### IV. Valores Não Admitidos em Mercados Regulamentados

O limite de exposição a valores mobiliários que não se encontrem admitidos à negociação em mercados regulamentados é de 15% do valor global da carteira do Fundo.

#### V. Aplicações em Moeda Diferente do Euro

O conjunto das aplicações expressas em moedas que não o Euro, sem cobertura cambial, não pode representar mais que 30% do valor global da carteira do Fundo.

#### VI. Organismos de Investimento Alternativos

O Fundo de Pensões poderá investir em organismos de investimento alternativos dentro dos seguintes limites:

- (a) As aplicações em organismos de investimento alternativos de índices, que não façam uso do efeito de alavancagem, não poderão ultrapassar 30% do valor global do Fundo;
- (b) As aplicações em organismos de investimento alternativos que se enquadrem no âmbito da alínea e) do n.º 1 do artigo 50.º da Diretiva n.º 2009/65/CEE, de 13 de julho, alterada pela Diretiva n.º 2010/78/EU, de 24 de novembro, pela Diretiva n.º 2010/61/EU de 8 de junho e pela Diretiva 2013/14/EU de 21 de maio, não poderão representar mais que 30% do valor global do Fundo;
- (c) As aplicações em outros organismos de investimento alternativos não poderão ultrapassar 10% do Fundo. As estratégias de investimento prosseguidas por estes organismos enquadram-se nas categorias de *Trading Direcional*, *Valor Relativo (Arbitragem)*, *Equity Long/Short*, e *Crédito*. Os tipos de ativos com os quais estas estratégias são implementadas incluem ações, obrigações, moedas, taxas de juro e matérias-primas, bem como ativos derivados com subjacentes destes tipos. Estes organismos podem também ter uma filosofia de gestão multi-estratégia e investir em outros organismos de investimento alternativos. Sendo organismos de investimento alternativos, não estão sujeitos aos mesmos limites prudenciais a que estão sujeitos os organismos de investimento coletivo harmonizados e, nessa medida, poderão apresentar um nível de risco mais elevado.

#### VII. Diversificação e Dispersão do Investimento

O investimento do Fundo deverá respeitar os seguintes limites de diversificação e dispersão prudenciais:

- (a) O investimento numa mesma Sociedade não pode representar mais do que 10% do valor do património do Fundo, sendo o limite de 5% quando se tratar de investimento em Associados do Fundo ou em Sociedades que se encontrem em relação de domínio ou de grupo com esses Associados;
- (b) O investimento no conjunto das Sociedades que se encontrem entre si ou com a Entidade Gestora em relação de domínio ou de grupo não pode representar mais do que 20% do valor do património do Fundo, sendo o limite de 10% quando se tratar de investimentos efetuados no conjunto dos Associados do Fundo e das Sociedades que se encontrem em relação de domínio ou de grupo com esses Associados;
- (c) O investimento em unidades de participação de um único organismo de investimento alternativo não pode representar mais do que 2% do valor do património do Fundo;
- (d) No caso de organismos de investimento alternativos que invistam noutros organismos de investimento alternativos, não é aplicável o limite estabelecido na alínea anterior, mas o investimento em unidades



de participação de cada um destes outros organismos não pode representar mais do que 2% do valor do património do Fundo;

- (e) Para efeitos das anteriores alíneas (a) a (d), excluem-se depósitos em instituições de crédito que sejam efetuados com vista à gestão de liquidez do Fundo.

#### VIII. Investimentos Vedados

Não poderão ser adquiridos nem entregues como contribuição para o Fundo títulos emitidos:

- (a) Pela Entidade Gestora;
- (b) Por Sociedades que sejam membros do órgão de administração da Entidade Gestora, ou que com esta estejam em relação de domínio ou de grupo, ou que possuam, direta ou indiretamente, mais do que 10% do capital social ou dos direitos de voto desta, salvo se os títulos se encontrarem admitidos à negociação num mercado regulamentado;
- (c) Por Associados do Fundo ou Sociedades que estejam em relação de domínio ou de grupo com esses Associados, salvo se os títulos se encontrarem admitidos à negociação num mercado regulamentado;
- (d) Por Sociedades cujo capital social ou direitos de voto pertençam, direta ou indiretamente, em mais do que 10% a um ou mais administradores da Entidade Gestora, em nome próprio ou em representação de outrem, ou aos seus cônjuges e parentes ou afins no 1.º grau, salvo se os títulos se encontrarem admitidos à negociação num mercado regulamentado;
- (e) Por Sociedades de cujos órgãos de administração ou de fiscalização façam parte um ou mais administradores da Entidade Gestora, em nome próprio ou em representação de outrem, seus cônjuges e parentes ou afins no 1.º grau, salvo se os títulos se encontrarem admitidos à negociação num mercado regulamentado.

#### IX. Investimentos em Liquidez

O limite máximo de exposição à classe de liquidez poderá ser excedido em condições especiais de mercado, e sempre o mesmo vise rentabilizar as aplicações de curto prazo, através de uma gestão ativa.

### 5. Medidas de Referência Relativas à Rendibilidade

#### I. Medidas de Referência

Deverão ser utilizados, como medidas de referência relativas à rendibilidade de cada classe de ativos da carteira do Fundo, os índices constantes na tabela seguinte:

<b>Classes de Ativos</b>	<b>Índice de Referência</b>	<b>Ticker Bloomberg</b>
Obrigações		
Taxa Fixa	JP Morgan EMU Investment Grade	JPMGEMUI Index
Taxa Variável	Euribor 3 Meses NM	EUR003M Index
Ações	MSCI Euro	MSER Index
Imobiliário (Invest. Direto e Invest. Indireto)	Índice APFIPP	-
Liquidez	Euribor 3 Meses NM	EUR003M Index

## II. Cálculo da Rendibilidade da Carteira

Como base de cálculo da rendibilidade dos ativos financeiros deverá ser utilizada a *Time Weighted Rate of Return*, cujo cálculo exato requer uma avaliação completa da carteira sempre que se dá um movimento de *cashflows*. A fórmula utilizada para o cálculo das rendibilidades diárias será a seguinte:

$$r_t = \frac{(MV_t - CF_t) - MV_{t-1}}{MV_{t-1}}$$

Onde

$r_t$  = rendibilidade diária da carteira no dia  $t$ ;

$MV_t$  = valor de mercado da carteira no final do dia  $t$ ;

$CF_t$  = valor dos *cashflows* líquidos ocorridos no dia  $t$ ;

$t$  = unidade de tempo diária.

As rendibilidades diárias deverão ser compostas, por forma a obter as rendibilidades mensais, trimestrais e anuais e acumuladas desde o início do ano (*YTD*):

### Rendibilidade do Período

$$R_P = \left( \prod_{t=1}^n (1 + r_t) \right) - 1$$

Onde

$R_P$  = rendibilidade acumulada da carteira no período  $P$ ;

$P$  = período de tempo (mês, trimestre ou ano);

$t$  = unidade de tempo diária;

$n$  = número de observações diárias no período.

### Rendibilidade YTD

$$R_T = \left( \prod_{t=1}^n (1 + r_t) \right) - 1$$

Onde

$R_T$  = rendibilidade acumulada da carteira no período  $T$ ;

$T$  = período de tempo (dias decorridos desde o início do ano);

$t$  = unidade de tempo diária;

$n$  = número de observações diárias no período.

## 6. Medição e Controlo de Risco

O risco dos investimentos é avaliado através da utilização de diversas medidas estatísticas e financeiras, baseadas em observações *a posteriori* da evolução da *performance* da carteira do Fundo e dos ativos que a compõem.

Esses indicadores são regularmente calculados e a gestão da carteira global do Fundo e da carteira de cada classe de ativos que o compõem poderá ser ajustada, sempre que tal seja considerado necessário face ao valor dos mesmos.

No âmbito do processo de medição e controlo de risco são, nomeadamente, utilizados os seguintes indicadores:

- (a) **Desvio-padrão** anualizado das rendibilidades diárias para calcular a volatilidade das carteiras de ativos e dos respetivos *benchmarks* segundo as fórmulas (1):

$$(1) \sigma_{r_t} = \sqrt{\left( \frac{\sum_{t=1}^n (r_t - \bar{r}_T)^2}{n-1} \right)} \times \sqrt{365}$$

$$\sigma_{b_t} = \sqrt{\left( \frac{\sum_{t=1}^n (b_t - \bar{b}_T)^2}{n-1} \right)} \times \sqrt{365}$$

$\sigma_{r_t}$  = desvio-padrão das rendibilidades da carteira no período T;

$\sigma_{b_t}$  = desvio-padrão das rendibilidades do *benchmark* no período T;

T = período de tempo (dias decorridos desde o início do ano);

t = unidade de tempo diária;

n = número de observações diárias no período;

$r_t$  = rendibilidade diária da carteira no dia t;

$\bar{r}_T$  = média das rendibilidades  $r_t$  no período T.

$b_t$  = rendibilidade diária do *benchmark* no dia t;

$\bar{b}_T$  = média das rendibilidades  $b_t$  no período T.

Este é um indicador de dispersão pelo que quanto maior for o valor encontrado maior o risco histórico dos investimentos. Pelo contrário, quanto mais perto de zero estiver o valor do desvio-padrão, mais estáveis são as rendibilidades obtidas e, portanto, menor o risco.

- (b) **Tracking Error**. O cálculo deste indicador é igual à volatilidade das diferenças entre a rendibilidade da carteira e a rendibilidade do *benchmark* segundo a fórmula (2). A taxa apresentada está anualizada.

$$(2) TE_T = \sqrt{\left( \frac{\sum_{t=1}^n (D_t - \bar{D}_T)^2}{n-1} \right)} \times \sqrt{365}$$

$TE_T$  = *tracking error* da carteira no período T;

T = período de tempo (dias decorridos desde o início do ano);

t = unidade de tempo diária;

n = número de observações diárias no período;

$D_t = r_t - b_t$  ;

$r_t$  = rendibilidade diária da carteira no dia  $t$ ;

$b_t$  = rendibilidade diária do *benchmark* no dia  $t$ ;

$\bar{D}_t$  = média dos  $D_t$  no período  $T$ .

O *Tracking Error* pretende medir o grau de fiabilidade com que a carteira de investimentos replica o *benchmark* ou a consistência com que a *performance* da carteira supera ou fica abaixo da *performance* do *benchmark*. Assim, um valor próximo de zero indica que existe uma elevada consistência na diferença de rendibilidades, seja essa diferença positiva, negativa ou nula. Um elevado valor do *Tracking Error* sugere uma política de gestão ativa que não procura replicar fielmente o *benchmark* originando, assim diferenças de rendibilidade, ora positivas, ora negativas.

- (c) Como medidas de eficiência utiliza-se o **Índice de Sharpe** e o **Information Ratio**. Ambos avaliam o acréscimo de rendibilidade por unidade de risco assumida. No entanto, o primeiro assume o risco como o desvio-padrão das rendibilidades diárias fórmula (3) e o segundo assume o *Tracking Error* (4). Relativamente ao acréscimo de rendibilidade, o Índice de *Sharpe* calcula-o face ao índice de rendibilidade da taxa de juro sem risco (assume-se a *Euribor* a 3M) e o *Information Ratio* face à rendibilidade do *benchmark*.

$$(3) S_T = \frac{\left( (R_T + 1)^{(365/T)} - 1 \right) - \left( (rf_T + 1)^{(365/T)} - 1 \right)}{\sigma_{r_t}}$$

Em que:

$s_T$  = Índice de Sharpe da carteira no período  $T$ ;

$T$  = período de tempo (dias decorridos desde o início do ano);

$R_T$  = rendibilidade acumulada da carteira no período  $T$ ;

$rf_T$  = índice de rendibilidade da taxa de juro sem risco no final do período  $T$ . Este índice resulta da diarização da média móvel das observações diárias dos últimos 3 meses da *Euribor* 3M;

$\sigma_{r_t}$  = desvio-padrão das rendibilidades da carteira no período  $T$ .

$$(4) I_T = \frac{\left( (R_T + 1)^{(365/T)} - 1 \right) - \left( (B_T + 1)^{(365/T)} - 1 \right)}{TE_T}$$

Em que:

$I_T$  = *Information Ratio* da carteira no período  $T$ ;

$T$  = período de tempo (dias decorridos desde o início do ano);

$R_T$  = rendibilidade acumulada da carteira no período  $T$ ;

$B_T$  = rendibilidade acumulada do *benchmark* no período  $T$ ;

$TE_T$  = *tracking error* da carteira no período  $T$ .

O *Information Ratio* indica o excesso de rendibilidade obtida em relação ao *benchmark*, por unidade de risco adicional suportada em relação a esse mesmo *benchmark*. Quanto maior o valor mais eficiente é a gestão da carteira na medida em que se pretende maximizar o excesso de rendibilidade face ao *benchmark*, minimizando o acréscimo de risco suportado.

(d) **Risco de Perda** da carteira é uma medida semelhante ao *Tracking Error*, difere em apenas se considerar as diferenças negativas existentes entre a rentabilidade da carteira e a rentabilidade do *benchmark*, fórmula (5):

$$RP_T = \sqrt{\left( \frac{\sum_{t=1}^n (d_t - \bar{d}_T)^2}{n-1} \right)} \times \sqrt{365}$$

$RP_T$  = risco de perda da carteira no período T;

T = período de tempo (dias decorridos desde o início do ano);

t = unidade de tempo diária;

n = número de observações diárias no período;

$d_t = \text{Min}(0, r_t - b_t)$ ;

$\bar{d}_T$  = média dos  $d_t$  no período T;

$r_t$  = rentabilidade diária da carteira no dia t;

$b_t$  = rentabilidade diária do *benchmark* no dia t;

## 7. Intervenção e Exercício de Direitos de Voto

A política de intervenção e exercício de direitos de voto nas Sociedades emitentes será decidida pelo Conselho de Administração da Entidade Gestora, ouvida a Comissão de Investimentos, tendo sempre subjacente o melhor interesse para o Fundo.

No que respeita ao exercício dos direitos de voto inerentes a ações de empresas nacionais detidas pelo Fundo, a CGD Pensões não participará nas assembleias gerais das respetivas entidades emitentes, exceto nos casos em que a defesa dos interesses dos Participantes o justifique, nomeadamente deliberações sobre fusões e aquisições relevantes.

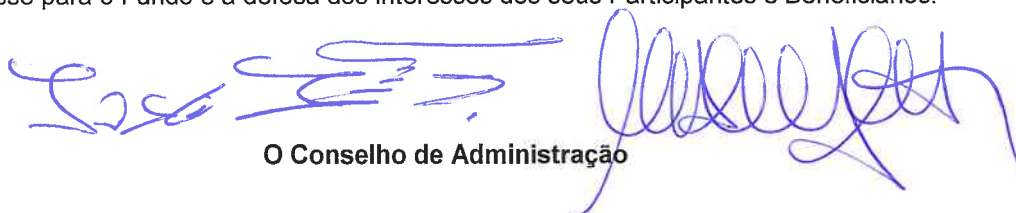
Nestes casos, a CGD Pensões participará através de um representante exclusivo e vinculado às suas instruções.

A CGD Pensões não participará nas assembleias gerais de empresas sedeadas no estrangeiro.

A CGD Pensões não poderá exercer o direito de voto no sentido de apoiar a inclusão ou manutenção de cláusulas limitativas do direito de voto ou outras cláusulas suscetíveis de impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição

## 8. Definição da Política de Investimentos

A decisão do teor da Política de Investimentos e de eventuais alterações à mesma compete ao Conselho de Administração da Entidade Gestora, ouvida a Comissão de Investimentos, tendo sempre subjacente o melhor interesse para o Fundo e a defesa dos interesses dos seus Participantes e Beneficiários.



O Conselho de Administração



## **ANEXOS**

### **I. RELATÓRIO DO AUDITOR E CERTIFICAÇÃO LEGAL DE CONTAS**

