



Caixa Geral de Depósitos



CGD Pensões

Relatório e Contas 2015

FUNDO DE PENSÕES

INTERBOLSA

ÍNDICE

DESTAQUE	3
1. A Conjuntura Económica e Financeira	4
1.1 <i>Economia</i>	4
1.2 <i>Bancos Centrais</i>	5
1.3 <i>Mercados</i>	7
1.4 <i>Temas de Investimento</i>	16
1.5 <i>Perspetivas</i>	16
1.6 <i>Tabelas</i>	19
1.7 <i>Temas</i>	21
2. ENQUADRAMENTO DOS FUNDOS DE PENSÕES	24
3. CARTEIRA DO FUNDO DE PENSÕES DA INTERBOLSA	25
3.1. Comentário à gestão e indicadores de evolução e performance	25
3.2. Política de Investimento	31

ANEXOS

RELATÓRIO DO ATUÁRIO RESPONSÁVEL

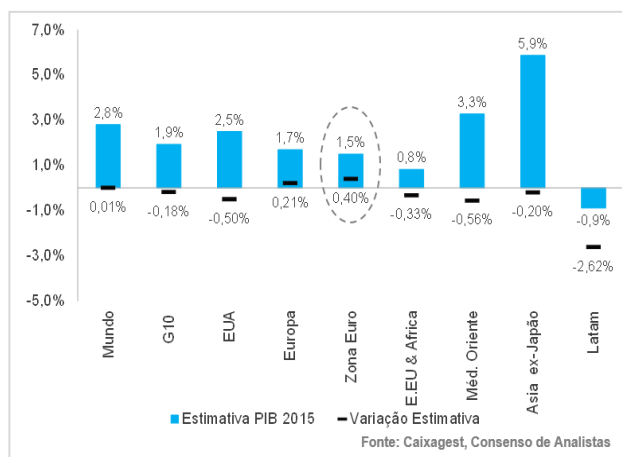
RELATÓRIOS DE RISCO NO ÂMBITO DA NORMA REGULAMENTAR N.º8/2009-R, DE 4 DE JUNHO

RELATÓRIO DO AUDITOR E CERTIFICAÇÃO LEGAL DE CONTAS

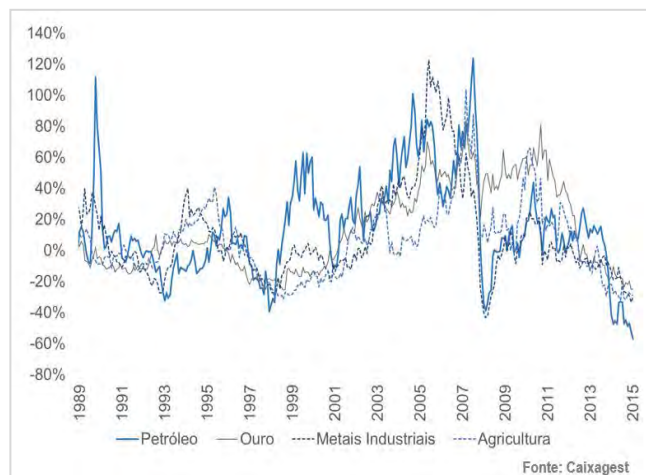
Destaque

Em 2015, verificou-se uma melhor *performance* de mercados acionistas da Zona Euro e do Japão, onde vigoraram políticas monetárias quantitativas expansionistas. Inversamente, a tendência económica negativa no bloco emergente, o aumento da oferta de petróleo e a redução da respetiva procura, em consequência do abrandamento na China, justificaram as maiores desvalorizações dos índices acionistas emergentes e das matérias-primas. O início de 2016 caracteriza-se por uma divergência económica entre a resiliência do bloco desenvolvido e a maior fragilidade dos países emergentes. Neste contexto, a normalização de taxas nos EUA deverá ser mais gradual face à história, com principalmente o BCE e o Banco do Japão a substituírem a Fed na condução de políticas monetárias expansionistas.

Ao longo de 2015, apenas se verificaram revisões em alta das estimativas crescimento económico na Europa e, mais concretamente, na Zona Euro.



O desvio dos preços das matérias-primas face à média a 5 anos confirma a magnitude significativa das correções recente face a ciclos anteriores.



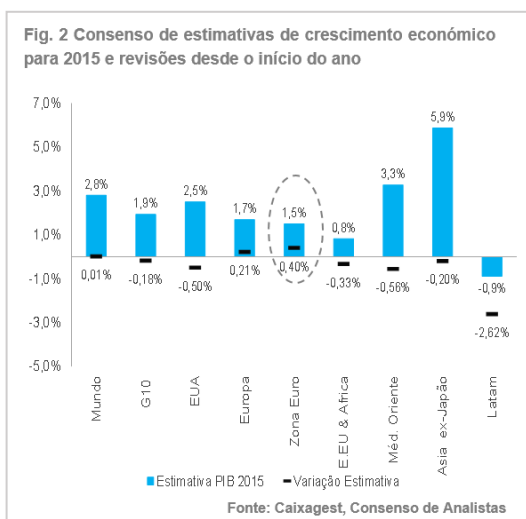
1. A CONJUNTURA ECONÓMICA E FINANCEIRA

1.1 Economia

A evolução económica global, no decorrer de 2015, foi assimétrica nas várias regiões, com intervenção monetária por parte dos bancos centrais e fortes movimentos ao nível das taxas de câmbio. Outro fator comum global prendeu-se com a depreciação do preço das matérias-primas, em especial do petróleo, que afetou de maneira distinta os respetivos países importadores e exportadores. O diferente impacto destes eventos, com efeitos de redistribuição de riqueza a nível global, terão contribuído para a evolução díspar verificada entre os diferentes blocos económicos mundiais. Acentuou-se, assim, a divergência entre a trajetória moderadamente positiva do bloco desenvolvido enquanto que se verificou uma deterioração na tendência económica do bloco emergente (ver Fig. 1).

A Zona Euro, sendo uma região importadora de energia, foi beneficiária da queda do preço do petróleo, através do aumento do rendimento real disponível das famílias e da redução dos custos operacionais a nível empresarial. A

região beneficiou também de condições financeiras favoráveis, por via de uma política monetária expansionista, que resultou na redução das taxas de financiamento e na desvalorização do Euro. Estima-se que a atividade económica tenha registado uma recuperação de 1,5% em 2015, suportada pelo consumo privado, reduzindo-se os receios de



recessão (ver Fig. 2). Por outro lado, os níveis de inflação permaneceram muito reduzidos, estimando-se variar 0,1% face ao ano anterior. A desaceleração de outras economias, nomeadamente da região emergente, terão contribuído negativamente para a componente de comércio externo.

Nos EUA, estima-se que a economia tenha crescido 2,5% em 2015, solidificando a recuperação económica no ciclo atual. Tendo-se iniciado o ano com desapontamento económico, muito por via de fatores temporários, o crescimento em 2015, ainda que robusto, terá registado um ritmo mais lento do que o inicialmente estimado pelos economistas. A maior contribuição para o crescimento foi o consumo privado, apoiado pela continuação da recuperação do mercado de trabalho e do aumento do rendimento disponível das famílias por via da queda do preço do petróleo. Por

outro lado, o comportamento da matéria-prima teve um efeito adverso no investimento, dado o desinvestimento no setor energético, enquanto que a forte valorização da moeda, por via da expectativa de subida de taxas, condicionou o contributo das exportações líquidas (ver Fig. 2 e 3).

Na região emergente, o abrandamento da China, onde decorre um processo de rebalanceamento de produção para consumo, assumiu particular importância. As importações caíram 8,7% em

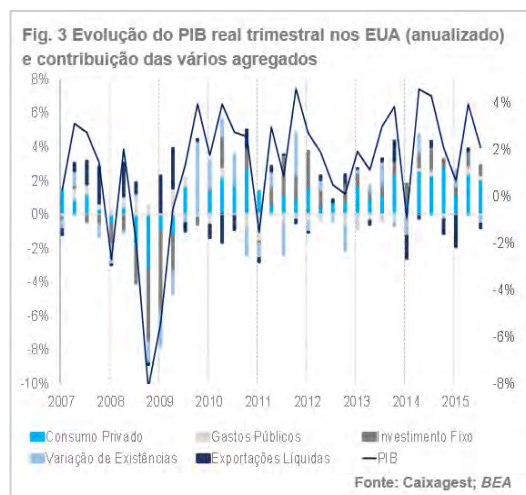


Fig. 4 Evolução do Purchasing Managers' Index (PMI) para o setor da indústria nos vários blocos económicos

PMI Indústria	2015											
	j	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d
Bloco Desenvolvido												
Zona Euro	51	51	51	52	52	52	53	52	52	52	52	53
EUA	54	53	53	52	52	53	54	53	51	50	50	50
Reino Unido	53	54	54	54	52	52	52	52	52	52	55	53
Japão	52	52	52	50	50	51	50	51	52	51	52	53
Bloco Emergente												
China	50	51	51	50	49	49	49	48	47	47	48	49
Brasil	51	50	50	46	46	46	47	47	46	47	44	44
Rússia	50	50	50	48	49	48	49	48	48	49	50	50
Índia	53	51	51	52	51	53	51	53	52	51	51	50

Fonte: CaixaGest, Markit, ISM, China FLP

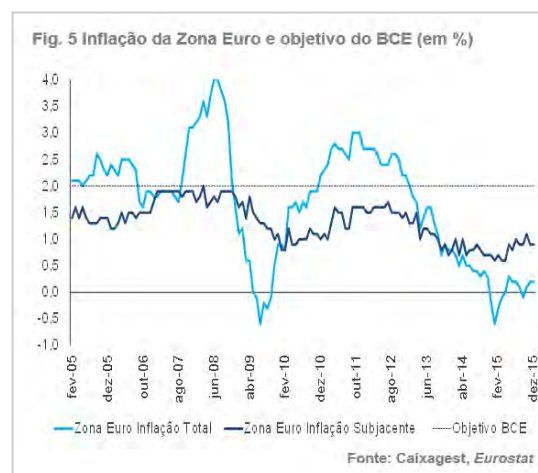
novembro face ao ano anterior, enquanto que o PMI industrial continua a sinalizar uma desaceleração no setor secundário (ver Fig. 4). A intervenção do governo e banco central, através de medidas expansionistas, geraram receios de que a economia chinesa estaria a abrandar de forma mais significativa do que o previsto, causando instabilidade nos mercados financeiros globais no decorrer do Verão.

Em 2015, os países emergentes exportadores de matérias-primas sofreram particularmente

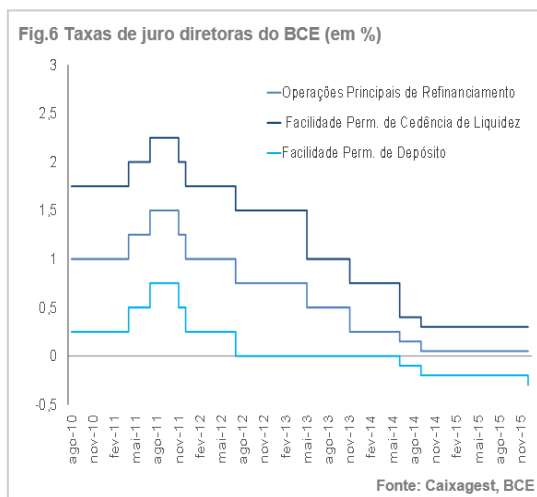
com a forte desvalorização dos respetivos preços e com o abrandamento da procura chinesa. Adicionalmente, a apreciação do Dólar, dadas as perspetivas de subidas de taxas nos EUA, veio agravar a tendência de depreciação das moedas locais, enquanto desenvolvimentos políticos destabilizaram países como o Brasil, Argentina e África do Sul. As estimativas de crescimento para este bloco foram revistas em baixa no decorrer do ano, com principal destaque para a América Latina, onde se espera uma contração de 0,9% no ano (ver Fig. 2).

1.2 Bancos Centrais

Na Europa, a persistência desde 2014 de níveis de inflação inferiores ao mandato do Banco Central Europeu (BCE), levaram ao anúncio de medidas não convencionais no início do ano, através de um programa de compras de ativos financeiros (Asset Purchasing Program - APP), que se iniciou em Março. No decorrer de 2015, com a continuação da queda do preço do petróleo, os



níveis de inflação na Zona Euro têm permanecido diminutos (ver Fig. 5), levando a que na sua reunião de 3 de dezembro, o BCE tenha anunciado várias medidas adicionais ao pacote de estímulos monetários em vigor. Incluídas nessas medidas estiveram a extensão do atual APP por mais 6 meses, a redução da taxa de juro de depósito em 10 p.b., para -0,30% a incorporação de instrumentos de dívida regional e local nos ativos elegíveis no programa e o reinvestimento dos títulos adquiridos no âmbito do APP à medida que estes atinjam o respetivo prazo de vencimento (ver Fig. 6).

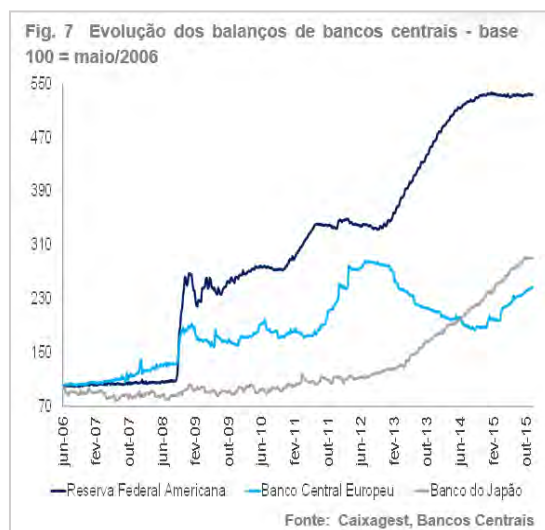


Nos EUA, a 16 de Dezembro, a Reserva Federal (Fed) iniciou a muito aguardada normalização de política monetária, o primeiro movimento das taxas diretoras desde dezembro de 2008. A decisão de subir o nível de referência das *Fed Funds* (FF) foi acompanhada por um compromisso de futuramente proceder de forma gradual e de acordo com a evolução dos dados económicos e de inflação. Foi também divulgada a mediana da projeção dos governadores para a evolução das FF, que se traduz em 100p.b. de subidas

adicionais em 2016. No seguimento desta decisão, os bancos centrais do Chile, México, Emiratos Árabes Unidos, Kuwait e Hong Kong também anunciaram subidas de taxas, evidenciando a suscetibilidade destas economias a um novo ciclo de taxas nos EUA (ver Tema 1).

O Banco do Japão (BoJ) manteve o seu programa de compras de 80 triliões de ienes por ano, continuando a expansão do seu balanço (ver Fig. 7). Em dezembro, o BoJ acabaria por ajustar as definições técnicas do programa alargando a maturidade das compras dos títulos soberanos bem como os limites de outros instrumentos. Desta forma, mantém-se o intuito de proceder com o programa de estímulos atual, bem como com a respetiva calibragem, se necessário.

No decorrer do ano, o Banco Central Chinês (PBoC), implementou importantes alterações na sua política cambial, como parte de um objetivo de liberalização e de integração internacional. Em agosto, o PBoC surpreendeu os mercados ao permitir a desvalorização da sua moeda (*Yuan*), alterando o mecanismo de fixação diária da taxa de referência do *Yuan* contra o Dólar. Esta alteração abriu a possibilidade



para a sua inclusão como moeda de referência no cabaz internacional do Fundo Monetário Internacional, que acabaria por ser formalmente anunciado no final de novembro, entrando em efeito a partir de outubro de 2016. Mais recentemente, o *PBoC* anunciou a transição da referência usada para a definição da taxa de câmbio na China, com base no Dólar, para um novo índice composto pelas moedas dos seus principais parceiros comerciais. Estas alterações reposicionam a política monetária chinesa de forma relativamente mais independente da política monetária dos EUA.

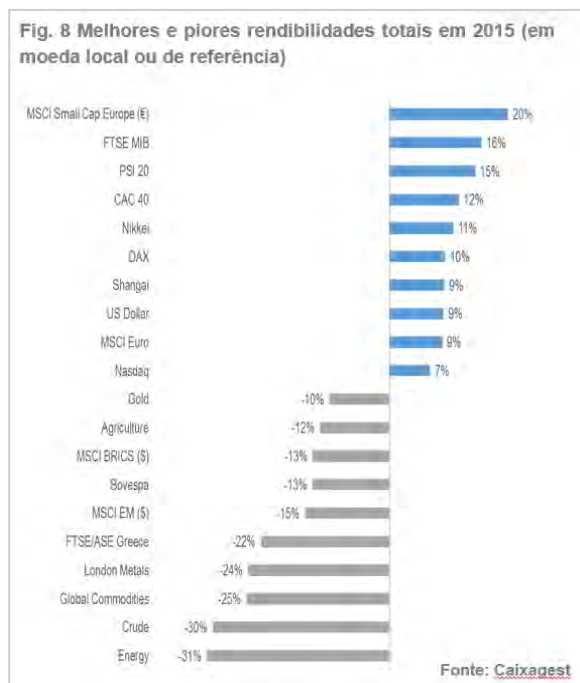
1.3 Mercados

1.3.1 Introdução

O ano de 2015 foi caracterizado por uma melhor *performance* de mercados acionistas, embora

se tenha verificado uma dispersão significativa entre as rendibilidades de mercados de países desenvolvidos e a maioria dos índices de emergentes, sobretudo do bloco *BRIC*.

Os índices de ações europeus de Itália, Portugal e França evidenciaram rendibilidades totais superiores a 10%. Adicionalmente, destacaram-se pela positiva as *performances* do mercado acionista japonês e também a do índice compósito de ações da China (Shangai) que, apesar da correção significativa e do aumento de volatilidade entre junho e setembro, acabou por registar uma valorização próxima de 10%. Ao nível do



mercado cambial, destacou-se a *performance* positiva do Dólar americano, não só em relação ao Euro, mas também face às principais moedas mundiais, em 9% (ver Fig. 8).

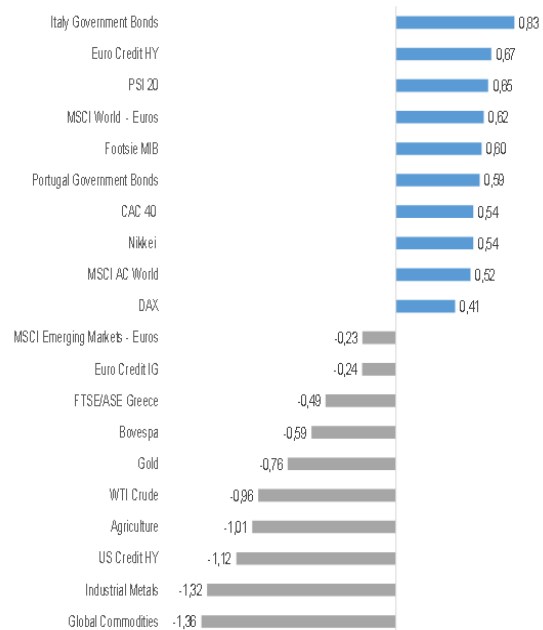
No espectro mais negativo, confirmou-se a tendência verificada ao longo do ano de *performances* dos mercados acionistas emergentes, e de Grécia, bem como da classe de matérias-primas. Neste domínio, todos os segmentos desde metais preciosos até às mais cíclicas, registaram rendibilidades negativas, destacando-se a componente de energia que evidenciou uma *performance* negativa superior a 30% (ver Fig. 8).

Para a amostra considerada de classes de ativos e de instrumentos de mercado, numa ótica de *performances* relativas face a mercado monetário ajustadas pelo risco (índice de *Sharpe*), no último ano, e contrariamente ao verificado em 2014, as melhores rendibilidades obtidas foram inferiores às respetivas volatilidades realizadas.

Em 2015, as *performances* dos mercados de ações global e europeus, das classes de obrigações de governos, como Itália e Portugal, e de crédito *high yield* (HY) em Euros evidenciaram a maior compensação em relação ao respetivo risco (ver Fig. 9).

Em linha com as rendibilidades mais negativas registadas, os mercados acionistas emergentes e o complexo de matérias-primas evidenciaram as métricas de *Sharpe* mais negativas. Adicionalmente, os segmentos de crédito de HY denominado em Dólares e de *investment grade* (IG) em Euros também atingiram rendibilidades ajustadas pelo risco negativas, destacando-se o pior comportamento do primeiro (ver Fig. 9).

Fig. 9 Melhores e piores diferenciais de rendibilidades vs. mercado monetário, ajustadas pelo risco - Índice de *Sharpe*



Fonte: **Caixagest**

1.3.2 Monetário

Nos EUA, após a decisão de subida da taxa diretora *FF*, em dezembro último, as taxas implícitas nos respetivos contratos futuros continuaram a evidenciar um padrão de subida. No final de 2015, o mercado de derivados tinha implícito um movimento de subidas acumuladas de

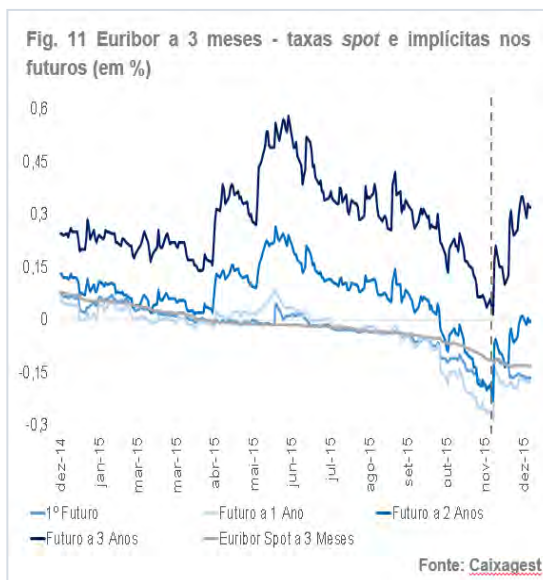


Fonte: **Caixagest**

mesmo período de tempo. No final de dezembro o mercado descontava um padrão de subida das taxas *FF* mais contido face à mediana de estimativas dos governadores da *Fed* (ver Fig. 9 e 10).

No que concerne aos indexantes de mercado monetário, as taxas *Libor* do Dólar registaram uma subida ao longo de 2015. O prazo referente aos 3 meses subiu no ano 36p.b., enquanto que a maturidade mais longa a 12 meses registou uma trajetória ascendente, mais significativa, de 55p.b.. Desde o último comité de política monetária da *Fed*, a referida tendência de subida prevaleceu com as taxas a 3 e 12 meses a subirem 8p.b. e 9p.b., respetivamente, até ao final do ano.

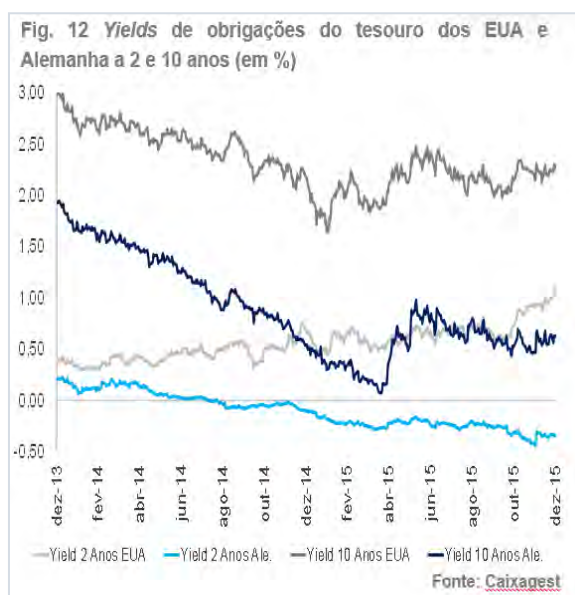
Na Zona Euro, com a decisão do conselho de governadores do BCE, em dezembro, de aumentar os estímulos quantitativos em curso, os instrumentos de mercados monetários, *spot* e futuros, registaram uma inversão do movimento anteriormente verificado que se traduzia numa maior agressividade de expectativas quanto às potenciais medidas a serem anunciadas. As taxas implícitas nos futuros sobre a *Euribor* a 3 meses, com vencimento em dezembro de 2015, registaram uma subida diária de cerca de 8p.b. e os mesmos instrumentos com vencimento no final de 2017 aumentaram significativamente, em 17p.b. (ver Fig. 11).



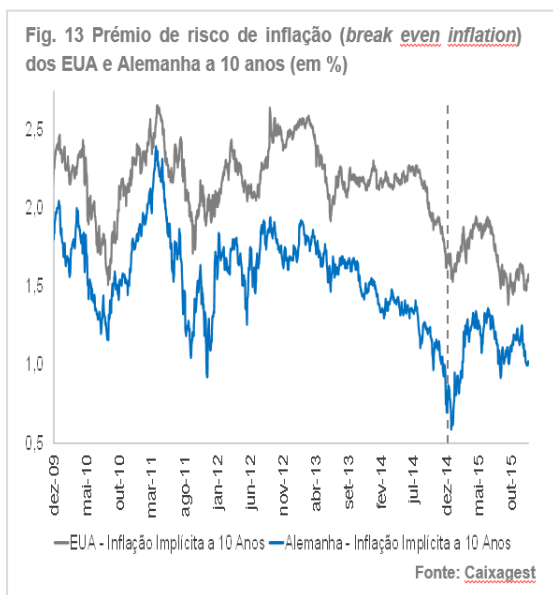
No ano de 2015, a média mensal da taxa de referência de prazo mais curto *EONIA* desceu 5p.b., com o valor de final do ano a fixar-se em -0,13%. No mesmo período temporal, as taxas *Euribor* a 3 meses desceram cerca de 21p.b., de 0,08% para -0,13%, enquanto que o indexante para o prazo de 12 meses registou uma queda de 27p.b., de 0,32% para 0,06%.

1.3.3 Soberanos

Os índices de obrigações do tesouro, dos EUA e da Alemanha registaram, em 2015, *performances* positivas, de 0,9% e 0,4% respetivamente, embora em magnitudes menores face ao ano anterior. Num contexto de crescimento económico real e de inflação moderados, apesar do início do ciclo de subida de taxas diretoras nos EUA, as *yields* a 10 anos de ambos os blocos registaram uma trajetória de subida moderada, com a taxa americana a subir 10p.b., para 2,27% e a de Alemanha a evidenciar uma variação semelhante de 9p.b., atingindo 0,63%. No



caso do prazo a 2 anos, verificou-se uma maior divergência comportamental associada à diferenciação de ciclos económicos e de políticas monetárias, com a *Fed* a decretar a primeira subida de *FF* e o BCE a continuar com as operações de mercado aberto de compra de ativos. A taxa americana subiu 38p.b., para 1,05%, constituindo o nível mais elevado desde abril de 2010, enquanto que a mesma maturidade de Alemanha continuou a registar mínimos históricos, reduzindo-se 25p.b., para -0,35% (ver Fig. 12).



Paralelamente, durante o ano, destacou-se o comportamento volátil das expectativas de inflação de mercado, medidas pela diferença entre as *yields* de obrigações do tesouro nominais e as *yields* dos mesmos instrumentos indexados à inflação (*break even inflation*). Após a forte descida verificada em 2014 para níveis historicamente reduzidos, dada a forte depreciação dos preços do petróleo, em 2015, apesar de algumas fases de correlação elevada com o preço da matéria-prima, verificaram-se comportamentos algo distintos entre as métricas de *break even inflation* americana e alemã. Enquanto que o

prémio de inflação a 10 anos dos EUA registou uma descida de 10p.b. no ano, para 1,58%, o prémio de Alemanha, num contexto de objetivo de redefinição da economia da Zona Euro por parte do BCE, subiu 24p.b., para 1,02% (ver Fig. 13).

Na Zona Euro, os *spreads* a 10 anos de Itália e de Espanha registaram, em 2015, um comportamento menos direcional face aos anos anteriores. Ainda assim, verificou-se uma melhor *performance* do prémio de risco italiano, que estreitou 38p.b., face a um alargamento marginal verificado no caso do *spread* de Espanha, em 7p.b.. Apesar do registo de crescimento mais forte evidenciado pela economia espanhola, o risco associado ao resultado das eleições legislativas, de dezembro, e o crescente otimismo quanto à tração económica em Itália, em função das surpresas positivas de indicadores avançados, justificaram tal comportamento relativo. No caso de Portugal, os *spreads* registaram maiores níveis de volatilidade, dado o forte

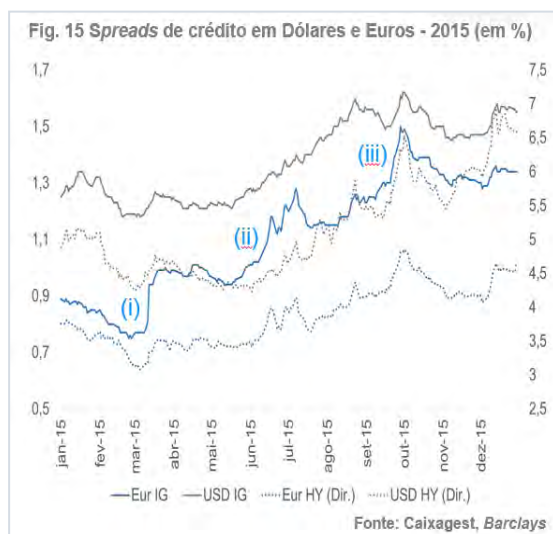


estreitamento verificado no início do ano, em função do programa de compra de ativos do BCE,

o posterior alargamento em função da instabilidade política grega e, mais recentemente, a incerteza decorrente das eleições legislativas de outubro. No entanto, no ano, o *spread* das obrigações do tesouro a 10 anos estreitou 26p.b., para 189p.b. (ver Fig. 14).

1.3.4 Crédito

Em 2015, os mercados de crédito, a nível global evidenciaram *performances* abaixo do verificado nos anos anteriores. No caso das emissões em Euros de melhor qualidade creditícia (IG), que perante a ação do BCE existia a expectativa da sua condição de atratividade ser



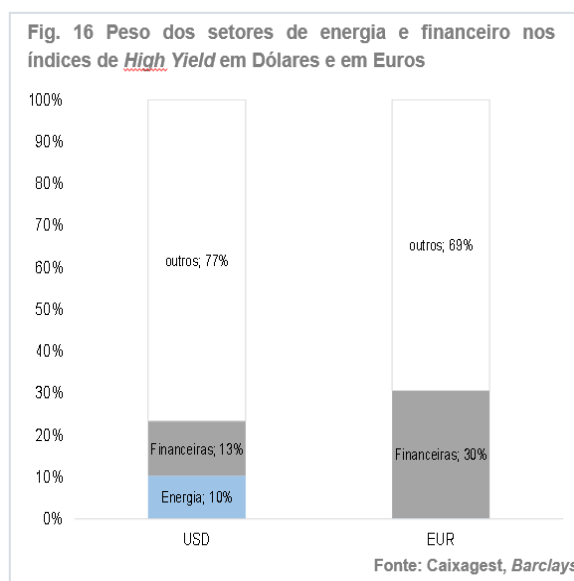
reforçada, acabou por se registar o maior alargamento relativo de *spreads*, evoluindo de 0,90% para 1,34% ao longo do ano, o que comparou com o melhor comportamento relativo do segmento de *HY* em Euros, com um alargamento de 71p.b. para 458p.b.. Paralelamente, no que respeita às emissões em *USD*, os *spreads* de *IG* e de *HY* alargaram 30p.b. e 177p.b. para 1,55% e 6,60%, respetivamente. (ver Fig. 15).

A divergência atual de *spreads*, entre os mercados de emissões em Dólares e Euros,

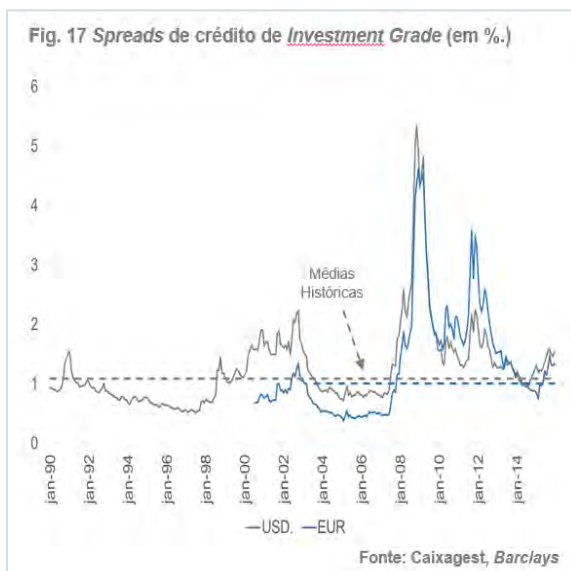
resulta do ciclo de crédito americano estar num estado mais maduro face ao europeu e que se tem traduzido num aumento mais significativo dos níveis de alavancagem corporativa. No que respeita ao caso específico do segmento de *HY*, por ter uma maior exposição relativa aos setores de energia e de recursos básicos, refletiu o impacto da forte depreciação do preço do petróleo verificada a partir da segunda metade de 2014 (ver Fig. 16).

A evolução dos *spreads* de emissões em Euros, ao longo de 2015, deu-se em três fases (ver Fig. 15). (i) No início do ano, em resultado da antecipação do programa de compra de ativos por parte do BCE, as taxas de juros obrigações de melhor qualidade de risco de crédito em Euros caíram (tal como os respetivos *spreads*) para níveis próximos de 0,40%. Estes níveis historicamente baixos

traduziram-se numa redução da atratividade da classe, no momento em que as empresas aproveitaram para acelerar a colocação de novas emissões em mercado de capitais. (ii) No entanto, entre junho e julho, em resultado do ressurgimento do risco político e económico na



Grécia, verificou-se uma tendência de alargamento. (iii) Posteriormente, durante o Verão, em resultado das crescentes preocupações com o abrandamento chinês e o contágio à economia



global, bem como as questões específicas no setor automóvel relacionadas com a *Volkswagen*, e no sector de recursos básicos, associadas aos emitentes *Glencore* e *Anglo American*, verificou-se uma nova vaga de aumento significativo dos prémios de risco.

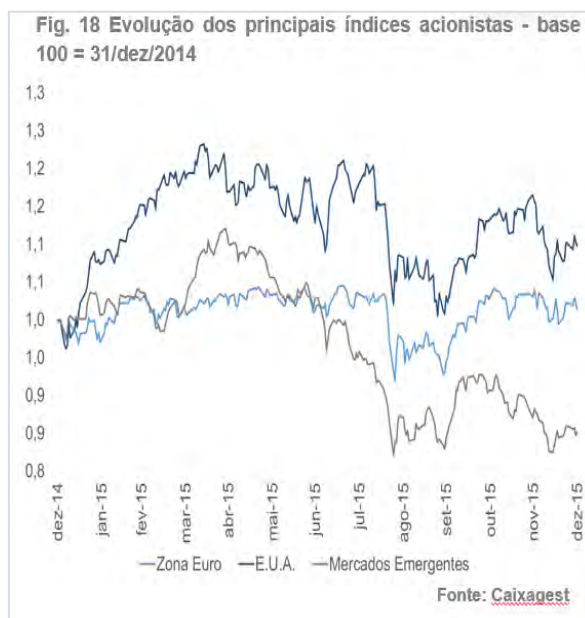
Em função do comportamento anteriormente descrito, os *spreads* de crédito, tanto em Dólares como em Euros, atingiram níveis acima das suas médias históricas de longo prazo (ver Fig. 17), o que poderá ser uma indicação de valor relativo para a classe,

numa ótica de excesso de rentabilidade adicional face aos ativos de menor risco e num contexto de taxas de juro ainda historicamente baixas.

1.3.5 Ações

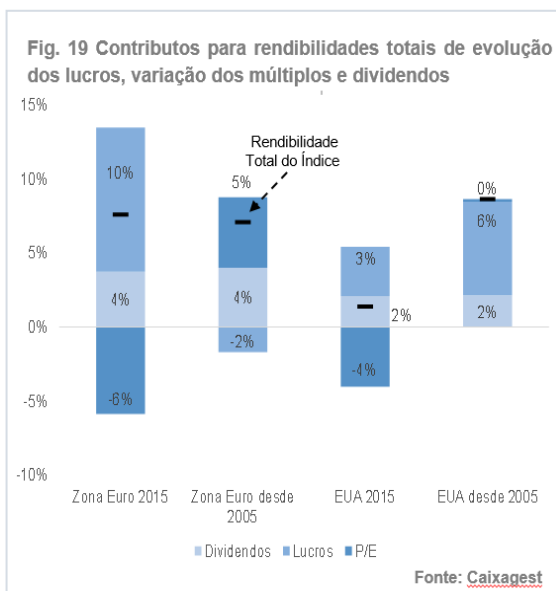
Os mercados acionistas globais terminaram as últimas semanas de 2015 a registarem perdas, com as ações americanas, europeias e de mercados emergentes (em Euros) a perderem 2%, 5% e 5%, respetivamente, no mês de dezembro. No ano, os mercados dos EUA e europeu registaram rendibilidades acumuladas positivas, de 1% e 7%, enquanto que o bloco emergente (em Euros) evidenciou uma queda de 5% (ver Fig. 18).

Posteriormente à Grande Crise Financeira, e após vários anos de fortes rendibilidades associadas a um regime de baixa volatilidade, em 2015, as *performances* do mercado de ações foram menos positivas, em reflexo da deterioração das matérias-primas e da valorização do Dólar. Este

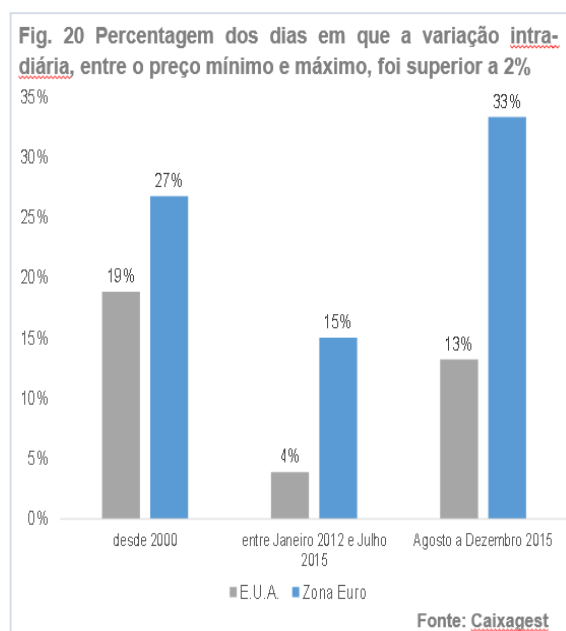


comportamento dos mercados compara com o dos últimos 5 anos, onde o índice de países desenvolvidos registou uma rentabilidade média anual de 12%, muito acima da respetiva média de longo prazo, destacando-se a *performance* do índice *S&P 500*.

Num enquadramento económico conjuntural positivo, de implementação de medidas monetárias expansionistas e de depreciação cambial, os mercados da Zona Euro chegaram a evidenciar valorizações significativas, com o índice *MSCI Euro* a registar uma variação percentual positiva superior a 20%, em abril, tendo terminado o ano de 2015 com uma rentabilidade anual de 9%. Já no caso dos índices americanos, o contexto mais avançado ao nível do ciclo macro, a subida de taxas de juro e a queda dos lucros das empresas, em especial do setor de energia, contribuíram para a menor *performance* relativa verificada desde 2008. Por sua vez, em reflexo da deterioração dos preços das matérias-primas, dos riscos associados à aproximação da subida de taxas de juro nos EUA e do fraco crescimento global, especialmente em função do abrandamento da China, 2015 constituiu o terceiro ano consecutivo de desvalorização dos mercados emergentes.



Numa conjuntura de crescimento fraco de lucros, espera-se que as empresas da Zona Euro tenham registado um crescimento superior ao dos EUA, 10% vs. 3%, em 2015. Assim, dever-se-á verificar uma contração de múltiplos nas duas geografias, com a rentabilidade a ser gerada pelo crescimento dos lucros e pela distribuição de dividendos (ver Fig. 19 e Tema 2).

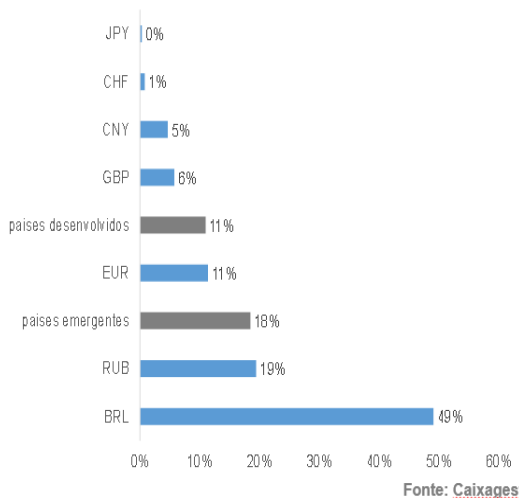


a referida percentagem a convergir para a média de longo prazo (ver Fig. 20). O período de menor volatilidade coincidiu com a recente fase de políticas monetárias expansionistas. O início da subida de taxas pela *Fed*, a divergência atual de políticas monetárias e as incertezas na China poderão contribuir para dissipar o recente regime de volatilidades baixas.

1.3.6 Cambial

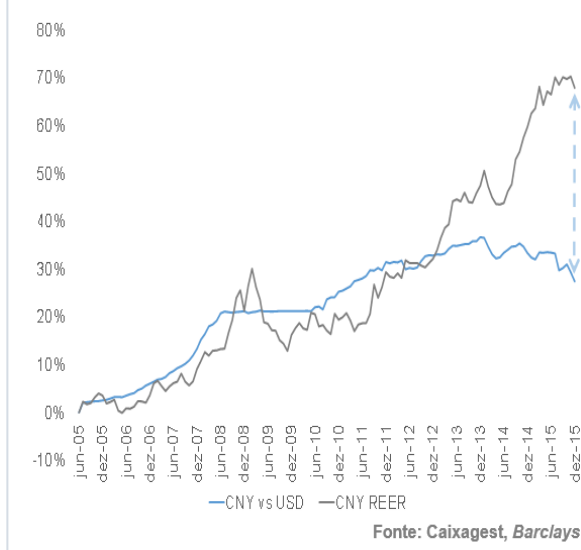
2015 marcou o início da liderança, por parte da *Fed*, na reversão das políticas monetárias expansionistas globais, mas com os mercados a incorporarem que o BCE não decreta subidas de taxas num horizonte temporal de 2 anos. Consequentemente, a divergência entre a orientação de políticas monetárias deverá perdurar ao longo de 2016. Neste enquadramento o Dólar evidenciou a melhor *performance* ao longo de 2015, atingindo uma valorização relativa face ao Euro, de 11%, e às moedas de mercados emergentes, de 18% (ver Fig. 21).

Fig. 21 Taxas de variação de cambial relativamente ao dólar em 2015



Os crescentes receios com o contexto económico da China, e os seus impactos no complexo de economias emergentes, em especial nos países exportadores de matérias-primas, colocaram pressão sobre as respetivas moedas. A valorização do Dólar relativamente ao Rublo e ao Real em 2015, de 19% e 49%, respetivamente, espelharam tal dinâmica.

Fig. 22 Yuan - Variação da taxa de câmbio real efetiva



As autoridades chinesas reviram, durante o ano, a sua política de câmbio estável relativamente ao Dólar, o que constituiu uma pressão adicional nas moedas de mercados emergentes. No entanto, a desvalorização do *Yuan* ocorreu após muitas das economias emergentes já terem registado depreciações das respetivas moedas. No entanto, quando considerada a taxa de câmbio real efetiva (ver Fig. 22), ajustada pela inflação, o *Yuan* tem vindo a apreciar-se em resultado da sua política de

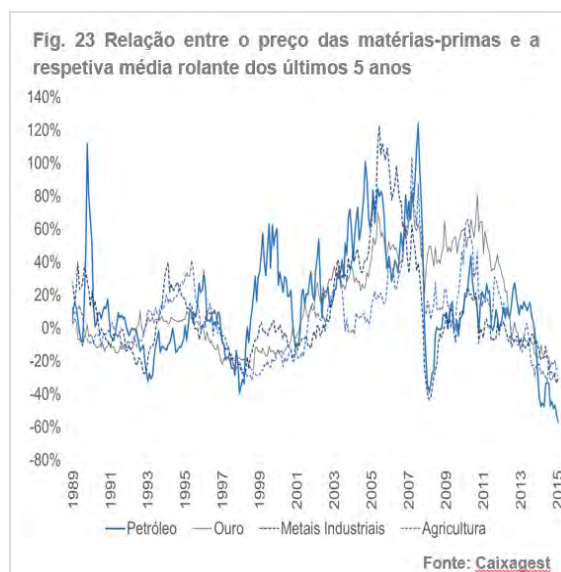
câmbio face ao Dólar e da tendência recente de valorização desta última moeda. Paralelamente, o objetivo de quebrar a indexação ao Dólar poderá estar associado ao momento em que a *Fed* iniciou o ciclo de subida de taxas.

1.3.7 Matérias-Primas

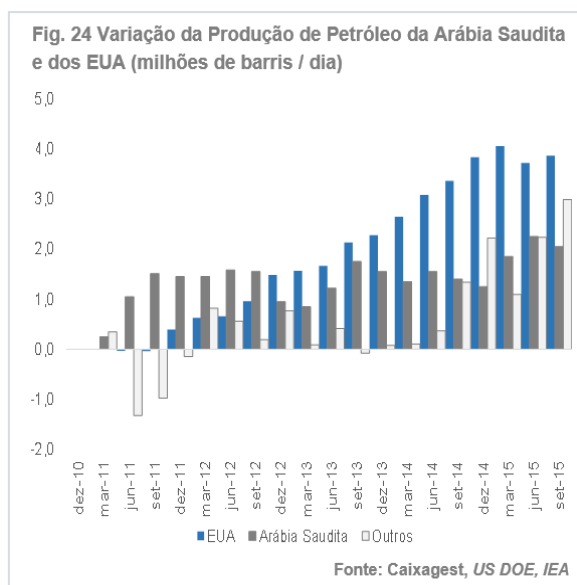
O preço das matérias-primas continuou a tendência de deterioração desde o início de 2011 em resultado do abrandamento da procura, em especial da China, da aceleração da oferta e da

valorização do Dólar. As matérias-primas aceleraram a sua tendência de deterioração ao longo de 2015, com a queda dos preços do petróleo e dos metais industriais a atingir 30% e 25%, respetivamente. Do mesmo modo, o ouro registou uma depreciação de 10% e o segmento de agricultura desvalorizou-se em 17%.

Após o recente movimento de correção, os níveis atuais em termos de dispersão relativa face a preços médios dos últimos 5 anos, estão em níveis extremados, sendo este diferencial semelhante, ou em alguns casos superior, em relação a movimentos de queda de preços ocorridos durante crises económicas anteriores (ver Fig. 23). O petróleo evidencia o registo, mais extremo, de 57% abaixo do seu preço médio nos últimos 5 anos.



No que concerne ao petróleo, a produção americana em níveis relativamente elevados, conjugada com os níveis de produção da OPEP, liderada pelos aumentos da Arábia Saudita e do Iraque e pelo regresso do Irão aos mercados mundiais no primeiro trimestre de 2016, fazem com que não seja previsível uma redução da oferta, a curto prazo (ver Fig. 24).



Nos metais preciosos, o ouro registou uma rentabilidade negativa ao longo do ano. Este ativo é especialmente afetado pelas expectativas quanto à tendência futura de subida de taxas de juro e perçecionado como uma boa classe de proteção para contextos económicos e de mercados extremos. Deste modo, a desvalorização verificada foi também função da redução de riscos significativos de inflação ou de deflação.

Por sua vez, a transição da China para uma economia mais baseada no setor de serviços, e menos intensiva em investimento, conjugada com o excesso de capacidade instalada, resultou num abrandamento do investimento e numa maior pressão sobre os preços dos metais industriais que, em 2015, registaram desvalorizações significativas.

1.4 Temas de Investimento

- Potencial contexto de rendibilidades de mercados de capitais mais baixas associadas a um regime de volatilidades mais elevadas, face ao verificado nos últimos anos;
- Divergência de ciclos económicos, de crédito e de políticas monetárias entre os EUA, numa fase avançada de expansão, e a Zona Euro em processo de recuperação;
- Inversão gradual da forte divergência verificada nos últimos anos, ao nível das tendências de evolução de margens e de resultados entre as empresas americanas e europeias, através da recuperação relativa das métricas destas últimas;
- Taxas de juro de mercado dos principais blocos desenvolvidos, em níveis historicamente reduzidos, poderão inverter a trajetória de descida recente, com o início de subida de taxas diretoras nos EUA e a evidência de tração económica na Zona Euro;
- Com o objetivo explícito, por parte do BCE, de impulso de crescimento nominal, aumenta a probabilidade das expetativas de inflação, dos agentes económicos e de mercado, ajustarem para níveis superiores aos atuais historicamente baixos.

1.5 Perspetivas

O enquadramento global caracteriza-se por: (i) um nível de crescimento económico nominal moderado, associado a uma convergência (negativa) do ritmo, historicamente mais elevado, do complexo de países emergentes para os níveis verificados no bloco desenvolvido e a divergências cíclicas neste último, com os EUA a liderarem uma fase de expansão plurianual; (ii) níveis de política monetária extremamente acomodáticas no bloco desenvolvido, com as autoridades monetárias da Zona Euro e do Japão ainda em processo de expansão dos seus balanços dado o contexto de inflação baixa; (iii) níveis de taxas de juro de mercado historicamente baixas que incentivam, a nível macro, o consumo e, em termos de mercado de capitais, a continuação da procura por investimentos de maior retorno relativo potencial. Estes macro fatores traduzem um ambiente em que, apesar das rendibilidades de mercados se perspectivarem inferiores aos fortes registos dos últimos anos, emergem hipóteses de valor relativo entre as classes de risco, sobretudo de ações e obrigações de risco de crédito comparativamente aos ativos de menor risco, e entre áreas geográficas.

Em termos da classe de ações, apesar do valor relativo identificado, as diferentes métricas de valorização (múltiplos) tanto para o mercado americano como para o europeu, não traduzem propriamente um potencial historicamente significativo a partir dos níveis atuais. No que respeita ao mercado americano, o ciclo económico mais avançado, os níveis de taxa de desemprego próximos do equilíbrio não indutor de inflação, a evidência de algum crescimento dos salários e o início de subida de taxas diretoras retiram potencial para a continuação do aumento de margens operacionais e do crescimento de resultados. Adicionalmente, aumentam

os riscos de desapontamento, face ao otimismo do consenso de analistas, que continua a traduzir níveis máximos de margens e de lucros a serem atingidos nos próximos anos. Por sua vez, no contexto europeu, a continuação dos indicadores económicos avançados em tendência positiva, as perspetivas de continuação da política monetária expansionista, por parte do BCE, e a depreciação cambial verificada suportam a recuperação económica e das margens e dos lucros das empresas. Por outro lado, e em contraposição ao consenso americano, as expetativas dos analistas para a evolução dos resultados das empresas europeias traduzem lucros ainda inferiores aos máximos verificados no último ciclo de 2003-2007. Deste modo, perspetiva-se um maior potencial de valorização do mercado acionista da Zona Euro face ao americano.

No universo de obrigações do tesouro, os níveis de *yields* atuais historicamente baixos, o início de subida de taxas nos EUA, o potencial impacto menos positivo na curva de *treasuries* e os possíveis efeitos de contágio a outros mercados desenvolvidos, tornam a classe globalmente menos atrativa. Nos EUA, e na ausência de um choque de sobreaquecimento económico, o processo mais gradual de subida das *Fed Funds*, em relação aos ciclos anteriores, deverá ser acompanhado por uma redução da inclinação da curva de rendimentos, com as *yields* de prazos mais curtos a subirem mais do que os de maturidades mais longas. No caso europeu, e apesar das medidas de *quantitative easing* em curso bem como a possibilidade de futuras calibrações, as expetativas de crescimento mais benignas, o potencial efeito de contágio de subida de *yields* americanas e os atuais níveis negativos de taxas reais retiram também valor relativo à classe. Paralelamente, e após a trajetória de forte estreitamento evidenciada nos últimos anos, os níveis atuais dos *spreads* (prémios de risco) de soberanos europeus se por um lado poderão beneficiar da procura por ativos de *yield* mais elevada, por outro os riscos idiossincráticos (económicos e políticos) ainda vigentes retiram potencial de compressão adicional significativa. Deste modo, perspetiva-se uma evolução sem grande tendência ao nível dos referidos *spreads*.

O prémio de risco de inflação de médio prazo, implícito no mercado de obrigações da Zona Euro, encontra-se em níveis reduzidos, incorporando uma continuação da tendência de descida do preço do petróleo e de consequentes pressões desinflationistas. No atual enquadramento, verifica-se um potencial de aumento do referido prémio, tendo em conta o objetivo explícito do BCE de impulso do crescimento nominal da economia, mantendo as taxas reais em níveis baixos e propiciando o aumento das expetativas de inflação, através do referido programa de compra de ativos em curso. Deste modo, perspetiva-se uma melhor *performance* relativa de obrigações do tesouro indexadas à inflação, mesmo num enquadramento de estabilização dos preços do petróleo.

Na classe de obrigações de risco de crédito europeu, a componente de *spreads* continua a oferecer algum potencial de rentabilidade atrativa face ao instrumento de menor risco. Por outro lado, poder-se-á verificar alguma tendência de estreitamento, a curto prazo, após os alargamentos ocorridos na segunda metade de 2015. Dados os níveis de *spreads* atuais, o contexto de crescimento económico moderado para a Zona Euro, a política monetária

expansionista e os níveis de alavancagem ainda historicamente reduzidos continuam a constituir fatores de suporte para este mercado, apesar dos riscos associados à aceleração do endividamento no universo de empresas americanas e o padrão de menor liquidez que atualmente caracteriza os mercados de obrigações. Deste modo, o referido enquadramento deverá ser propício à continuação de uma exposição a *spreads* de crédito de maior maturidade (duração), ou seja a *spreads* da classe de obrigações de taxa fixa, com imunização do risco de taxa de juro, por contrapartida de uma menor alocação à classe de taxa indexada.

1.6 Tabelas

Performance de Mercados		1 Mês	3 Meses	6 Meses	2015	12 Meses
Monetário		Variação (p.b.)				
Euribor	Nível (%)					
3 Meses	-0,13%	-2	-9	-12	-21	-21
6 Meses	-0,04%	0	-7	-9	-21	-21
12 Meses	0,06%	1	-8	-10	-27	-27
Governos		Variação (p.b.)				
Yields a 2 Anos	Nível (%)					
Alemanha	-0,35%	7	-9	-12	-25	-25
EUA	1,05%	12	42	41	38	38
Yields a 10 Anos						
Alemanha	0,63%	16	4	-14	9	9
EUA	2,27%	6	23	-8	10	10
Spreads a 10 Anos	Nível (p.b.)					
Itália	97	2	-17	-60	-38	-38
Espanha	114	9	-16	-39	7	7
Portugal	189	4	8	-35	-26	-26
Grécia	766	62	-4	-700	-155	-155
Crédito		Variação (p.b.)				
Spreads	Nível (p.b.)					
EUA IG	155	8	-5	18	30	30
Euro IG	134	4	-14	13	47	47
EUA HY	660	58	30	184	177	177
Europa HY	458	41	-20	58	71	71
Ações		Variação (%)				
	Índice					
M. Desenvolvidos - Euros	MSCI World	-4%	9%	-1%	11%	11%
M. Emergentes - Euros	MSCI EM	-5%	4%	-15%	-5%	-5%
EUA	S&P500	-2%	7%	0%	1%	1%
Japão	Nikkei	-3%	10%	-5%	11%	11%
Europa	MSCI Pan Euro	-5%	5%	-5%	7%	7%
Zona Euro	MSCI Euro	-6%	6%	-3%	9%	9%
Reino Unido	FTSE 100	-2%	4%	-3%	-1%	-1%
Alemanha	DAX	-6%	11%	-2%	10%	10%
França	CAC40	-6%	4%	-3%	12%	12%
Espanha	IBEX35	-8%	1%	-10%	-4%	-4%
Itália	FTSE MIB	-6%	1%	-4%	15%	15%
Portugal	PSI20	0%	6%	-3%	15%	15%
Grécia	ASE	0%	-3%	-20%	-22%	-22%
China	Hang Seng	4%	18%	-16%	12%	12%
Brasil	IBOVESPA	-4%	-4%	-18%	-13%	-13%
Rússia	MSCI RUSSIA	-3%	5%	2%	23%	23%
Índia	SENSEX	0%	0%	-5%	-4%	-4%
Matérias-Primas		Variação (%)				
	Nível	Índice				
Global			-9%	-17%	-33%	-33%
Petróleo	37,0	Crude Oil Future	-11%	-18%	-38%	-30%
Ouro	1.060	Gold Future	-1%	-5%	-10%	-10%
Agricultura			-1%	-4%	-16%	-17%
Metais Industriais			3%	-7%	-16%	-25%
Moedas		Variação (%)				
	Nível					
EUR/USD	1,0866		3%	-3%	-3%	-10%
GBP/EUR	1,3559		-5%	0%	-4%	5%
EUR/CHF	1,0863		0%	0%	4%	-10%
USD/JPY	120,20		-2%	0%	-2%	0%
EUR/JPY	130,61		0%	-2%	-4%	-10%
USD/CNY	6,4875		1%	2%	5%	5%
USD/BRL	3,9608		2%	0%	27%	50%
NOTA: DADOS A 31 DE DEZEMBRO DE 2015; AS RENDIBILIDADES OBTIDAS CONSTITUEM <i>PERFORMANCES</i> TOTAIS, EM MOEDA LOCAL OU DE REFERÊNCIA; A BASE PARA O CÁLCULO DE VARIAÇÃO DE <i>YIELDS</i> , <i>SPREADS</i> E PREÇOS DAS CLASSES DE GOVERNOS, CRÉDITO E MATÉRIAS-PRIMAS SÃO OS ÍNDICES JP MORGAN, BARCLAYS E S&P GSCI, RESPECTIVAMENTE.						

Estimativas Económicas	PIB Real Anual (% Crescimento Homólogo)				PIB Real Trimestral (% Crescimento Homólogo)				Índice de Preços do Consumidor (% Crescimento Homólogo)			
	2014	2015	2016	2017	3T 15	4T 15	1T 16	2T 16	2014	2015	2016	2017
Bloco Desenvolvido												
EUA	2,4	2,5	2,5	2,4	2,1	2,1	2,4	2,6	1,6	0,1	1,7	2,2
Zona Euro	0,9	1,5	1,7	1,7	1,7	1,6	1,4	1,5	0,4	0,1	1,0	1,5
Reino Unido	2,6	2,4	2,3	2,2	2,4	2,1	2,3	2,3	1,5	0,1	1,2	1,9
Japão	0,2	0,6	1,1	0,7	-0,2	0,8	1,3	1,4	2,7	0,8	0,8	2,0
Austrália	2,7	2,3	2,6	3,0	2,3	2,5	2,4	2,7	2,5	1,5	2,3	2,5
Suiça	1,9	0,9	1,2	1,7	0,8	0,1	0,8	0,9	0,0	-1,1	-0,3	0,4
Suécia	1,9	3,2	2,8	2,7	3,3	3,3	3,5	3,1	-0,2	0,0	1,2	1,8
Bloco Emergente												
Brazil	0,1	-3,6	-2,5	1,0	-3,9	-4,5	-4,5	-3,0	6,3	9,0	7,0	5,5
Rússia	0,5	-3,8	-0,5	1,3	-4,3	-4,0	-2,2	-0,7	7,8	15,5	8,0	6,5
Índia	4,7	7,4	7,4	7,7	7,3	7,4	7,7	7,9	7,2	6,2	5,0	5,4
China	7,4	6,9	6,5	6,3	6,8	6,9	6,7	6,6	2,0	1,5	1,7	2,0
África do Sul	1,4	1,3	1,4	2,0	1,3	0,5	0,5	1,2	6,1	4,6	5,9	5,8
Túrcia	3,0	3,3	3,0	3,5	3,0	3,0	2,2	3,0	8,9	7,6	7,8	7,0
Polónia	3,3	3,5	3,5	3,5	3,4	3,5	3,4	3,5	0,0	-0,9	1,0	1,9
Bloco Europeu												
Alemanha	1,6	1,5	1,8	1,7	1,9	1,5	1,6	1,6	0,8	0,2	1,2	1,7
França	0,4	1,1	1,4	1,5	1,1	1,3	1,0	1,4	0,6	0,1	0,9	1,3
Espanha	1,3	3,1	2,7	2,2	3,4	3,4	3,2	2,7	-0,1	-0,6	0,8	1,5
Itália	-0,4	0,7	1,3	1,2	1,0	1,3	1,1	1,2	0,2	0,1	0,8	1,3
Portugal	0,9	1,5	1,5	1,6	1,7	1,4	1,3	1,2	-0,1	0,5	1,0	1,4

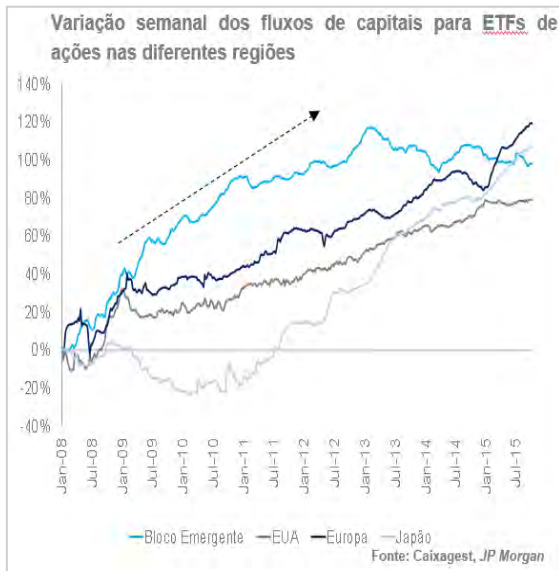
Dados Económicos						Taxa de Referência	Taxa Atual (%)	Variação 12M (p.b.)	Última Alteração	Próxima Reunião	
						Bancos Cent					
PMI Indústria >50 = "expansão" económica <50 = "contração" económica	EUA	Jan	48,2	48,6	2016/02/01	Bloco Desenvolvido					
	Zona Euro	Jan	53,2	52,8	2016/01/22	EUA	Fed Funds	0,50	25	dez-08	2016/01/27
	Japão	Jan	52,6	52,6	2016/01/22	Zona Euro *	Refi Rate	0,05	0	set-14	2016/01/21
	China	Jan	49,7	49,6	2016/02/01	Reino Unido	Bank Rate	0,50	0	mar-09	2016/01/14
	Brasil	Jan	45,6	43,8	2016/02/01	Japão	O/N call rate	0,08	0	out-10	2015/12/18
PMI Serviços >50 = "expansão" económica <50 = "contração" económica	EUA	Jan	55,3	55,9	2016/02/03	Austrália	Cash Target Rate	2,00	-50	mai-15	2016/02/02
	Zona Euro	Jan	54,2	54,2	2016/01/22	Suiça	Rate on Sight Deposit	-0,75	-50	jan-15	2016/03/17
	Japão	Jan	51,5	51,6	2016/02/03	Suécia	Repo Rate	-0,35	-35	jul-15	2016/02/11
	China	Jan	54,4	53,6	2016/02/01	Bloco Emergente					
	Brasil	Jan	43,5	45,5	2016/02/03	Brazil	Selic O/N	14,25	200	jul-15	2016/01/20
Produção Industrial Variação homóloga anual (%)	EUA	Dec	-1,2	0,3	2016/01/15	Rússia	Key Pol Rate	11,00	-400	jun-15	2016/01/29
	Zona Euro	Nov	1,9	1,3	2016/01/13	Índia	Repo Rate	6,75	-125	set-15	2016/02/02
	Japão	Nov	1,6	-1,4	2016/01/18	China	1-yr working	4,35	-125	out-15	-
	China	Dec	6,2	5,6	2016/01/19	África do Sul	Repo Rate	6,25	50	jul-15	2016/01/28
	Brazil	Dec	-12,4	-11,1	2016/02/02	Túrcia	1-wk Repo	7,50	-25	fev-15	2016/01/19
Vendas a Retalho Variação homóloga anual (%)	EUA	Dec	1,4	1,7	2016/01/15	Polónia	Reference Rate	1,50	-50	mar-15	2016/01/14
	Zona Euro	Dec	1,4	2,4	2016/02/03	* a última variação do BCE incidiu sobre a taxa de depósitos e não sobre a taxa de referência					
	Japão	Dec	-1,0	1,8	2016/01/27	Principais Eventos no Próximo Mês					
	China	Dec	11,2	11,0	2016/01/19	2016-01-14	Reunião do Banco de Inglaterra				
	Brazil	Nov	-5,6	-6,3	2016/01/13	2016-01-21	Reunião do Banco Central Europeu				
Produto Interno Bruto Variação homóloga anual (%)	EUA	4Q	2,1	2,7	2016/01/29	2016-01-27	Reunião da Reserva Federal Americana				
	Zona Euro	4Q	1,6	1,6	2016/02/12						
	Japão	4Q	1,6	0,7	2016/03/07						
	China	3Q	6,9	7,0							
	Brazil	4Q	-4,5	-3,0	2016/03/03						
Taxa de Desemprego Mensal (%)	EUA	Dec	5,0	5,0	2016/02/05						
	Zona Euro	Dec	10,5	10,6	2016/02/02						
	Japão	Dec	3,3	3,1	2016/01/28						
	Brazil	Dec	7,5	7,9	2016/01/28						
Índice de Preços do Consumidor Variação homóloga anual (%)	EUA	Dec	0,5	0,2	2016/01/20						
	Zona Euro	Dec	0,2	0,2	2016/01/21						
	Japão	Dec	0,3	0,3	2016/01/28						
	China	Dec	1,5	1,3	2016/01/09						
	Brazil	Dec	10,7	10,5	2016/02/05						

NOTA: AS ESTIMATIVAS ECONÓMICAS SÃO REFERENTES AO CONSENSO DE ANALISTAS; OS VALORES RELATIVOS A 2014 CONSTITUEM DADOS FINAIS JÁ DIVULGADOS; O PERÍODO DOS DADOS ECONÓMICOS ALUDE À RESPECTIVA DATA DE DIVULGAÇÃO E NÃO AO PERÍODO DE COMPILAÇÃO, QUE NA GENERALIDADE É REFERENTE AO MÊS ANTERIOR (COM EXCEÇÃO DO PRODUTO INTERNO BRUTO, EM QUE O PERÍODO DE DIVULGAÇÃO É COINCIDENTE COM O TRIMESTRE A QUE OS DADOS SE REFEREM).

1.7 Temas

1.7.1 Tema 1 – Mercados emergentes e subida de taxas diretas nos EUA

Desde a crise financeira de 2008 que os bancos centrais dos países desenvolvidos, nomeadamente a Fed, o BoJ e, mais recentemente, o BCE, mantiveram políticas monetárias com taxas de juro a zero ou negativas e fortes injeções de liquidez no sistema financeiro.

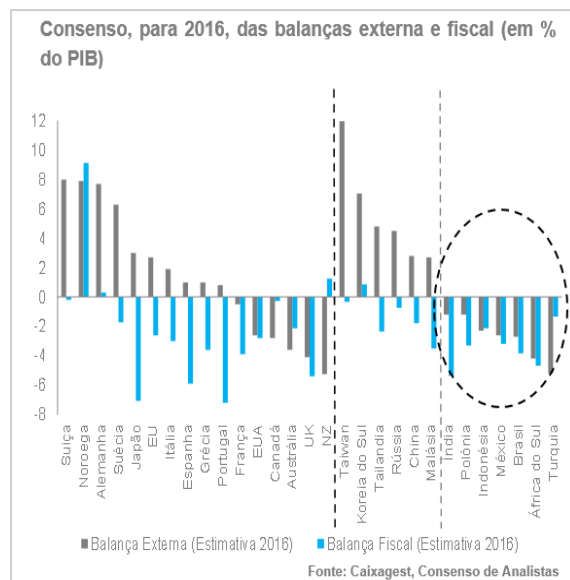


Os mercados emergentes, por via do diferencial das suas taxas de juro com as taxas dos países desenvolvidos e da abundância de liquidez existente no mercado, usufruíram de influxos de capitais externos significativos nas suas economias. A procura pelos seus ativos financeiros e os baixos custos de financiamento, geraram incentivos para o endividamento das economias emergentes, tanto dos governos como das empresas e dos particulares.

Com o fim deste tipo de política monetária nos EUA, em dezembro último, os custos do serviço da dívida acumulada naquelas regiões têm tendência a aumentar, possivelmente exacerbados com o regresso do capital para remunerações a taxas mais normalizadas nos EUA.

Os países particularmente expostos a estes riscos são aqueles que dependem de financiamento externo para os seus défices internos, como é o caso do Brasil, África do Sul, Indonésia e México, entre outros. Para os países cuja dívida foi emitida em Dólares também subsiste o problema das suas moedas locais se desvalorizarem face a uma moeda americana mais forte, no caso da Fed ser mais rápida do que o esperado no seu trajeto de normalização de taxas.

Após o anúncio da subida de taxas nos EUA, os bancos centrais do México, Colômbia, Peru, Chile, UAE, Kuwait e Hong Kong anunciaram também subidas de taxas. Espera-se que estes países possam continuar o ciclo de subidas e que África do Sul e Turquia implementem o mesmo tipo de decisão. No entanto, com o BCE, BoJ e PBoC a continuarem a conduzir políticas monetárias expansionistas, o impacto desta divergência com os EUA nas moedas locais e na balança comercial dos países emergentes será um tema a monitorizar no decorrer de 2016.



1.7.2 Tema 2 – Ciclo de resultados americano e europeu

Tendo em consideração os últimos dois ciclos de lucros, é possível inferir que as empresas europeias manifestam uma componente cíclica mais pronunciada dos seus resultados face às compráveis americanas. Este facto poderá ser reflexo do maior nível agregado de alavancagem, bem como do maior peso de setores atualmente poucos cíclicos, como

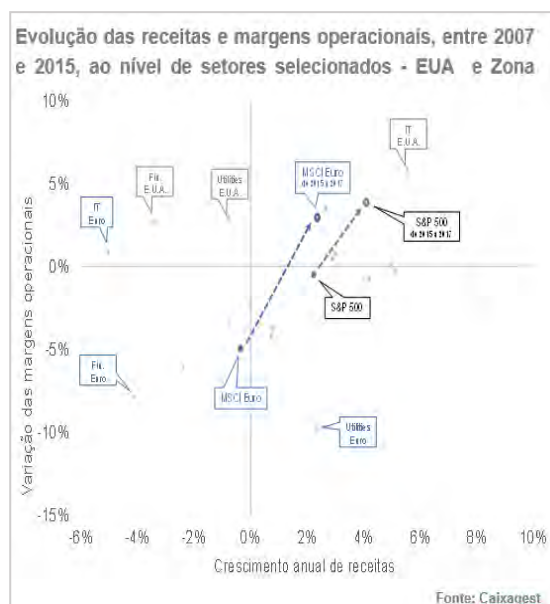


tecnologia e farmacêuticas, no índice americano.

No ciclo atual, em resultado da queda de receitas e da deterioração das margens, os lucros das empresas da Zona euro estão ainda 52% abaixo dos máximos registados em 2006, o que compara com lucros em 30% acima dos máximos por parte das empresas americanas. Desde então, as receitas das empresas da Zona euro caíram em média 0,5% ao ano, enquanto que a mesma métrica para as empresas americanas cresceu em média 2,2%.

Adicionalmente, as margens das empresas da Zona Euro contraíram, entre 2007 e 2015, aproximadamente 5 pontos percentuais (p.p.), o que compara com uma relativa estabilidade das margens operacionais das empresas do S&P 500.

Em termos setoriais, a deterioração dos resultados das empresas na Zona Euro, relativamente aos EUA, foi especialmente em resultado de quedas das margens operacionais dos setores de financeiras e de *utilities*. Por outro lado, os lucros das empresas americanas do setor tecnológico cresceram 120%, entre 2007 e 2015, em resultado não só do incremento médio anual das receitas, de 6%, mas também do crescimento das margens operacionais em 6p.p..



O consenso dos analistas, tem implícito uma perspetiva mais otimista para a dinâmica de receitas e margens ao longo dos próximos anos, para o universo de empresas americanas, incorporando a prevalência da uma melhor dinâmica operacional relativamente à das empresas europeias. Os analistas esperam que os resultados operacionais das empresas dos EUA possam atingir, ao longos dos próximos dois anos, novos máximos, em resultado de anual crescimento de receitas, em 4%, e uma expansão de margens, em 4p.p.. Estas estimativas, por

sua vez, comparam com um crescimento médio anual esperado de receitas, em 2,4%, e de margens operacionais, em 3 p.p., para as empresas do índice de referência da Zona Euro.

2. ENQUADRAMENTO DOS FUNDOS DE PENSÕES

A Norma 8/2009-R de 4 de junho do ISP vem regulamentar os “Mecanismos de Governação no âmbito dos fundos de pensões no que respeita à gestão de riscos e controlo interno”.

Assim, a CGD Pensões, no âmbito da sua função de gestão concluiu, no último trimestre de 2012, o trabalho conjunto com a Direção de Gestão de Risco (DGR), do controlo, avaliação e monitorização das medidas definidas pela 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.

Ao nível da Caixa Gestão de Ativos houve necessidade de rever a política de gestão de risco, decorrente da transposição da diretiva dos investimentos alternativos. Nesse sentido, conforme deliberação da Comissão Executiva de 21 de dezembro de 2015 foi criada uma Função Transversal de Supervisão e Gestão de Risco.

O risco operacional é já tratado e monitorizado no âmbito do processo ROCI da 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 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 foi subcontratada em 2012 à CGD, mediante celebração de contrato específico sendo assegurada pela respetiva direção da Caixa Geral de Depósitos.

3. CARTEIRA DO FUNDO DE PENSÕES DA INTERBOLSA

3.1. Comentário à gestão e indicadores de evolução e *performance*

Em 31 de dezembro de 2015 a carteira do Fundo era, maioritariamente, constituída por obrigações de taxa fixa e indexada. Comparativamente à sua composição em 31 de dezembro de 2014 destaca-se um reforço do investimento em obrigações de taxa indexada, por contrapartida da redução da exposição a depósitos a prazo.

Ao longo do ano de 2015, as principais decisões de alocação e seleção foram as seguintes:

- Redução do *overweight* a liquidez através do vencimento de depósitos a prazo, por redução do *underweight* em imobiliário e taxa indexada;
- Posicionamento em ações europeias entre *neutral* e *overweight* no período, com *overweight* em janeiro e reabertura no 3º trimestre, baseado na recuperação da economia europeia, após entendimento entre a Grécia e as autoridades europeias, e na expectativa da adoção, por parte do Banco Central Europeu, de medidas mais expansionistas;
- Abertura do *trade* de valor relativo, no 3º trimestre, *long* em ações europeias e *short* em ações americanas, com base no momento económico mais positivo na zona euro, acompanhado por uma expectativa mais benigna do crescimento dos resultados das empresas;
- Em termos de seleção de ações, maior foco no *stock-picking* vs alocação setorial e o favorecimento de fatores de *momentum*, *value* vs *leverage* e *dividend yield*;
- Posicionamento de curva de taxa de juro norte-americana, *short* em *treasuries* nos 2 e 5 anos até ao 3º trimestre.
- Durante o quarto trimestre posicionamento *overweight* a inflação por contrapartida de *underweight* a governos, devido à possibilidade do BCE reforçar o seu programa de compra de ativos que poderia, por sua vez, suportar uma inversão das expectativas inflacionistas;
- Na componente de taxa variável foi dada preferência a dívida *corporate*, mantendo-se o *underweight* em financeiras. A nível setorial, dada a maior liquidez e algum prémio face às emissões em secundário, o foco centrou-se no setor de *utilities*, por contrapartida dos setores *basic materials* e *consumer*. Privilegiou-se, em termos de exposição geográfica, Espanha e Itália. Relativamente à seleção de títulos, deu-se enfoque às maturidades entre 2017-2021 e, para efeitos de diversificação, a gestão manteve o investimento num fundo de taxa fixa de curta duração (até 3 anos), que serve de *proxy* à componente de taxa variável;

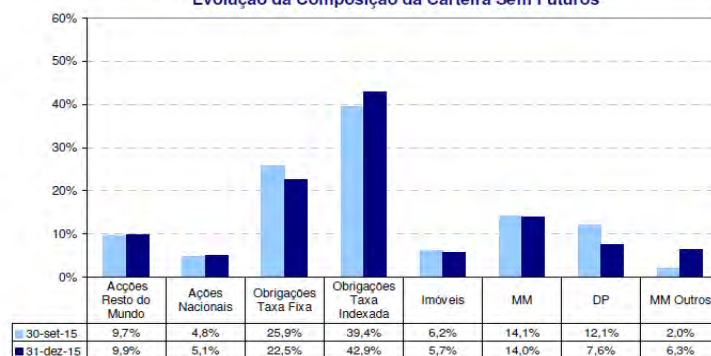
A evolução dos ativos e a composição da carteira, decidida em termos de distribuição por segmentos de investimento, traduziram-se numa rentabilidade acumulada do Fundo, no ano, de 3,14%, contra 1,22% do respetivo *benchmark*.

Fundo de Pensões Interbolsa | Alocação por classes de ativos

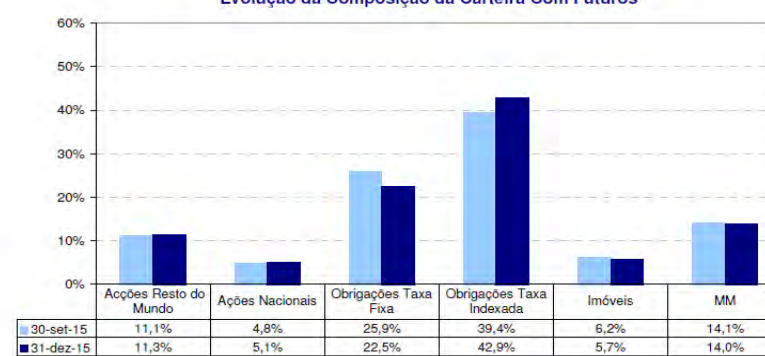


31-dez-15		EXPOSIÇÃO POR CLASSES DE ATIVOS	SEM FUTUROS		COM FUTUROS		Benchmark	Limites Máximos
Overweight	Underweight		PESO MÉDIO YTD	FINAL MÊS	PESO MÉDIO YTD	FINAL MÊS		
-20%	0%							
0%	10%							
		Acções Resto do Mundo	10,141%	9,860%	10,879%	11,338%	10,0%	20,0%
		Investimento Directo	10,141%	9,860%	10,141%	9,860%		
		Investimento via Futuros			0,739%	1,478%		
		Acções Nacionais	4,988%	5,065%	4,988%	5,065%	5,0%	10,0%
		Obrigações Taxa Fixa	25,235%	22,518%	25,974%	22,518%	20,0%	40,0%
		Investimento Directo	25,235%	22,518%	25,235%	22,518%		
		Investimento via Futuros			0,739%	0,000%		
		Obrigações Taxa Indexada	38,534%	42,923%	38,534%	42,923%	45,0%	65,0%
		Imobiliário	4,889%	5,679%	4,889%	5,679%	15,0%	25,0%
		MM	16,213%	13,955%	16,213%	13,955%	5,0%	20,0%
		DP	12,956%	7,620%	12,956%	7,620%		
		MM (contas margem futuros e outros)	3,257%	6,335%	3,257%	6,335%		
			100,000%	100,000%	101,478%	101,478%	100,0%	

Evolução da Composição da Carteira Sem Futuros



Evolução da Composição da Carteira Com Futuros



Direcção Gestão de Risco

Fundo de Pensões Interbolsa | Rentabilidades

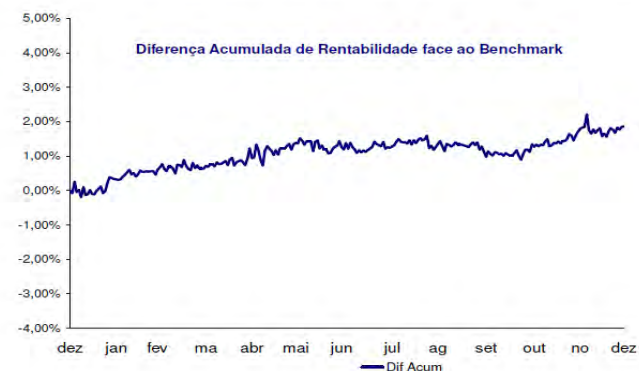
Performance	MTD		YTD	
	Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Carteira Total	1,59%	0,69%	3,14%	1,22%
Acções Resto do Mundo				
Contributo Absoluto s/Futuros	8,37%	6,07%	14,76%	6,08%
Contributo Absoluto c/Futuros	9,12%		13,77%	
Contributo Relativo s/Futuros	0,80%		1,53%	
Contributo Relativo c/Futuros	0,86%	0,64%	1,46%	0,82%
Acções Nacionais				
Contributo Absoluto	9,72%	5,27%	21,48%	10,71%
Contributo Relativo	0,47%	0,28%	1,07%	0,64%
Obrigações Taxa Fixa				
Contributo Absoluto s/Futuros	0,11%	0,48%	0,94%	1,67%
Contributo Absoluto c/Futuros	0,11%		0,36%	
Contributo Relativo s/Futuros	0,06%		0,29%	
Contributo Relativo c/Futuros	0,06%	0,10%	0,14%	0,35%
Obrigações Taxa Indexada				
Contributo Absoluto	0,34%	-0,01%	0,28%	0,02%
Contributo Relativo	0,14%	-0,01%	0,07%	0,01%
Imobiliário				
Contributo Absoluto	1,79%	-2,08%	7,31%	-3,80%
Contributo Relativo	0,11%	-0,32%	0,36%	-0,58%
Depósitos a Prazo				
Contributo Absoluto	0,26%		1,22%	
Contributo Relativo	0,02%		0,16%	
Valor da Carteira	4.710.710	(euros)		
Tracking Error	2,41%			



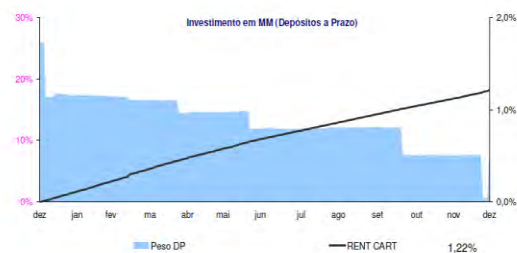
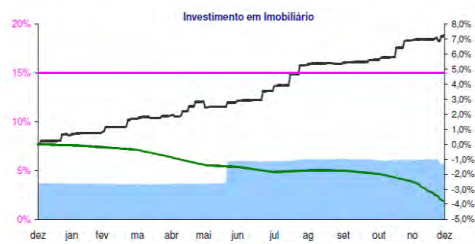
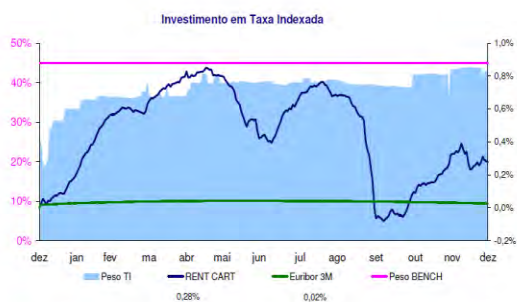
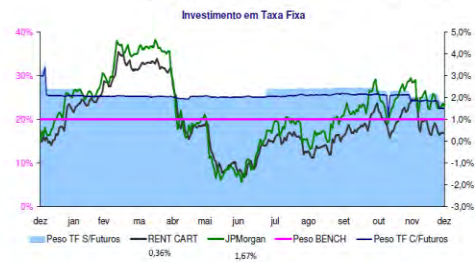
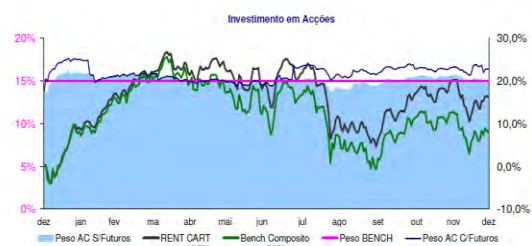
Rentabilidade da Carteira vs Benchmark



Diferença Acumulada de Rentabilidade face ao Benchmark



Fundo de Pensões Interbolsa | Gráficos Classes de Ativos

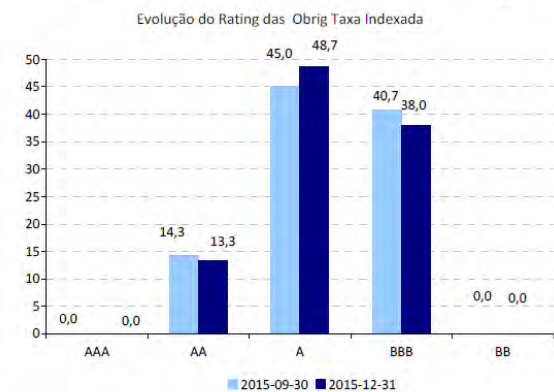
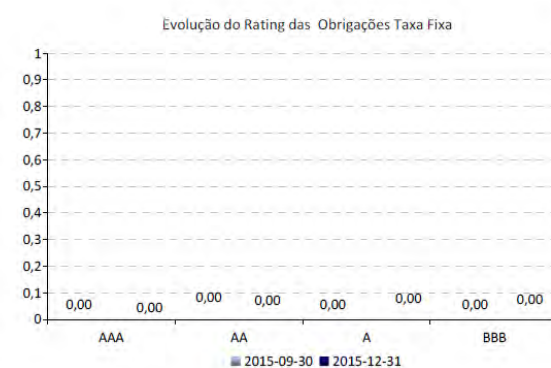
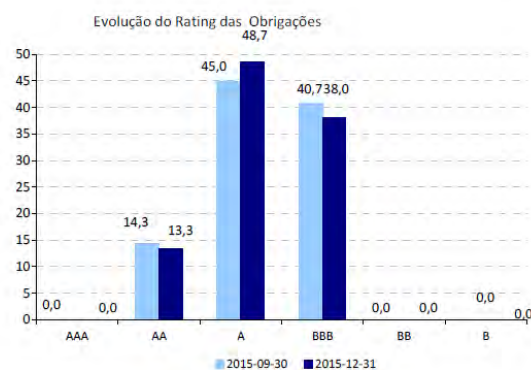
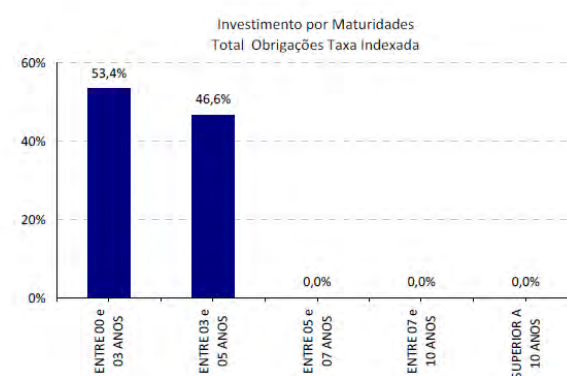
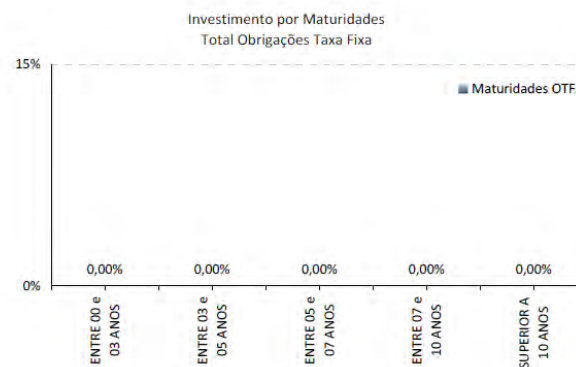
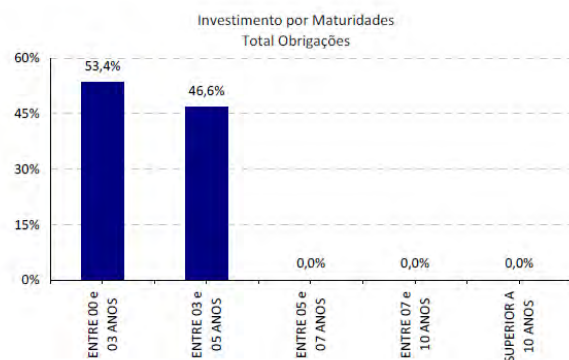


Direcção Gestão de Risco

Fundo de Pensões Interbolsa | Ratings e Maturidades Obrigações



31-dez-15



Direcção Gestão de Risco

3.2. Política de Investimento

Introdução

O presente Anexo 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 da Interbolsa (adiante apenas designado por Fundo).

Os intervalos e limites estabelecidos nos pontos seguintes têm carácter referencial, podendo ser excedidos em condições anormais de mercado, enquanto tais condições se mantiverem, ou se essa violação for efetuada de forma passiva, designadamente como resultado de flutuações do preço de mercado dos ativos financeiros, ou ainda mediante acordo expresse com o Associado.

Benchmarks e Limites de Investimento

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

Classes de Ativos	Benchmark Central (%)	Intervalos Permitidos (%)
Obrigações		
Taxa Fixa (a)	20	0 – 40
Taxa Variável (b)	45	25 – 65
Ações (c)		
Portugal	5	0 – 10
Resto do Mundo	10	0 – 20
Imobiliário (d)	15	0-25
Liquidez (e)	5	0 – 20
Total	100	-

Em que:

- (a) Inclui títulos representativos de dívida de taxa fixa emitidos por entidades públicas ou privadas, a parte obrigacionista de títulos de dívida de taxa fixa com direitos destacados, e unidades de participação de fundos de investimento mobiliário cuja política de investimento seja constituída maioritariamente por obrigações de taxa fixa.

Sem prejuízo do estabelecido no parágrafo seguinte, as obrigações adquiridas deverão ter, na data da respetiva aquisição, um *rating* mínimo de *Investment Grade* ou

equivalente. O *rating* a considerar deverá ser o mais baixo de entre as classificações atribuídas pelas agências Standard & Poor's, Moody's e Fitch. Em caso de *downgrade* a Entidade Gestora não terá que alienar os ativos afetados, podendo optar pela sua manutenção em carteira.

Independentemente do respetivo *rating*, o Fundo poderá ainda investir em títulos representativos de dívida de emitentes portugueses, quer sejam entidades públicas ou privadas, entendendo-se por emitentes portugueses as empresas ou instituições com sede em território nacional. O investimento (inicial ou reforço) num destes ativos não deverá, contudo, originar, na data da respetiva aquisição, uma exposição de mais de 7,5% do valor global da carteira do Fundo a títulos, quer de taxa fixa quer de taxa variável, que não respeitem o *rating* mínimo estabelecido no parágrafo anterior;

- (b) Inclui títulos representativos de dívida de taxa variável emitidos por entidades públicas ou privadas, a parte obrigacionista de títulos de dívida de taxa variável com direitos destacados e unidades de participação de fundos de investimento mobiliário cuja política de investimento seja constituída maioritariamente por obrigações de taxa variável.

Sem prejuízo do estabelecido no parágrafo seguinte, as obrigações adquiridas deverão ter, na data da respetiva aquisição, um *rating* mínimo de *Investment Grade* ou equivalente. O *rating* a considerar deverá ser o mais baixo de entre as classificações atribuídas pelas agências Standard & Poor's, Moody's e Fitch. Em caso de *downgrade* a Entidade Gestora não terá que alienar os ativos afetados, podendo optar pela sua manutenção em carteira.

Independentemente do respetivo *rating*, o Fundo poderá ainda investir em títulos representativos de dívida de emitentes portugueses, quer sejam entidades públicas ou privadas, entendendo-se por emitentes portugueses as empresas ou instituições com sede em território nacional. O investimento (inicial ou reforço) num destes ativos não deverá, contudo, originar, na data da respetiva aquisição, uma exposição de mais de 7,5% do valor global da carteira do Fundo a títulos, quer de taxa fixa quer de taxa variável, que não respeitem o *rating* mínimo estabelecido no parágrafo anterior;

- (c) Inclui ações, direitos destacados de obrigações convertíveis, outros instrumentos que confirmem o direito à subscrição de ações e unidades de participação em fundos de investimento mobiliário constituídos maioritariamente por ações;
- (d) 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;
- (e) Inclui depósitos bancários e instrumentos do mercado monetário nomeadamente vocacionados para a gestão de tesouraria cujo prazo de vencimento residual é inferior

a 12 meses. Esta classe de ativos poderá incluir Bilhetes do Tesouro e papel comercial, aplicando-se-lhes as restrições de *rating* estabelecidas nas alíneas (a) e (b) do presente Ponto. Ex: Depósitos à ordem, depósitos a prazo, certificados de depósito.

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

- (i) O investimento numa mesma Sociedade ou no conjunto das Sociedades que se encontrem entre si em relação de domínio ou de grupo não pode representar mais do que 5% do valor do património do Fundo;
- (ii) O investimento em unidades de participação de um único organismo de investimento coletivo não harmonizado não pode representar mais do que 2% do valor do património do Fundo;
- (iii) No caso de organismos de investimento coletivo não harmonizados que invistam noutros organismos de investimento coletivo não harmonizados, 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 1% do valor do património do Fundo;
- (iv) Para efeitos das anteriores alíneas (i) e (ii), excluem-se depósitos em instituições de crédito que sejam efetuados com vista à gestão de liquidez do Fundo.

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 seguintes pontos:

I. Valores Não Admitidos em Mercados Regulamentados

O limite de exposição a valores mobiliários que não se encontrem admitidos à negociação em mercados regulamentados, entendendo-se este conceito ao longo do presente anexo conforme se encontra definido na legislação em vigor, é de 15% do valor global da carteira do Fundo. Consideram-se abrangidos por este limite os valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados, desde que não transacionados durante os 30 dias antecedentes ao dia de referência da avaliação das aplicações que compõem o património do Fundo.

II. Aplicações em Moeda Diferente do Euro

Apenas são permitidas aplicações em moedas que não o Euro quando essas moedas respeitarem a países da OCDE. 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. Adicionalmente, o conjunto das aplicações expressas numa única moeda que não o Euro, sem cobertura cambial, não pode representar mais que 5% do valor global da carteira do Fundo.

III. **Instrumentos Derivados:**

O Fundo poderá utilizar investimentos derivados, mas apenas para efeitos de cobertura de risco, nos termos e limites definidos na lei e nas normas regulamentares do ISP, bem como na presente Política de Investimento.

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, utilizar instrumentos financeiros derivados, designadamente, transacionar contratos de futuros e opções sobre índices ou sobre valores mobiliários individuais, 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*).

O Fundo utilizará instrumentos financeiros derivados que se encontrem admitidos à negociação em Bolsas de valores e mercados regulamentados.

O Fundo poderá ainda utilizar instrumentos derivados transacionados fora de mercado regulamentado, desde que tais instrumentos não sejam exclusivamente negociados fora de mercado regulamentado e 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 2. do presente Anexo. 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.

IV. Operações de Reporte e Empréstimo de Valores:

O Fundo pode efetuar operações de reporte e de empréstimo de valores mobiliários, 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 poderão ser realizadas, quer em Bolsas de valores e mercados regulamentados, quer em mercados não regulamentados.

As garantias das 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.

V. Exposição ao Mercado Imobiliário

As aplicações em ativos imobiliários não poderão ultrapassar 25% do valor global do Fundo, sendo apenas permitido o investimento indireto neste tipo de ativos, conforme definido no Ponto 2. da presente Política de Investimento.

VI. Organismos de Investimento Coletivo Não Harmonizados

O Fundo de Pensões poderá investir em organismos de investimento coletivo não harmonizados dentro dos seguintes limites:

- (a) As aplicações em organismos de investimento coletivo em valores mobiliários de índices não harmonizados, que não façam uso do efeito de alavancagem, não poderão ultrapassar 30% do valor global do Fundo;
- (b) As aplicações em organismos de investimento coletivo não harmonizados que se enquadrem no âmbito da alínea e) do n.º 1 do artigo 19.º da Diretiva n.º 85/611/CEE, de 20 de dezembro, alterada pela Diretiva n.º 2001/108/CE, de 21 de janeiro de 2002, não poderá representar mais que 30% do valor global do Fundo;
- (c) As aplicações em outros organismos de investimento coletivo não harmonizados não poderão ultrapassar 10% do Fundo.

As estratégias de investimento prosseguidas por estes organismos enquadram-se, designadamente, 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 e taxas de juro, 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 coletivo não harmonizados. Sendo organismos de investimento coletivo não harmonizados, 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. 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.

VIII. Produtos Estruturados

O investimento em produtos estruturados, nomeadamente representados sob a forma de Obrigações, não poderá ultrapassar 15% do valor global da carteira do Fundo.

IX. Empréstimos Hipotecários

Não são permitidas aplicações em ativos representativos de empréstimos hipotecários, designadamente em Obrigações Hipotecárias, *Covered Bonds* e *Residencial Mortgage Bond Securities*.

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:

Classes de Ativos	Índice de Referência	<i>Ticker Bloomberg</i>
Obrigações		
Taxa Fixa	JP Morgan Global Govt Bond EMU <i>Investment Grade</i>	JPMGEMUI Index
Taxa Variável	<i>Euribor</i> 3 Meses	EUR003M Index
Ações		
Portugal	PSI20	PSI20 Index
Resto do Mundo	MSCI Euro	MSER Index
Imobiliário	Índice APFIPP	APF IPP Index
Liquidez	<i>Euribor</i> 3 Meses	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.

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):

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

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

σ_{r_T} = desvio-padrão das rendibilidades da carteira no período T ;

σ_{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*.

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

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;

σ_{r_T} = desvio-padrão das rendibilidades da carteira no período T .

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

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 rendibilidade da carteira e a rendibilidade do *benchmark*, fórmula (5):

$$(5) RP_T = \sqrt{\left(\frac{\sum_{t=1}^n (d_t - \bar{d}_T)^2}{n-1}\right)} \times \sqrt{365}$$

Em que:

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 = rendibilidade diária da carteira no dia t ;



b_t = rendibilidade diária do *benchmark* no dia t .

Definição da Política de Investimento

A decisão do teor da Política de Investimento e de eventuais alterações à mesma compete ao Conselho de Administração do Associado, mediante aprovação de proposta da Entidade Gestora, tendo sempre subjacente o melhor interesse para o Fundo e a defesa dos interesses dos Participantes e Beneficiários.

Intervenção e Exercício de Direitos de Voto

A política de intervenção e exercício de direitos de voto nas Sociedades emitentes será decidida em sede de Comissão de Investimentos, tendo sempre subjacente o melhor interesse para o Fundo, e deverá ter a aprovação do Associado.

 
O Conselho de Administração

RELATÓRIO DO ATUÁRIO RESPONSÁVEL

RELATÓRIO DO ATUÁRIO RESPONSÁVEL 2015

FUNDO DE PENSÕES DA INTERBOLSA

26 FEVEREIRO 2016

CONTEÚDO

1. Âmbito.....	1
2. Descrição do Plano de Pensões.....	2
3. Informação de base.....	4
4. Métodos, pressupostos e hipóteses usados na avaliação atuarial.....	8
5. Resultados da Avaliação Atuarial.....	14
6. Evolução do Fundo	18
7. Nível de Financiamento.....	20
8. Contribuições e Plano de Financiamento	22
9. Aderência das tábuas de mortalidade	24
10. Adequação entre ativos financeiros e as responsabilidades.....	25
11. Outros aspetos abordados	31
12. Conclusões e Recomendações.....	32
Anexos	
Declaração do Atuário Responsável	34
Estatísticas da População.....	35

1

Âmbito

O presente Relatório do Atuário Responsável reporta a 2015 e foi elaborado para o Fundo de Pensões Interbolsa, veículo de financiamento do Plano de Pensões da Interbolsa, cujo único Associado é a Interbolsa – Sociedade Gestora de Sistemas de Liquidação e de Sistemas Centralizados de Valores Mobiliários, S.A., adiante designado por Interbolsa.

A Estrutura e o conteúdo deste relatório têm como base o anexo V à Norma Regulamentar nº7/2007-R, de 17 de maio.

A avaliação atuarial do Plano de Pensões da Interbolsa teve como objetivo a determinação atuarial das responsabilidades e dos custos decorrentes deste Plano de Pensões na data de referência de 31 de dezembro de 2015.

O Plano de Pensões da Interbolsa, descrito no Capítulo 2, é um plano de benefício definido.

Neste relatório será feita a análise ao plano de benefício definido, que prevê os seguintes benefícios:

- Complementos de pensões de reforma por velhice;
- Complementos de pensões de reforma por invalidez;
- Complementos de pensões de sobrevivência (morte no ativo e pós reforma).

O Fundo de Pensões fechado da Interbolsa tem como objetivo o pagamento dos benefícios previstos no Plano de Pensões da Interbolsa.

Para o cálculo das responsabilidades foram utilizados dois cenários:

- **Cenário de Financiamento** – cenário que a Interbolsa utilizou para apuramento de responsabilidades para com o seu Plano de Pensões e respetivo financiamento;
- **Cenário do Nível Mínimo de Solvência** – cenário que utiliza os pressupostos recomendados para o apuramento do valor mínimo de financiamento dos Fundos de Pensões (Norma nº 21/96-R).

Os valores monetários, salvo indicação em contrário, são expressos em Euros.

Refira-se que em algumas situações os valores obtidos por somas podem refletir uma diferença (entre um e dois euros), resultante de arredondamentos.

2

Descrição do Plano de Pensões

Neste capítulo são apresentadas as características associadas ao plano de pensões de benefício definido, cujas responsabilidades são financiadas pelo Fundo de Pensões Interbolsa.

a) Regulamentação coletiva de trabalho e demais regulamentação específica

O Plano não está suportado através de acordo de empresa, acordo coletivo ou contrato coletivo de trabalho.

Não existem outros diplomas legais ou regulamentares aplicáveis ao fundo em questão.

b) Tipo de Plano de Pensões na parte respeitante aos benefícios definidos

Plano de benefício definido do tipo *Final Pay*, complementar e independente dos regimes públicos de segurança social.

c) Plano de contribuições efetuadas pelos participantes

Não são efetuadas contribuições pelos participantes – Plano não contributivo.

d) Benefícios garantidos

O Plano garante o pagamento de pensões por velhice, invalidez e sobrevivência.

O Plano só contempla o pagamento de pensões por velhice ou invalidez aos participantes que tenham completado um mínimo de 5 anos de tempo de serviço¹ (N).

O Plano só contempla o pagamento de pensões de sobrevivência imediata aos cônjuges dos participantes que, no momento da morte, sejam empregados efetivos do Associado e que, adicionalmente, tenham nessa data completado um mínimo de 5 anos de tempo de serviço no Associado.

¹ Tempo de Serviço (N) – Número de anos completos de serviço consecutivos prestados ao Associado, contando para este efeito o tempo de serviço prestado durante eventuais contratos a termo certo.

O Plano só contempla o pagamento de pensões de sobrevivência diferida aos cônjuges dos beneficiários que, no momento da morte, auferiram uma pensão de reforma por velhice e que, adicionalmente, na data da passagem à situação de reformados fossem empregados efetivos do Associado.

Pensão de reforma por velhice ou invalidez

Em caso de reforma por velhice ou invalidez do participante, este tem direito a um complemento de pensão mensal (PM) que tem como limite mínimo 15% do salário pensionável² (SM) e sendo calculado de acordo com a seguinte fórmula:

$$PM = 0,625\% \times N \times SM$$

Pensão de sobrevivência imediata

Em caso de morte do participante, será pago ao cônjuge sobrevivente um complemento de pensão mensal (PM) calculado com base na Pensão de Invalidez a que o participante teria direito caso se reformasse por invalidez à data da morte, como se indica:

$$PM = 75\% \times \text{Pensão de Invalidez}$$

Pensão de sobrevivência diferida

Em caso de morte de um beneficiário, será pago ao cônjuge sobrevivente um complemento de pensão mensal (PM) calculado com base na Pensão de Velhice auferida à data de morte pelo participante, como se indica:

$$PM = 75\% \times \text{Pensão de Reforma por Velhice}$$

e) Direitos Adquiridos

O empregado que venha a cessar o seu contrato de trabalho com o Associado, por razão diferente da atribuição de pensão por velhice, invalidez ou morte, e desde que tenha, no mínimo, 5 anos de Tempo de Serviço na data da cessação do vínculo laboral, terá direito, à data de reforma por velhice ou invalidez, a uma pensão de reforma nas condições e limites estabelecidos na alínea d) supra.

² Salário Pensionável (SM) – No caso de empregados efetivos do Associado à data da reforma corresponde ao último vencimento ilíquido mensal auferido; no caso de ex-empregados com direitos adquiridos corresponde ao último vencimento ilíquido mensal auferido antes da cessação do vínculo contratual com o Associado, atualizado até à data de reforma de acordo com o IPC (Índice de Preços do Consumidor).

Após a cessação do contrato de trabalho com o Associado, o ex-empregado com direitos adquiridos pode solicitar, nos termos da lei, a transferência do valor a que tem direito para outro fundo de pensões.

O valor a que o participante tem direito no caso de transferência para outro fundo de pensões é o correspondente ao valor atuarial da totalidade das correspondentes responsabilidades, à data da cessação do contrato de trabalho, de acordo com a última avaliação atuarial reportada oficialmente e em consonância com o plano técnico atuarial em vigor, o qual, contudo, não poderá ser inferior ao valor atuarial das responsabilidades calculado de acordo com os pressupostos mínimos estabelecidos pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões.

f) Atualização das pensões

A atualização das pensões pagas não é obrigatória, podendo ser feita anualmente, por iniciativa do Associado.

g) Forma de pagamento dos benefícios

Os benefícios garantidos ao abrigo do presente plano são pagos diretamente pelo Fundo de Pensões.

h) Outras informações materiais para efeito do cálculo das responsabilidades

O pagamento das pensões garantidas no plano é liquidado 14 vezes ao ano.

Para efeitos de cálculo das responsabilidades foi considerado que todos os participantes passam à situação de reforma ao atingirem a idade normal de reforma em vigor, que correspondia, em 31/12/2015, aos 66* anos.

Foi ainda considerado que os ex-empregados com direitos adquiridos se mantêm como participantes do Fundo até começarem a receber uma pensão.

* A idade normal de reforma está em linha com o disposto no Decreto-Lei n.º 167-E/2013, de 31 de dezembro e com as projeções realizadas no estudo "2014 Ageing Working Group pension projection exercise" elaborado pelo GPEARI - Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais do Ministério das Finanças de Portugal.

3

Informação de base

3.1. Dados populacionais

Relativamente aos dados utilizados na avaliação atuarial, bem como na determinação das contribuições e do nível de financiamento das responsabilidades, refere-se o seguinte:

a) Fontes de informação

Os dados referentes a 31/12/2014 e a 31/12/2015 foram fornecidos pelo Associado (população ativa e ex-empregados com direitos adquiridos) e pela Entidade Gestora (pensionistas).

b) Revisão/Reconciliação dos dados

Foram efetuados o estudo comparativo e o cálculo das variações dos principais indicadores populacionais face à população avaliada a 31/12/2014.

Não foi considerado o trabalho efetuado pelo revisor/auditor do Fundo de Pensões para efeito da verificação da fiabilidade da informação.

c) Qualidade dos dados

Foram efetuados testes de consistência aos dados fornecidos (nomeadamente, a coerência das datas e dos valores salariais) não tendo sido encontradas inconsistências nesses mesmos dados.

d) Ajustamentos/Correções

Não foram efetuados quaisquer ajustamentos ou correções na informação existente, dada a qualidade da mesma.

3.2. Características da população de participantes e da população de beneficiários

Nos quadros seguintes são apresentadas as estatísticas dos dados de base utilizados para a avaliação das responsabilidades relativas aos participantes (ativos e ex-empregados com direitos adquiridos) e beneficiários, respetivamente.

Participantes	Número	Idade Média	Antiguidade Média	Salário Médio Anual
Ativos	34	52,2	23,4	46.314
< INR ³	34	52,2	23,4	46.314
≥ INR	-	-	-	-
Ex-empregados c/ Direitos Adquiridos	12	52,6	14,3	39.024

Nota: os salários indicados para os ex-empregados com direitos adquiridos correspondem aos salários à data de saída da Empresa atualizados anualmente de acordo com o IPC real.

Beneficiários	Número	Idade Média	Pensão/Prestação Média Anual
Pensionistas	2	54,7	3.894
Velhice	-	-	-
Invalidez	1	54,7	2.198
Viuvez	1	54,7	5.590
Orfandade	-	-	-
Reforma Antecipada	-	-	-

Principais alterações na população

- **Participantes**
 - **Ativos:** Ocorreu uma saída, por passagem à situação de ex-empregados com direitos adquiridos;
 - **Ex-empregados com direitos adquiridos:** Ocorreu uma entrada proveniente do grupo dos ativos e uma saída por passagem à situação de reforma por invalidez.
- **Beneficiários:** Ocorreu uma entrada por passagem à reforma por invalidez de um ex-empregado com direitos adquiridos.

³ INR: Idade Normal de Reforma

- **Em termos globais:** A população total manteve-se, registrando-se duas movimentações, uma de ativo para ex-empregado com direitos adquiridos e uma de ex-empregado com direitos adquiridos para reformado por invalidez.

No quadro seguinte é sintetizada a movimentação dos participantes e beneficiários durante o ano de 2015.

	Participantes		Beneficiários			Total
	Ativos	Ex- empregados c/Direitos Adquiridos	Reformas por Velhice	Reformas por Invalidez	Reformas de Sobrevivência	
31/12/2014	35	12	-	-	1	48
Novos	-	1	-	1	-	2
Rescisões/ Saídas	1	-	-	-	-	-
Falecidos	-	-	-	-	-	-
Reformas	-	1	-	-	-	-
31/12/2015	34	12	-	1	1	48
Permaneceram	34	11	-	-	1	46
%	97,1%	91,7%			100,0%	95,8%

No Apêndice B encontra-se uma análise estatística mais pormenorizada da população, fazendo uma comparação com a população avaliada a 31/12/2014.

4

Métodos, pressupostos e hipóteses usados na avaliação atuarial

4.1. Metodologias de cálculo: Cenário de Financiamento

Metodologia de cálculo das responsabilidades

As responsabilidades apresentadas neste relatório foram calculadas com base no método *Projected Unit Credit*. O princípio subjacente a este método é o de custear os benefícios de cada participante do plano à medida que vão sendo acumulados, tendo em consideração o crescimento futuro dos custos associados ao benefício em análise. Assim, o custo total relativo a cada um dos participantes é dividido em unidades, cada uma das quais associada a um ano de serviço passado ou futuro.

O benefício acumulado de um determinado indivíduo para efeitos de avaliação, considerando uma determinada data de cessação do serviço, é o benefício calculado considerando os valores esperados das variáveis a essa data, multiplicado pelo rácio entre a antiguidade à data da avaliação e a antiguidade esperada à data de cessação do serviço.

A responsabilidade acumulada de um indivíduo é o valor atual dos benefícios acumulados, para efeitos de avaliação, na data de referência.

Como são utilizados vários decrementos, a responsabilidade acumulada para um determinado indivíduo resulta da soma das responsabilidades acumuladas associadas às várias datas de cessação do serviço. Essas responsabilidades acumuladas refletem os benefícios acumulados modificados de modo a obter o pagamento dos benefícios nessas datas e a probabilidade de o indivíduo cessar o serviço nessa data.

As responsabilidades por serviços passados (RSP) resultam da soma das responsabilidades acumuladas para todos os participantes do plano.

A metodologia de cálculo e financiamento das responsabilidades afetas aos benefícios de invalidez e de sobrevivência imediata é idêntica ao método acima exposto, consistindo na determinação do valor atual dos custos anuais futuros afeto à atribuição desses benefícios.

Metodologia de cálculo das contribuições

A metodologia de custeio considerada na presente avaliação atuarial é o *Projected Unit Credit*.

O custo anual relativo aos benefícios de invalidez e de sobrevivência imediata é determinado individualmente para cada um dos anos futuros, utilizando o tempo de serviço total em cada um desses anos futuros.

Como as responsabilidades foram calculadas com base no método *Projected Unit Credit*, no qual as responsabilidades totais são divididas em unidades de crédito (uma por cada ano de serviço total esperado), o princípio subjacente à metodologia de custeio consiste em considerar que a contribuição para o ano seguinte à avaliação é igual a um crédito.

Para a determinação da contribuição normal para o ano seguinte, tem que se determinar as seguintes componentes:

- (1) **Responsabilidades totais (RST)**: soma de todas as responsabilidades, por serviços passados e por serviços futuros;
- (2) **Tempo de serviço total esperado (TST)**: tempo de serviço que o colaborador teria se permanecesse na empresa até à data de início do pagamento do benefício;
- (3) **Custo dos serviços correntes (CSC)**: é determinado pela fórmula $RST / TST * (1+i^4)$ e representa a parcela da contribuição normal correspondente à passagem de um ano de serviço;
- (4) **Custo dos juros (CJ)**: representa a parcela da contribuição normal associada ao acréscimo das responsabilidades pelo efeito da atualização financeira (juro);
- (5) **Retorno esperado dos ativos (REA)**: representa a parcela da contribuição normal associada ao rendimento estimado dos ativos financeiros. Para esta estimativa consideram-se os fluxos de caixa esperados (contribuições e pagamento de benefícios) e uma taxa de rendibilidade idêntica à taxa de desconto utilizada na determinação das responsabilidades.

A **Contribuição normal (CN)** para o ano seguinte resulta da seguinte fórmula:

$$CN = CSC + CJ - REA$$

⁴ i = taxa de desconto

Podemos transformar esta contribuição numa percentagem da massa salarial prevista para esse ano através da seguinte fórmula:

$$\text{CN}(\%) = \text{CN} / \text{Massa Salarial prevista para o ano seguinte.}$$

4.2. Metodologia de cálculo: Cenário do Nível Mínimo de Solvência

A metodologia aplicada no cenário do nível mínimo de solvência corresponde ao *Current Unit Credit*.

4.3. Tratamento de diuturnidades, responsabilidades partilhadas e direitos adquiridos

a) Tratamento dado a diuturnidades e figuras afins previstas no Plano de Pensões

Não aplicável, uma vez que estas componentes de retribuição não estão previstas no Plano.

b) Modo de financiamento das responsabilidades partilhadas entre diferentes entidades patronais

Os valores de responsabilidades com os participantes referem-se apenas às estritamente a cargo do Associado, não havendo por isso responsabilidades partilhadas.

c) Tratamento dado às responsabilidades afetas a ex-empregados com direitos adquiridos abrangidos pelo Plano de Pensões

Para determinação das responsabilidades afetas a ex-empregados com direitos adquiridos abrangidos pelo Plano, o último vencimento ilíquido mensal auferido antes da cessação do vínculo contratual com o Associado foi atualizado para a data da avaliação com base no histórico do IPC real. Em termos de projeções futuras foi considerado que os salários pensionáveis desta população são atualizados com base no IPC, tal como previsto no Plano.

Foi considerado que os ex-empregados com direitos adquiridos se mantêm como participantes do Fundo até começarem a receber uma pensão.

Foi ainda considerado que as responsabilidades com esta população se encontram totalmente financiadas.

4.4. Atualização de pensões

O Plano de pensões não prevê qualquer aumento obrigatório das pensões. No entanto, por decisão do Associado, é considerada uma taxa de crescimento das pensões igual à taxa de inflação.

4.5. Pressupostos e hipóteses de cálculo

Os pressupostos utilizados conjugam as tendências e expectativas quanto à evolução a longo prazo dos indicadores macroeconómicos e a sensibilidade do atuário, ao nível de características demográficas, no que respeita à experiência passada. Existem no entanto algumas variáveis que, por razões de natureza regulamentar, não podem ser livremente escolhidas.

Foram determinadas as responsabilidades considerando dois cenários:

Cenário de Financiamento – pressupostos acordados com a Interbolsa e compatíveis com o normativo contabilístico IAS19;

Cenário do Nível Mínimo de Solvência – pressupostos definidos para o apuramento do valor mínimo de financiamento dos Fundos de Pensões (Norma nº 21/96-R).

Pressupostos

	Cenário de Financiamento	Cenário do Nível Mínimo de Solvência
a) Tábua de mortalidade	TV88/90	TV73/77
b)		
Tábua de invalidez	EVK 80 a 100%	EVK 80 a 100%
Tábua de Turnover	Não considerado	Não considerado
c) Decrementos	TV88/90 e EVK80 a 100%	TV73/77 e EVK80 a 100%
d) Idade Normal de Reforma por velhice	66* Anos	66* Anos
e) Número de pagamentos de pensões por ano	14 pagamentos	14 pagamentos
f) Taxa de desconto - pré reforma	2,70%	4,50%
- Pós reformam	2,70%	4,50%
g)		
Taxa anual de crescimento dos salários	2,00%	0,00%
Taxa anual de atualização dos salários de ex- empregados com direitos adquiridos	2,00%	0,00%
Taxa anual de crescimento salários S.S.	Não aplicável	Não aplicável
Taxa anual de crescimento das pensões	2,00%	0,00%
Taxa anual de crescimento das prestações de Pré-reforma	Não aplicável	Não aplicável
Taxa anual de crescimento das pensões de Reforma antecipada	Não aplicável	Não aplicável
Taxa anual de revalorização salários S.S.	Não aplicável	Não aplicável
h) % Previsível de Pré-reformas/Ref. Antecipadas	Não aplicável	Não aplicável
i) Percentagem de Casados	80%	80%
j) Diferença etária entre cônjuges	3 anos (homem mais velho)	3 anos (homem mais velho)
l) % de Remaridação	Não considerado	Não considerado
m) Idade limite para o pagamento de pensões temporárias (benefício de orfandade)	Não aplicável	Não aplicável
n) Encargos rendas vitalícias	Não considerado	Não considerado
o) Tratamento fiscal	Não aplicável	Não aplicável

* A idade normal de reforma está em linha com o disposto no Decreto-Lei n.º 167-E/2013, de 31 de dezembro e com as projeções realizadas no estudo "2014 Ageing Working Group pension projection exercise" elaborado pelo GPEARl - Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais do Ministério das Finanças de Portugal.

4.6. Dependência de regimes públicos de segurança social

Não aplicável uma vez que o presente Plano é independente dos regimes públicos de segurança social.

4.7. Aquisição de seguros de rendas

Não aplicável uma vez que todos os benefícios abrangidos pelo Plano estão a cargo do Fundo.

4.8. Transferência do risco de invalidez e sobrevivência imediata durante o período ativo

Não é efetuada a transferência do risco de invalidez e sobrevivência ativo pelo que é o Fundo que assume estas responsabilidades.

4.9. Alterações de métodos, pressupostos e hipóteses usados na avaliação atuarial relativamente à correspondente avaliação do ano anterior

Face a métodos, pressupostos e hipóteses utilizados na avaliação reportada a 31/12/2014, verificou-se a alteração do seguinte pressuposto:

- A taxa de desconto foi alterada de 2,00% para 2,70%. A nova taxa de desconto foi definida em conformidade com os princípios estabelecidos no normativo contabilístico IAS19.

De notar que estas alterações induziram a um decréscimo nas responsabilidades por serviços passados de **923.469€**.

5

Resultados da Avaliação Atuarial

Nesta secção serão apresentados os resultados determinados com base na avaliação atuarial das responsabilidades a 31 de dezembro de 2015. Será ainda analisado, de forma sequencial, o seguinte conjunto de resultados, relativamente aos dois cenários em análise:

- Responsabilidades com pensões e prestações em pagamento do Plano de Pensões da Interbolsa por tipo de benefício concedido.
- Responsabilidades com não pensionistas (ativos e ex-empregados com direitos adquiridos), segmentado por:
 - Responsabilidades por serviços passados.
 - Responsabilidades por serviços futuros.
- Relativamente ao valor atual das responsabilidades com não pensionistas, os resultados são ainda repartidos entre:
 - Participantes com idade inferior à idade normal de reforma.
 - Participantes com idade igual ou superior à idade normal de reforma.
- Breve análise à forma como evoluíram as responsabilidades durante o período corrente.

5.1. Montante total do valor atual das pensões e prestações em pagamento

Valor atual das pensões e prestações em pagamento		Cenário de Financiamento	Nível Mínimo de Solvência
Plano de Pensões	Velhice	-	-
	Pré-Reforma/Reforma Antecipada (até à INR)	-	-
	Invalidez	56.884	32.326
	Sobrevivência	144.659	82.207
	Viuvez	144.659	82.207
	Orfandade	-	-
TOTAL		201.543	114.533

5.2. Montante total do valor atual das responsabilidades com não pensionistas

Valor atual das responsabilidades por serviços passados		Cenário de Financiamento	Nível Mínimo de Solvência
Plano de Pensões	Ativos	4.285.798	1.816.274
	< INR	4.285.798	1.816.274
	>= INR	-	-
	Pré-Reforma/Ref. Antecipada (após a INR)	-	-
	Ex-Empregados c/ Direitos Adquiridos	1.140.811	520.784
TOTAL		5.426.609	2.337.058

Valor atual das responsabilidades por serviços futuros		Cenário de Financiamento	Nível Mínimo de Solvência
Plano de Pensões	Ativos	1.996.483	716.046
	< INR	1.996.483	716.046
	>= INR	-	-
	Pré-Reforma/Ref. Antecipada (após a INR)	-	-
	Ex-Empregados c/ Direitos Adquiridos	-	-
TOTAL		1.996.483	716.046

5.3. Financiamento das responsabilidades afetas aos benefícios de invalidez e de sobrevivência imediata durante o período ativo

O financiamento das responsabilidades afetas aos benefícios de invalidez e de sobrevivência imediata durante o período ativo é efetuado através do método *Projected Unit Credit*.

5.4. Evolução das responsabilidades por serviços passados

Evolução das responsabilidades por serviços passados

As responsabilidades por serviços passados sofreram um decréscimo global de cerca de 11,8%.

A variação das responsabilidades, separada por grupo populacional, é apresentada no quadro seguinte:

Responsabilidades por Serviços Passados	31/12/2014	31/12/2015	Variação
Ativos a mais de 5 anos da INR	4.633.190	3.945.835	-14,8%
Pré-Reforma/Ref. Antecipada a mais de 5 anos da INR	-	-	0,0%
Ex-Empregados c/ Direitos Adquiridos a mais de 5 anos da INR	1.126.235	831.743	-26,1%
Participantes a menos de 5 anos da INR (Ativos; Reformas antecipadas; Pré-reformados; Ex-Participantes c/ DA)	460.828	649.031	40,8%
Pensionistas	162.598	201.543	24,0%
TOTAL	6.382.851	5.628.152	-11,8%

A evolução das responsabilidades ao longo de 2015 é apresentada no quadro seguinte:

Responsabilidades por Serviços Passados a 31/12/2014	6.382.851
Custos Juros	127.557
Custo de Serviços Correntes	219.642
Pensões pagas	(7.865)
(Ganhos) e Perdas por alteração de pressupostos	(923.469)
(Ganhos) e Perdas por experiência	(170.565)
Responsabilidades por Serviços Passados a 31/12/2015	5.628.152

Como se constata, o principal desvio fica a dever-se ao impacto resultante da alteração de pressupostos.

Considerando o mesmo conjunto de pressupostos utilizado na avaliação a 31/12/2014 para o cenário de financiamento, o montante das responsabilidades por serviços passados a 31/12/2015 seria de 6.551.621€.

Distribuição das responsabilidades

O montante das Responsabilidades com participantes a menos de 5 anos da idade normal de reforma ascende a 649.031€, o que representa cerca de 14% das responsabilidades da população ativa e de ex-empregados com direitos adquiridos.

A *duration* das responsabilidades financiadas pelo Fundo de Pensões Interbolsa é de 22 anos, diferenciada por grupo populacional da seguinte forma:

População ativa: 23 anos;

População de ex-empregados com direitos adquiridos: 20 anos;

População beneficiária: 15 anos.

Para efeitos de determinação da *duration* foram considerados os pressupostos do cenário de financiamento e um cenário alternativo de variação -0,10 p.p. na taxa de desconto.

6

Evolução do Fundo

6.1. Evolução das receitas e despesas do Fundo

No quadro seguinte apresenta-se a evolução real do valor do Fundo, o rendimento real, as contribuições efetuadas para o Fundo e ainda o valor das pensões efetivamente pagas.

		Valor Fundo	Data Valor
Saldo Inicial		4.273.908	31/12/2014
Pensões		(7.865)	
Direitos adquiridos		-	
Contribuições		310.000	2015
Total Movimentos		302.135	
Rendimento do FUNDO	3,15%	134.667	
Saldo Final		4.710.710	31/12/2015

6.2. Ganhos e Perdas Atuariais e Financeiros

Ganhos e Perdas Atuariais

Ocorreram **ganhos atuariais** no exercício de **1.094.034€**, que poderão ser segregados por:

- Ganhos por alteração de pressupostos: 923.469€;
- Ganhos por experiência: 170.565€.

Ganhos e Perdas Financeiros

O quadro seguinte evidencia os desvios financeiros que resultam da diferença entre o valor estimado para a evolução do Fundo e o valor real apresentado no ponto anterior.

	Estimado	Real	Desvios	Data Valor
Saldo Inicial	4.273.908	4.273.908	-	31/12/2014
Pensões	(9.953)	(7.865)	2.088	
Direitos adquiridos	-	-	-	
Contribuições	472.715	310.000	(162.715)	2015
Total Movimentos	462.762	302.135	(160.627)	
Rendimento do FUNDO	85.379	134.667	49.288	
Saldo Final	4.822.048	4.710.710	(111.339)	31/12/2015

Os desvios financeiros observados na anuidade de 2015 (111.339€) devem-se principalmente ao seguinte acontecimento:

- Valor das contribuições do Associado inferior ao estimado.

7

Nível de Financiamento

7.1. Níveis de Financiamento

Nos quadros seguintes são analisados os níveis de financiamento quer no Cenário de Financiamento, quer no Cenário do Nível Mínimo de Solvência segundo a Norma nº 21/96-R da ASF:

População Participante e Beneficiária	Cenário de Financiamento	Nível Mínimo de Solvência
A - Respons. Serviços Passados (VAPP + VARSP)	5.628.152	2.451.591
B - Valor do Fundo a 31/12/2015	4.710.710	4.710.710
Nível de Financiamento (B) / (A)	84%	192%

População Beneficiária	Cenário de Financiamento	Nível Mínimo de Solvência
Valor Atual das Pensões em Pagamento (VAPP)	201.543	114.533
Valor do Fundo afeto	201.543	114.533
Nível de Financiamento VAPP	100%	100%

População Participante	Cenário de Financiamento	Nível Mínimo de Solvência
Valor Atual das Respons. Serviços Passados (VARSP)	5.426.609	2.337.058
Valor do Fundo afeto	4.509.167	4.596.177
Nível de Financiamento VARSP	83%	197%
Valor Atual dos Benefícios Totais (VABT)	7.423.092	3.053.104
Valor do Fundo afeto	4.509.167	4.596.177
Nível de Financiamento VABT	61%	151%

Face aos valores obtidos constata-se que, para o Cenário de Financiamento, as responsabilidades a cargo do Fundo de Pensões Interbolsa a 31/12/2015 não se encontram integralmente financiadas existindo um défice de financiamento na ordem dos 16%. No caso do Cenário do Nível Mínimo de Solvência, o respetivo nível de financiamento situa-se nos 192%.

Considerando o mesmo conjunto de pressupostos utilizado na avaliação a 31/12/2014 para o cenário de financiamento, o nível de financiamento do Fundo situar-se-ia em 72%.

7.2. Remunerações ou Comissões de Depósito e Gestão

Em 2015 os encargos suportados diretamente pelo Fundo relativamente a comissões de gestão e de depósito ascenderam ao montante de 8.868€.

Refira-se que o valor do Fundo utilizado para cálculo do nível de financiamento já incorpora as comissões de gestão, custódia, taxa da ASF, impostos e outras despesas.

8

Contribuições e Plano de Financiamento

8.1. Valor das contribuições recomendadas – Cenário de Financiamento

No cenário de financiamento, o custo dos serviços correntes para um colaborador no ativo, pelo método *Projected Unit Credit*, tal como descrito no capítulo 4, é determinado através da divisão das responsabilidades totais pelo tempo de serviço total desse colaborador, atualizado à taxa de desconto. O custo total do plano é então igual à soma dos custos de todos os colaboradores abrangidos.

A contribuição normal para o ano seguinte resulta da soma do custo dos serviços correntes, com a diferença entre o custo dos juros e o retorno esperado dos ativos⁵.

Determinação da Contribuição Normal para 2016	Cenário de Financiamento
A - Custo dos Serviços Correntes + Custo dos Juros - Retorno Esperado dos Ativos	205.575
B - Montante Previsto dos Salários Pensionáveis para 2016	1.606.168
C - Contribuição Normal (A)/(B)	12,80%

Deste modo, obtém-se uma contribuição normal recomendada para o ano de 2016, para fazer face à passagem de mais um ano, de 205.575€. Este valor corresponde a um custo de 12,80% do valor previsto dos salários pensionáveis para 2016.

Como se pode verificar no capítulo anterior, as Responsabilidades por Serviços Passados no Cenário de Financiamento encontram-se financiadas a 84%, o que significa que existe um défice de financiamento na ordem de 917.442€.

Para a determinação da parcela anual de amortização das responsabilidades passadas foi considerado um prazo de amortização de 9 anos.

Deste modo obtém-se uma amortização anual de 101.938€.

⁵ Foi considerada uma taxa de rendibilidade de longo prazo idêntica à taxa de desconto utilizada na determinação das responsabilidades (2,70%).

Assim, a contribuição total recomendada para o ano de 2016 é de 307.513€, considerando a contribuição normal acrescida da amortização.

8.2. Grau de concretização das contribuições propostas

Durante o ano de 2015, o Associado efetuou contribuições para o Fundo de Pensões inferiores à contribuição proposta no relatório do Atuário Responsável do ano passado (contribuição real de 310.000€, contribuição proposta de 472.715€).

8.3. Subfinanciamento

As responsabilidades a cargo do Fundo de Pensões Interbolsa a 31/12/2015, segundo o Cenário de Financiamento, não se encontram integralmente financiadas (nível de financiamento de 84%). No caso do Cenário Nível Mínimo de Solvência, regulamentado pela Norma nº 21/96-R, o respetivo nível de financiamento corresponde a cerca de 192%.

O nível de financiamento sofreu um acréscimo (de 67% para 84%). Embora se tenha efetuado um montante de contribuições inferior ao recomendado, o rendimento do Fundo foi superior ao estimado. No entanto, este acréscimo deveu-se essencialmente à alteração dos pressupostos utilizados na determinação das responsabilidades.

No ponto 8.1. é proposto um plano de amortização para o financiamento do défice atuarial existente. Este plano será revisto e monitorizado todos os anos face ao potencial défice existente no final de cada ano.

No quadro abaixo é indicado o nível de financiamento expectável no final de cada ano com base no plano de amortização proposto.

Estimativas						
Data de Referência	Resp. Serv. Passados	Contribuições		Benefícios pagos	Valor do fundo	Nível de financiamento
		Normal	Plano de amortizações			
31/12/2016	5.947.375	205.575	101.938	13.361	5.131.871	86,29%
31/12/2017	6.273.200	207.705	101.938	20.168	5.559.634	88,63%
31/12/2018	6.604.878	209.966	101.938	28.020	5.993.250	90,74%
31/12/2019	6.937.715	212.362	101.938	40.793	6.428.025	92,65%
31/12/2020	7.258.523	214.898	101.938	66.746	6.850.771	94,38%
31/12/2021	7.558.105	217.576	101.938	101.594	7.252.291	95,95%
31/12/2022	7.839.815	220.401	101.938	132.711	7.635.939	97,40%
31/12/2023	8.115.286	223.377	101.938	152.024	8.013.348	98,74%
31/12/2024	8.356.128	226.507	101.938	199.335	8.356.128	100%

9

Aderência das tábuas de mortalidade

9.1. Análises efetuadas

Tendo em conta a dimensão da população abrangida, não foram efetuadas análises sobre a mortalidade real da população para validar a aderência da tábua de mortalidade utilizada (TV 88/90).

9.2. Impacto Futuro de utilização de tábuas de mortalidade mais ajustadas

Face ao exposto em 9.1., não é possível concluir se existem tábuas de mortalidade mais ajustadas do que as atualmente consideradas.

9.3. Justificação

Como resultado do transmitido nos pontos anteriores, a dimensão da população de participantes e beneficiários em causa não é suficiente para serem efetuadas análises e extrair conclusões credíveis sobre a mortalidade real desta população.

10

Adequação entre ativos financeiros e as responsabilidades

10.1. Procedimentos existentes

A atual Política de Investimentos foi estabelecida mediante acordo entre a CGD Pensões e o Associado, tendo em conta os objetivos deste, e constitui o Anexo I ao Contrato de Gestão do Fundo, que entraram em vigor no dia 3 de Dezembro de 2012.

O Associado promoveu a realização de um estudo ALM para rever a adequação entre ativos e as responsabilidades. A nova estratégia de investimentos encontra-se em fase de implementação.

10.2. Adequação da política de investimento seguida pelo fundo de pensões

Nos quadros e gráficos seguintes são apresentadas as durations em 2015 do fundo e das responsabilidades, e a distribuição dos pagamentos esperados do fundo ao longo dos anos (nos cenários de solvência (fundo mínimo) e de financiamento).

Quadro 1: Alocação central do *benchmark* e da carteira de ativos e respetivas *durations* em 2015

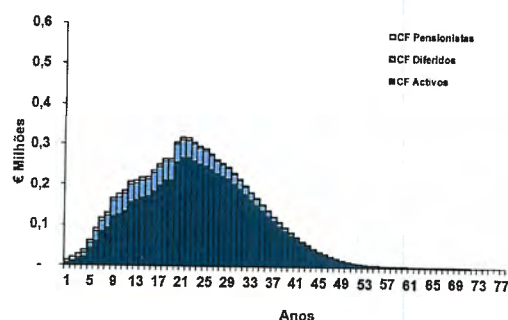
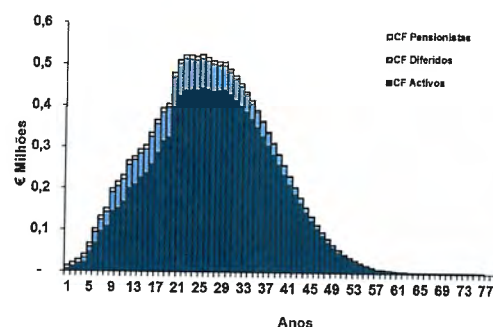
Classe de Ativos	Alocação central do <i>benchmark</i>	Duration média do <i>benchmark</i>	Alocação média da carteira	Duration média da carteira
Obrigações Taxa Fixa	20	7,2	27,3 ¹	6,9
Obrigações de Taxa Variável	45	-	35,2	-
Ações Portuguesas	5	-	4,8	-
Ações Resto do Mundo	10	-	9,9 ²	-
Imobiliário	15	-	5,0	-
Liquidez	5	-	17,8	-
Total	100	1,4	100	1,7

¹Inclui apenas investimento via fundos.

²Ações Europeias.

Quadro 2: Distribuição das responsabilidades por grupos da população e respetivas durations

	Peso nas RSP totais (%)		Duration
	Solvência (Fundo Mínimo)	Financiamento	
Ativos	74	76	23
Direitos Adquiridos	21	20	20
Pensionistas	5	4	15
Total	100	100	22

Gráfico 1: Distribuição dos pagamentos esperados do fundo (valores nominais) – solvência (fundo mínimo)**Gráfico 2: Distribuição dos pagamentos esperados do fundo (valores nominais) – financiamento**

A estrutura das responsabilidades reparte-se em 76% de participantes Ativos, 20% de participantes com Direitos Adquiridos e 4% de Inativos. A duration (medida de sensibilidade à taxa de juro) da alocação central do benchmark em vigor em 2015 foi de c. 1,4, face a uma duration das responsabilidades (agregadas) de c. 22, resultante da composição das durations individuais de 23 dos Ativos, 20 dos Direitos Adquiridos e 15 dos Pensionistas. A duration das responsabilidades é muito elevada e, por isso, a sua sensibilidade a variações da taxa de desconto é elevada.

A carteira apresenta um peso maioritário (50%) em obrigações de taxa variável e liquidez (benchmark Euribor), que constituem uma proteção dos ativos financeiros contra as oscilações da curva de rendimentos do mercado financeiro no curto prazo, através da acumulação de um rendimento positivo constante (taxa de juro).

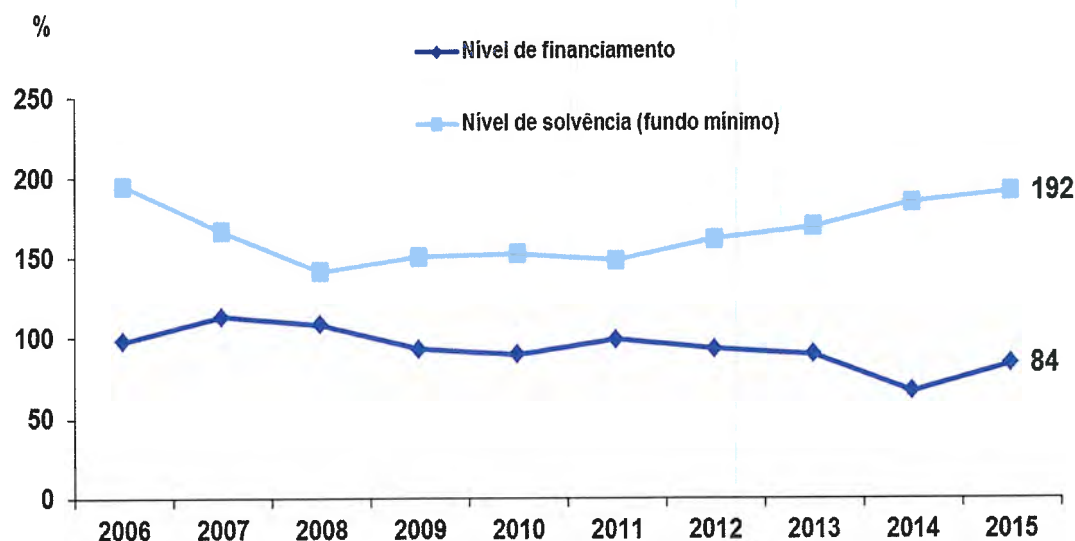
A estratégia prevê uma exposição de 20% a obrigações de taxa fixa, uma componente cuja valorização está, em circunstâncias normais, alinhada no mesmo sentido da valorização das responsabilidades face a oscilações nas taxas de juro. Tendo em conta a percentagem alocada a esta classe de ativos e as divergências existentes entre a duration da carteira (7,2) e a duration das responsabilidades (22), a dimensão e intensidade do impacto dessas variações na carteira e nas responsabilidades serão diferentes. O rácio de cobertura é de 10,3%, i.e., uma variação negativa da

taxa de desconto em 1%, assumindo tudo o resto constante, implica uma valorização dos ativos de taxa fixa que corresponde a 10,3% do valor total de variação das responsabilidades.

A componente acionista representa 15% da carteira e constitui uma exposição direta ao risco de mercado de um ativo que não está correlacionado com as responsabilidades. O mesmo se aplica aos 15% alocados a imobiliário.

O gráfico seguinte evidencia o resultado efetivo da adequação da política de investimentos às responsabilidades nos últimos 10 anos. O fundo aumentou o nível de solvência (fundo mínimo) e o nível de financiamento.

Gráfico 3: Nível de financiamento e de solvência (fundo mínimo) 2006-2015



Instrumentos ou técnicas de mitigação de riscos financeiros

A entidade gestora indicou que avalia o risco 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 (tais como o desvio padrão, o tracking error, o information ratio e o risco de perda).

10.3. Riscos afetos aos ativos financeiros

a) Identificação dos principais tipos de riscos de investimento

Os principais riscos de investimento são o risco de taxa de juro, risco de crédito, risco cambial, risco de mercado acionista, risco de mercado imobiliário e risco sistémico.

A estratégia de distribuição de ativos de referência da carteira está exposta maioritariamente ao mercado obrigacionista da zona Euro. Dentro deste mercado, a maior componente é de taxa indexada (peso de referência de 45% da carteira) seguida da componente de taxa fixa com uma alocação de referência de 20%. As componentes imobiliário (fundos de investimento) e ações têm uma exposição de referência de 15% sendo que, no caso das ações, 5% da exposição é ao mercado português e 10% ao mercado global.

Neste sentido, o principal risco de mercado a que a carteira de ativos está exposta é a evolução da taxa de juro. Em concreto, a componente de taxa variável tem como benchmark a Euribor e, a componente de taxa fixa tem como benchmark um índice de mercado de obrigações de dívida pública. A evolução desta componente agregada poderá diferir da evolução das responsabilidades no longo prazo, uma vez que as responsabilidades são avaliadas a preços de mercado (a taxa de desconto utilizada é indexada às yields de longo prazo das obrigações AA corporate).

Outro risco relevante é o risco de liquidez da classe de imobiliário (isto é, desajustamento entre a valorização de acordo com as regras de valorização e o preço a que seria transacionado numa eventual venda).

A componente acionista tem um valor de referência de 15% na carteira; em termos de risco cambial a carteira teve uma exposição média de cerca de 0,5% a moeda não Euro, não constituindo um risco relevante.

b) Implicações que o nível de risco subjacente à política de investimento poderá ter no cumprimento do nível mínimo de solvência do fundo

As implicações que o nível de risco subjacente à política de investimento poderá ter no cumprimento do nível de solvência (fundo mínimo) do fundo, resultam de oscilações da taxa de juro e da exposição aos mercados acionistas fazerem com que a carteira total do fundo possa vir a ter uma performance inferior a 4,5%.

A estratégia de investimento prevê uma elevada exposição a obrigações de taxa variável aumenta a exposição ao risco de crédito da carteira (e.g. defaults e alargamento de spreads). Desta alocação, resulta que num cenário de redução de taxas de juro, a componente de taxa fixa pode ser insuficiente para cobrir a evolução das responsabilidades, introduzindo volatilidade ao nível da solvência. Assim, o risco de taxa de juro a que a carteira está exposta poderá ter impacto no nível

de solvência do fundo, dado que, em termos globais, os ativos financeiros e responsabilidades tenderão a variar em sentido contrário.

O risco de taxa de juro assume relevância no contexto atual de taxas de juro historicamente baixas, tendo em conta que a manutenção deste ciclo, ou uma eventual subida, das taxas de juro perspectiva para a classe de obrigações uma valorização que poderá ser inferior a 4.5%.

Este facto, juntamente com o impacto dos riscos não mitigáveis (e.g. variações da população), aumenta a probabilidade de serem necessárias contribuições extraordinárias (i.e. para além do custo dos serviços correntes) de forma a manter a solvência do fundo.

Conforme referido na alínea anterior. O risco de liquidez da componente de imobiliário pode representar uma perda de 15% do portfólio.

c) Quantificação do impacto de oscilações nas taxas de juro e nos mercados acionista e imobiliário (e comparação do valor do fundo resultante desse impacto com o montante do nível mínimo de solvência)

Quadro 3: Impacto na carteira de ativos do fundo de pensões de variações da taxa de juro, do mercado acionista e do mercado imobiliário

Estimativa (%) do impacto na carteira de variações:	Variação positiva de 1%
Taxa de juro	-1,38%
Mercado acionista	0,15%
Mercado Imobiliário	0,15%

Nota: cálculo efetuado com a *duration* do *benchmark* de taxa fixa em 31/12/2015.

Quadro 4: Impacto no nível de solvência (fundo mínimo) de variações da taxa de juro

	Estimativa do impacto no nível de solvência (fundo mínimo)	(%)
	-1,00%	195
Variação	0,00%	192
	1,00%	189

Quadro 5: Impacto no nível de solvência (fundo mínimo) de variações isoladas do mercado acionista

	Estimativa do impacto no nível de solvência (fundo mínimo)	(%)
	10,0%	195
Variação	0,0%	192
	-10,0%	189
	-20,0%	186

Quadro 6: Impacto no nível de solvência (fundo mínimo) de variações do mercado imobiliário

<i>Estimativa do impacto no nível de solvência (fundo mínimo)</i>		(%)
Variação	10,0%	195
	0,0%	192
	-10,0%	189
	-20,0%	186

10.4. Adequação entre os ativos financeiros e as responsabilidades

A análise da adequação da política de investimento com o horizonte temporal das responsabilidades e as características do plano de pensões é efetuada de duas formas: através da comparação da duration das responsabilidades com a duration da componente de obrigações da alocação central da política de investimentos; e através da comparação do comportamento esperado das diferentes classes de ativos previstas na política de investimentos com o comportamento esperado das responsabilidades.

A quantificação do impacto na carteira de ativos de oscilações na taxa de juro foi efetuada através da sensibilidade, medida pela duration, da componente obrigacionista definida na política de investimentos. O impacto de oscilações do mercado acionista e do mercado imobiliário na carteira foram determinados tendo em conta a variação do peso da classe de ações definido na alocação central da política de investimentos, resultante da oscilação do mercado.

Em todos os testes foi considerada a alocação central da política de investimentos em vigor.

10.5. Análise do Valor do Fundo

Não aplicável porque o rácio entre o valor do fundo e a soma das parcelas referidas é de 741%.

11

Outros aspetos abordados

Não foram abordados quaisquer outros aspetos que não se encontrem enquadrados nos capítulos anteriores.

12

Conclusões e Recomendações

Todos os valores resultantes das avaliações atuariais são baseados em pressupostos de médio/longo prazo pelo que constituem estimativas ou valores esperados.

Os valores apresentados foram determinados com base em pressupostos e hipóteses adequados à situação conjuntural e à previsão estrutural futura.

Dos comentários e resultados anteriormente apresentados salientam-se as seguintes conclusões:

- **Plano de Pensões**
 - Não se registaram alterações no Plano.
- **Informação de Base**
 - Foram efetuados testes de consistência aos dados fornecidos (nomeadamente, a coerência das datas e dos valores salariais / de pensões bem como a obtenção de variações relativas à avaliação anterior). Consideramos que existe qualidade dos dados utilizados para efeitos da avaliação efetuada.
 - Não se verificaram variações líquidas na população.
 - Nos próximos 5 anos prevê-se a existência de 4 novas reformas por idade.
- **Métodos, pressupostos e hipóteses usados na avaliação atuarial**
 - Face a métodos, pressupostos e hipóteses utilizados na avaliação reportada a 31/12/2014, apenas se verificaram alterações ao nível dos pressupostos.
 - A taxa de desconto foi alterada de 2,00% para 2,70%. A nova taxa de desconto foi definida em conformidade com os princípios estabelecidos no normativo contabilístico IAS19.
 - O conjunto das taxas utilizadas no Cenário de Financiamento baseia-se e acompanha uma previsão futura do IPC (Índice de Preços do Consumidor) de cerca de 2,00% ao ano, contendo implícito um ajustamento a qualquer desvio verificável neste índice.
- **Resultados da avaliação atuarial**
 - As responsabilidades por serviços passados, de acordo com o Cenário de Financiamento, ascendem a 5.628.152€, repartidas da seguinte forma:
 - Ativos – 4.285.798€;
 - Ex-empregados com direitos adquiridos – 1.140.811€;
 - Beneficiários – 201.543€.

- Verificaram-se ganhos atuariais de 1.094.034€. Estes ganhos ficaram a dever-se, essencialmente, à alteração de pressupostos (923.469€).
- O valor mínimo de acordo com a Norma nº 21/96-R da ASF é de 2.451.591 €.
- **Evolução do Fundo**
 - O valor do Fundo de Pensões na data de referência é de 4.710.710€.
 - O rendimento real do fundo situou-se em 3,15% enquanto o retorno estimado era de 2,00%.
- **Nível de Financiamento**
 - Cenário de Financiamento: 84%.
 - Nível Mínimo de Solvência: 192%.
- **Contribuições e Plano de Financiamento**
 - Foi efetuada uma contribuição de 310.000€ pelo Associado em 2015.
 - A contribuição normal prevista para 2016 ascende a 205.575€.
 - Devido à existência de um défice de financiamento das responsabilidades por serviços passados no Cenário de Financiamento que, em 31/12/2015 ascendia a 917.442€, manteve-se o plano de amortização do défice considerado no ano passado.
 - Para a determinação da parcela anual de amortização das responsabilidades passadas foi considerado um prazo de amortização de 9 anos, tendo-se obtido uma amortização anual de 101.938€.
- **Adequação entre ativos financeiros e as responsabilidades**
 - O Associado promoveu uma revisão da estratégia de investimento e confirmação do orçamento de risco (proporção de ativos mais correlacionado com a evolução das responsabilidades vs proporção de ativos com maior potencial de crescimento mas menor correlação com as responsabilidades) que está em fase de implementação.

APÊNDICE A

Declaração do Atuário Responsável

- a) Declaro por este meio que exerci as minhas funções de atuário responsável do Fundo de Pensões Interbolsa com autonomia e independência;
- b) Declaro igualmente que não pertenço aos quadros de pessoal da Entidade Gestora deste Fundo de Pensões;
- c) Por último, não me encontro em qualquer das situações de incompatibilidade previstas no artigo 40.º, bem como são preenchidos os requisitos estabelecidos no n.º1 do artigo 41.º, ambos da Norma Regulamentar 7/2007-R de 17 de maio.

Atuária Responsável



Marta Frazão
Mercer (Portugal) Lda.

Atuário



Edmundo Sande
Mercer (Portugal) Lda

APÊNDICE B

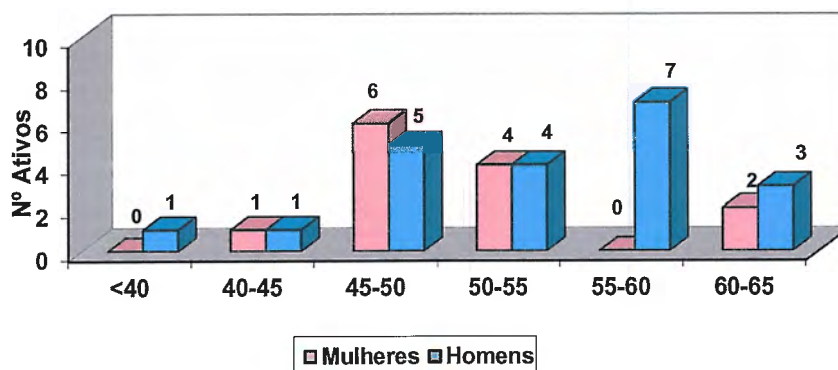
Estatísticas da População

Para cada grupo populacional apresenta-se neste apêndice um conjunto de gráficos que ilustram o número de participantes / beneficiários por faixa etária e por sexo e a respetiva idade média, assim como as variações dos principais dados inerentes às populações avaliadas em 2014 e 2015.

Ativos

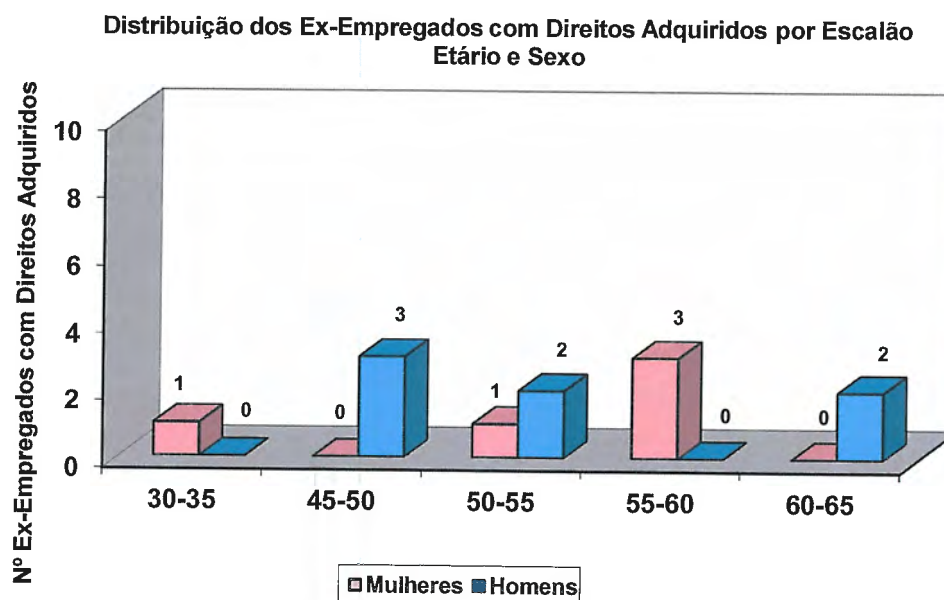
Ativos	31/12/2014	31/12/2015	Dif (%)
Número	35	34	-2,9%
Idade Média	51,4	52,2	1,6%
Antiguidade Média	22,4	23,4	4,4%
Massa Salarial Anual	1.611.293	1.574.674	-2,3%
Salário Médio Anual	46.037	46.314	0,6%

Distribuição dos Ativos por Escalão Etário e Sexo



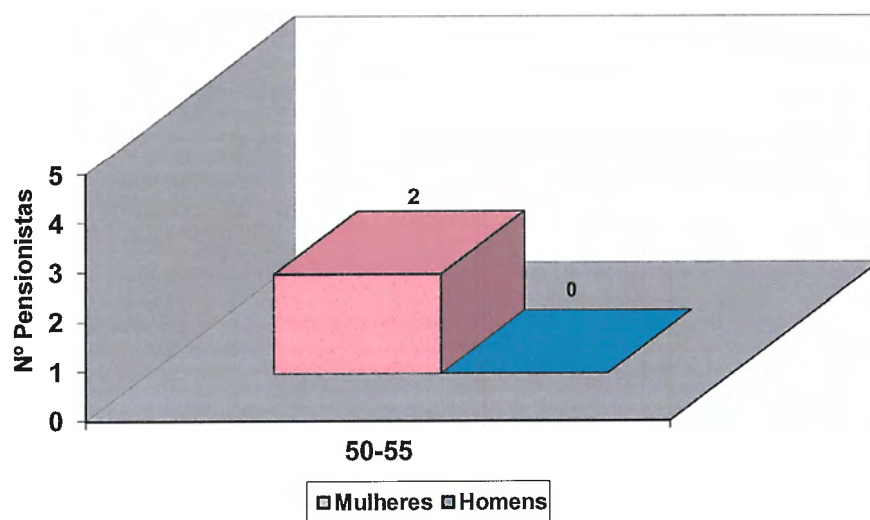
Ex-empregados com Direitos Adquiridos

Ex-Empregados c/ Direitos Adquiridos	31/12/2014	31/12/2015	Dif (%)
Número	12	12	0,0%
Idade Média	51,2	52,6	2,6%
Antiguidade Média	13,4	14,3	6,9%
Massa Salarial Anual	430.915	468.292	8,7%
Salário Médio Anual	35.910	39.024	8,7%



Pensionistas

Pensionistas	31/12/2014	31/12/2015	Dif (%)
Número	1	2	100,0%
Idade Média	53,7	54,7	1,9%
Pensões Anuais em Pagamento	5.590	7.788	39,3%
Pensão Média Anual	5.590	3.894	-30,3%

Distribuição dos Pensionistas por Escalão Etário e Sexo



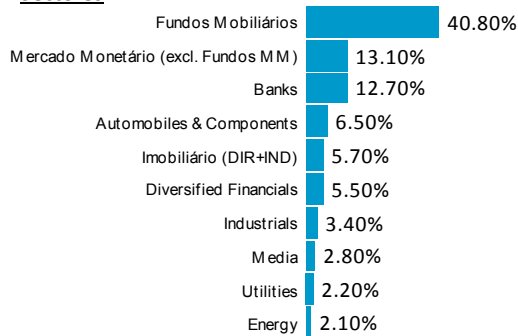
Edifício Monumental
Av. Fontes Pereira de Melo, 51 3º A-E
1069-097 Lisboa
+351 213 113 775
www.mercer.pt

Mercer (Portugal) Lda.
Soc. Comercial por Quotas - Matricula na Cons. Reg. Com. de Lisboa e NIPC 501 192 115
Capital Social: 187.050,00€

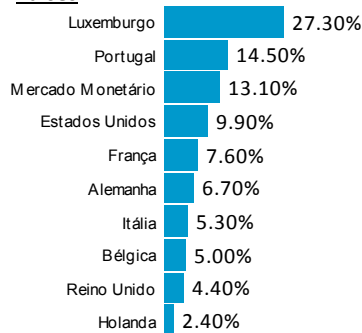


**RELATÓRIOS DE RISCO NO ÂMBITO DA NORMA
REGULAMENTAR N.º8/2009-R, DE 4 DE JUNHO**

Sectores

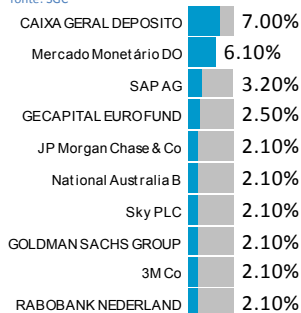


Países



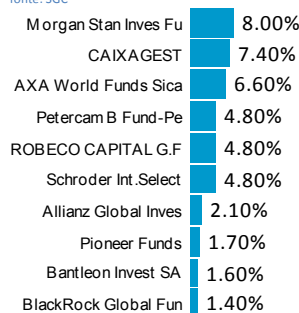
Emitentes - Investimento Directo

fonte: SGC



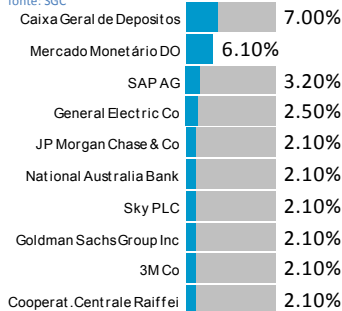
Emitentes - Investimento Indirecto

fonte: SGC



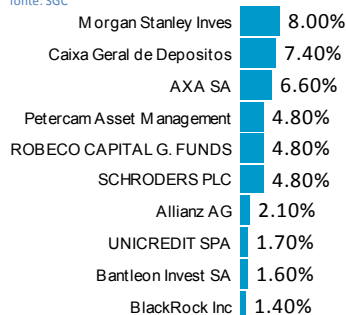
Grupos Económicos - Investimento Directo

fonte: SGC

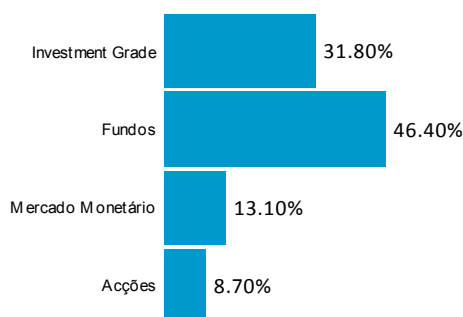


Grupos Económicos - Investimento Indirecto

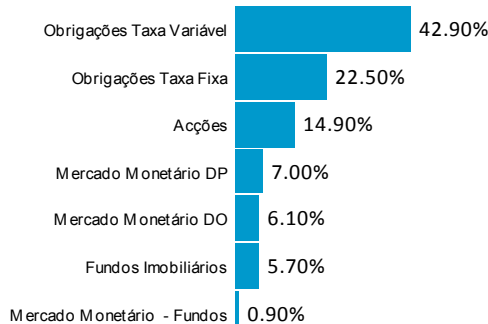
fonte: SGC



Ratings



Classes de Activos



Indicadores de Liquidez



Risco de Mercado

VaR Mercado Capitais	89,530
VaR com Derivados	98,350
% Mercado Capitais	86.9%
% Derivados	5.5%
Stress Testing	-764,834

Indicadores de Liquidez: 1º Nível: considera ações, títulos com preço diário (ainda que a data do preço seja anterior à data de valorização), restantes títulos com contribuidor CBBT e MM (incluindo comissões e custos); 2º Nível: engloba obrigações de contribuidores que não CBBT; 3º Nível: considera restantes Fundos de Investimento; 4º Nível: engloba imóveis, títulos valorizados a preços de convergência, custo de aquisição ou com modelos de avaliação. Stress Testing: Os resultados do cenário de taxa de juro não receberam a validação da DGR, sendo por isso meramente indicativos.

■ consumo
■ limite
■ excesso

RELATÓRIO DO AUDITOR E CERTIFICAÇÃO LEGAL DE CONTAS

CERTIFICAÇÃO LEGAL DAS CONTAS

Introdução

1. Nos termos do nº 3 do artigo 56º do Decreto-Lei nº 12/2006, de 20 de janeiro, alterado pela Lei nº 147/2015, de 9 de setembro e do artigo 11º da Norma Regulamentar nº 7/2010-R, de 4 de junho, examinámos as demonstrações financeiras anexas do Fundo de Pensões da Interbolsa (adiante igualmente designado por "Fundo"), as quais compreendem a Demonstração da posição financeira em 31 de dezembro de 2015, que evidencia um total do ativo de 4.715.839 euros e valor do Fundo de 4.710.710 euros, incluindo um resultado líquido de 436.802 euros, as Demonstrações de resultados e dos fluxos de caixa do exercício findo naquela data e os correspondentes Anexos.

Responsabilidades

2. É da responsabilidade do Conselho de Administração da CGD Pensões – Sociedade Gestora de Fundos de Pensões, S.A. (Sociedade Gestora) a preparação de demonstrações financeiras que apresentem de forma verdadeira e apropriada a posição financeira do Fundo, o resultado das suas operações e os seus fluxos de caixa, bem como a adoção de políticas e critérios contabilísticos adequados e a manutenção de um sistema de controlo interno apropriado. A nossa responsabilidade consiste em expressar uma opinião profissional e independente, baseada no nosso exame daquelas demonstrações financeiras.

Âmbito

3. O exame a que procedemos foi efetuado de acordo com as Normas Técnicas e as Diretrizes de Revisão/Auditoria da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas, as quais exigem que seja planeado e executado com o objetivo de obter um grau de segurança aceitável sobre se as demonstrações financeiras estão isentas de distorções materialmente relevantes. Este exame incluiu a verificação, numa base de amostragem, do suporte das quantias e informações divulgadas nas demonstrações financeiras e a avaliação das estimativas, baseadas em juízos e critérios definidos pelo Conselho de Administração da Sociedade Gestora, utilizadas na sua preparação. Este exame incluiu, igualmente, a apreciação sobre se são adequadas as políticas contabilísticas adotadas e a sua divulgação, tendo em conta as circunstâncias, a verificação da aplicabilidade do princípio da continuidade das operações e a apreciação sobre se é adequada, em termos globais, a apresentação das demonstrações financeiras. O nosso exame abrangeu também a verificação da concordância da informação financeira constante do Relatório de Gestão com as demonstrações financeiras. Entendemos que o exame efetuado proporciona uma base aceitável para a expressão da nossa opinião.

Opinião

4. Em nossa opinião, as demonstrações financeiras referidas no parágrafo 1 acima apresentam de forma verdadeira e apropriada, em todos os aspetos materialmente relevantes, a posição financeira do Fundo de Pensões da Interbolsa em 31 de dezembro de 2015, bem como o resultado das suas operações e os seus fluxos de caixa no exercício findo naquela data, em conformidade com os princípios contabilísticos geralmente aceites em Portugal para os Fundos de Pensões (Nota 2).

Ênfase

5. Em 31 de dezembro de 2015, o investimento do Fundo em depósitos a prazo domiciliados na Caixa Geral de Depósitos, S.A. ascendia a 330.234 euros (7,01% do Valor do Fundo), excedendo em 94.699 euros o limite de 5% definido na política de investimento do Fundo. De acordo com a Sociedade Gestora, esta situação resultou da contribuição realizada pelo Associado no final do ano, bem como de uma opção que tomou, tendo em consideração o facto de se encontrar em curso um processo de alteração do figurino de gestão e da política de investimentos do Fundo, que se estima esteja concluído até ao final do primeiro semestre do ano.

Relato sobre outros requisitos legais

6. É também nossa opinião que a informação financeira constante do Relatório de Gestão é concordante com as demonstrações financeiras do exercício de 2015.

Lisboa, 12 de abril de 2016



Deloitte & Associados, SROC S.A.
Representada por João Carlos Henriques Gomes Ferreira

FUNDO DE PENSÕES DA INTERBOLSA

DEMONSTRAÇÕES DA POSIÇÃO FINANCEIRA EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015 E 2014

(Montantes expressos em Euros)

ATIVO	Nota	2015	2014
Investimentos:			
Instrumentos de capital e unidades de participação	4	2.598.562	2.493.683
Títulos de dívida pública e de outros emissores públicos	4	52.338	51.915
Outros títulos de dívida	4	1.442.284	578.645
Numerário, depósitos em instituições de crédito e aplicações MMI	4	575.090	1.197.171
		<u>4.668.274</u>	<u>4.321.414</u>
Outros ativos:			
Devedores:			
Estado e outros entes públicos	5	2.469	1.368
Outras entidades	5	42.963	836
		<u>45.432</u>	<u>2.204</u>
Acréscimos e diferimentos	4	2.133	5.074
		<u>47.565</u>	<u>7.278</u>
Total do Ativo		<u>4.715.839</u>	<u>4.328.692</u>
PASSIVO E VALOR DO FUNDO	Notas	2015	2014
Credores:			
Entidade gestora	6	3.161	3.066
Estado e outros entes públicos	6	3	113
Depositário	6	236	164
Outras entidades	6	1.729	51.441
Total do Passivo		<u>5.129</u>	<u>54.784</u>
Valor do Fundo	3	<u>4.710.710</u>	<u>4.273.908</u>
Total do Passivo e do Valor do Fundo		<u>4.715.839</u>	<u>4.328.692</u>

O anexo faz parte integrante da demonstração da posição financeira em 31 de dezembro de 2015.

FUNDO DE PENSÕES DA INTERBOLSA

DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADOS PARA OS EXERCÍCIOS

FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015 E 2014

(Montantes expressos em Euros)

	Notas	2015	2014
Contribuições	3	310.000	382.730
Pensões, capitais e prémios únicos vencidos	8	(7.865)	(5.590)
Ganhos líquidos dos investimentos	7	110.943	77.816
Rendimentos líquidos dos investimentos	9	36.511	51.535
Outros rendimentos e ganhos	10	5	3
Outras despesas	11	(12.792)	(11.839)
Resultado líquido		<u>436.802</u>	<u>494.655</u>

O anexo faz parte integrante da demonstração de resultados
para o exercício findo em 31 de dezembro de 2015.



FUNDO DE PENSOES INTERBOLSA

DEMONSTRAÇÕES DOS FLUXOS DE CAIXA PARA OS EXERCÍCIOS

FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015 E 2014

(Montantes expressos em Euros)

	2015	2014
Fluxos de caixa das atividades operacionais		
Contribuições do Associado	310.000	382.730
Pensões, capitais e prémios únicos vencidos		
Pensões pagas	(7.879)	(5.579)
Remunerações		
Remunerações de gestão	(7.926)	(6.381)
Remunerações de depósito e guarda de títulos	(776)	(545)
Outros rendimentos e ganhos / (gastos) líquidos	(32.327)	(18.238)
Fluxos de caixa líquidos das atividades operacionais	261.092	351.987
Fluxos de caixa das atividades de investimento		
Recebimentos		
Alienação/reembolso dos investimentos	3.537.168	2.923.854
Rendimentos dos investimentos	37.460	55.520
Pagamentos		
Aquisição de investimentos	(3.666.020)	(3.298.911)
Comissões de transação e mediação	(1.363)	(1.416)
Outros gastos com investimentos	(61)	(1.739)
Fluxos de caixa líquidos das atividades de investimento	(92.816)	(322.692)
Variação de caixa e seus equivalentes	168.276	29.295
Efeitos de alterações na taxa de câmbio	150	36
Caixa no início do exercício	76.664	47.333
Caixa no fim do exercício	245.090	76.664

O anexo faz parte integrante da demonstração dos fluxos de caixa para o exercício findo em 31 de dezembro de 2015.



FUNDO DE PENSÕES DA INTERBOLSA

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015
(Montantes expressos em Euros)

1. NOTA INTRODUTÓRIA

O Fundo de Pensões da Interbolsa (adiante igualmente designado por “Fundo”) foi constituído em 27 de dezembro de 2001. A Interbolsa – Sociedade Gestora de Sistemas de Liquidação e de Sistemas Centralizados de Valores Mobiliários, S.A. (Interbolsa ou Associado) é o seu único Associado.

A CGD Pensões - Sociedade Gestora de Fundos de Pensões, S.A. (Sociedade Gestora) é a entidade que assegura a gestão financeira, técnico - atuarial e administrativa do Fundo, sendo as funções de banco depositário exercidas pela Caixa Geral de Depósitos, S.A. (CGD).

São Participantes do Fundo os empregados da Interbolsa que se encontravam na situação de efetivos à data de constituição do Fundo ou que, até à extinção deste, venham a encontrar-se nessa situação, bem como os ex-empregados que, embora não se enquadrando nas condições previstas anteriormente, tenham completado mais de cinco anos ao serviço da Interbolsa após a data de constituição do Fundo. São Beneficiários do Fundo as pessoas singulares com direito aos benefícios estabelecidos no plano de pensões, tenham ou não sido Participantes.

O Fundo tem como objetivo garantir o pagamento de pensões de reforma por velhice ou invalidez e de sobrevivência, de acordo com o plano de pensões definido.

2. BASES DE APRESENTAÇÃO E PRINCIPAIS CRITÉRIOS VALORIMÉTRICOS

As demonstrações financeiras foram preparadas a partir dos livros e registos contabilísticos do Fundo, mantidos de acordo com o estabelecido pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões na Norma Regulamentar nº 7/2010 - R, de 4 de Junho.

Os principais critérios valorimétricos utilizados na preparação das demonstrações financeiras foram os seguintes:

a) Especialização de exercícios

Os proveitos e custos são reconhecidos na demonstração de resultados do exercício em que se vencem, independentemente do momento do seu recebimento ou pagamento, com exceção das contribuições do Associado, as quais são reconhecidas como proveitos quando recebidas.

b) Carteira de títulos

Os títulos em carteira são avaliados ao seu valor de mercado, ou presumível de mercado, de acordo com as seguintes regras:

- i) Os valores mobiliários admitidos à negociação numa bolsa de valores ou transacionados num mercado regulamentado e com transações efetuadas nos últimos 15 dias são valorizados à cotação de fecho, se a sessão tiver encerrado antes das 17 horas de Lisboa, ou à cotação verificada nessa hora se a sessão se encontrar em funcionamento e tiver decorrido mais de metade da sessão. As cotações são fornecidas pelas entidades gestoras do mercado onde os valores se encontram admitidos à cotação e captadas através da *Bloomberg*;
- ii) Se os valores mobiliários forem cotados em mais de uma bolsa, é considerado o preço praticado no mercado que apresenta maior liquidez, frequência e regularidade de transações;



FUNDO DE PENSÕES DA INTERBOLSA

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015 (Montantes expressos em Euros)

- iii) Para efeitos da valorização dos valores mobiliários cotados sem transações nos últimos 15 dias e para os não cotados, a Sociedade Gestora utiliza o "bid" do contribuidor "CBBT" divulgado pela *Bloomberg*. Na impossibilidade da sua obtenção, é utilizada a média dos preços de compra veiculados pela *Bloomberg* para uma pool de contribuidores pré-definida pela Sociedade Gestora;
- iv) Quando não existem preços de referência disponíveis como resultado da aplicação da metodologia referida na alínea anterior, a Sociedade Gestora recorre a outros contribuidores externos, privilegiando os que estejam relacionados com a emissão do produto, ou seja, aquele contribuidor que tenha sido líder da emissão no mercado primário ou tenha participado na colocação da emissão. Caso não esteja disponível nenhum contribuidor com estas características, é usado o preço fornecido pela entidade estruturadora do produto;
- v) Caso não seja possível aplicar o mencionado acima, a Sociedade Gestora recorre a modelos de avaliação, elaborados por uma entidade independente e especializada (*InterMoney Valores S.V. S.A. Sucursal em Portugal*). Os principais pressupostos utilizados em tais modelos de avaliação contemplam, entre outros: (i) o *spread* de crédito do emitente ou dos ativos subjacentes ao título, tendo em consideração a probabilidade de incumprimento dos mesmos; (ii) a taxa de recuperação, em caso de incumprimento, do emitente ou da carteira de ativos subjacente a tais títulos; (iii) o volume e datas estimadas de reembolsos antecipados; e (iv) no caso de produtos estruturados, a correlação entre os vários ativos subjacentes aos títulos. Para efeitos de valorização das variáveis acima referidas, são utilizados, essencialmente, instrumentos financeiros semelhantes para se apurar o *spread* de crédito do emitente (nomeadamente *Credit Default Swaps*) e as taxas de recuperação e de correlação históricas para produtos similares;
- vi) Os valores mobiliários em processo de admissão a um mercado regulamentado são valorizados tendo por base os preços de mercado de valores mobiliários dessa espécie, emitidos pela mesma entidade e admitidos à cotação, introduzindo-se um desconto que reflita as características de fungibilidade, frequência e liquidez entre as emissões; e
- vii) As unidades de participação são valorizadas ao último valor conhecido e divulgado pela respetiva entidade gestora ou, se aplicável, ao último preço do mercado onde se encontrarem admitidas à negociação. O critério adotado tem em conta o preço considerado mais representativo, em função, designadamente, da quantidade, frequência e regularidade das transações.

Os depósitos bancários são avaliados ao seu valor nominal, procedendo-se ao reconhecimento diário do juro.

As mais e menos - valias potenciais resultantes da avaliação de aplicações são refletidas na demonstração de resultados, na rubrica "Ganhos líquidos dos investimentos" (Nota 7), correspondendo à evolução do valor dos títulos durante o exercício ou após a data de aquisição, no caso de títulos adquiridos no ano. O valor de balanço dos títulos que transita para o exercício seguinte corresponde ao custo de aquisição corrigido pelas mais e menos - valias potenciais geradas após a sua aquisição.

As mais e menos - valias realizadas resultantes da alienação/reembolso de aplicações são determinadas face ao valor de balanço dos títulos no início do ano ou face ao custo de aquisição, no caso de terem sido adquiridos durante o exercício, sendo igualmente relevadas na rubrica "Ganhos líquidos dos investimentos", da demonstração de resultados (Nota 7).

FUNDO DE PENSÕES DA INTERBOLSA

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015 (Montantes expressos em Euros)

c) Comissão de gestão

Esta comissão corresponde à remuneração da Sociedade Gestora pela sua atividade de gestão do património do Fundo. Nos termos do Contrato de Gestão do Fundo, esta comissão é calculada da seguinte forma:

- Gestão técnica e administrativa

Comissão de 0,3% sobre cada contribuição efetuada pelo Associado para o Fundo.

- Gestão financeira

Comissão trimestral de 0,05% sobre o valor de mercado dos ativos do Fundo no final de cada trimestre, com exceção das unidades de participação de fundos de investimento geridos por empresas do Grupo Caixa Geral de Depósitos, deduzida de 250 euros. Para efeitos do cálculo desta comissão, o valor de mercado dos ativos do Fundo foi equiparado ao valor do Fundo.

As comissões de gestão são registadas na rubrica "Outras despesas", da demonstração de resultados (Nota 11).

d) Comissão de depósito

Esta comissão corresponde à remuneração da CGD pelo exercício das funções de depositário dos valores mobiliários e de outros documentos representativos dos ativos que integram a carteira do Fundo. A comissão é calculada através da aplicação de uma taxa anual de 0,025% sobre o valor de mercado dos ativos mobiliários do Fundo no final de cada trimestre, com exceção das unidades de participação de fundos de investimento geridos por empresas do Grupo Caixa Geral de Depósitos, sendo paga trimestral e postecipadamente.

Esta comissão é registada na rubrica "Outras despesas", da demonstração de resultados (Nota 11).

e) Contribuições

As contribuições efetuadas pelo Associado a favor do Fundo são registadas como proveitos quando recebidas, concorrendo para a formação do resultado do exercício.

f) Conversão de saldos em divisas

Os ativos expressos em moeda estrangeira são convertidos para euros às taxas de câmbio em vigor à data do balanço. As diferenças líquidas originadas pela atualização cambial são refletidas na demonstração de resultados na rubrica "Ganhos líquidos dos investimentos" (Nota 7).

FUNDO DE PENSÕES DA INTERBOLSA

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015
(Montantes expressos em Euros)

g) Impostos

De acordo com o disposto nos artigos 16º e 49º do Estatuto dos Benefícios Fiscais, os fundos de pensões e equiparáveis, constituídos de acordo com a legislação nacional, estão isentos de Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas, sendo reduzidas para metade as taxas de Imposto Municipal sobre Imóveis e de Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis. Até 31 de dezembro de 2013, beneficiavam de isenção total de Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis e de Imposto Municipal sobre Imóveis. A isenção de IRC não abrange os dividendos de ações Portuguesas que não tenham permanecido em carteira por um período superior a 1 ano. Por outro lado, os fundos de pensões são ainda eventualmente sujeitos a tributação no estrangeiro relativamente aos rendimentos aí obtidos.

A retenção na fonte de imposto sobre rendimentos de títulos estrangeiros é registada na rubrica de "Outras despesas - Impostos" da demonstração de resultados (Nota 11).

O Fundo suporta uma taxa que incide sobre as contribuições efetuadas pelo Associado a favor do Fundo e que é paga à Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões. Em 2015 e 2014, a taxa para a Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões correspondeu à aplicação de uma percentagem de 0,048% sobre o valor das contribuições (Nota 11).

h) Operações com contratos de "Futuros"

As posições abertas em contratos de futuros realizados em mercados organizados são refletidas em rubricas extrapatrimoniais. Estas operações são valorizadas diariamente, com base nas cotações de mercado, sendo os lucros e prejuízos realizados, reconhecidos como proveito ou custo na rubrica de "Ganhos líquidos dos investimentos" (Nota 7) por contrapartida da rubrica "Devedores – Outras entidades - Devedores por operações sobre futuros" (Nota 5). Até 31 de dezembro de 2014, os lucros e prejuízos realizados, eram reconhecidos como proveito ou custo na rubrica referida por contrapartida da rubrica "Numerário, depósitos em instituições de crédito e aplicações MMI – Ajustes – produtos derivados" (Nota 4).

3. VALOR DO FUNDO

O Fundo de Pensões da Interbolsa foi constituído em 27 de dezembro de 2001, através da entrega em numerário de 498.798 euros, correspondendo este montante à contribuição inicial.

FUNDO DE PENSÕES DA INTERBOLSA

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015 (Montantes expressos em Euros)

Os movimentos ocorridos no valor do Fundo durante os exercícios de 2014 e 2015, podem ser detalhados da seguinte forma:

Saldo em 31 de dezembro de 2013	3.779.252
---------------------------------	-----------

Resultado líquido:

Contribuições	382.730
Mais-valias potenciais, líquidas de menos-valias (Nota 7)	56.147
Mais-valias realizadas, líquidas de menos-valias (Nota 7)	18.658
Ganhos resultantes de operações com derivados (Nota 7)	2.450
Pensões (Nota 8)	(5.590)
Rendimentos líquidos dos investimentos (Nota 9)	51.535
Ganhos líquidos cambiais (Nota 7)	561
Outros rendimentos e ganhos (Nota 10)	3
Comissões (Nota 11)	(10.169)
Impostos (Nota 11)	(1.485)
Taxa sobre contribuições (Nota 11)	(184)
Outras despesas (Nota 11)	(1)

494.655

Outros	1
--------	---

Saldo em 31 de dezembro de 2014	4.273.908
---------------------------------	-----------

Resultado líquido:

Contribuições	310.000
Mais-valias potenciais, líquidas de menos-valias (Nota 7)	76.097
Mais-valias realizadas, líquidas de menos-valias (Nota 7)	43.058
Perdas resultantes de operações com derivados (Nota 7)	(9.761)
Pensões (Nota 8)	(7.865)
Rendimentos líquidos dos investimentos (Nota 9)	36.511
Ganhos líquidos cambiais (Nota 7)	1.549
Outros rendimentos e ganhos (Nota 10)	5
Comissões (Nota 11)	(10.299)
Impostos (Nota 11)	(2.344)
Taxa sobre contribuições (Nota 11)	(149)

436.802

Saldo em 31 de dezembro de 2015	4.710.710
---------------------------------	-----------

Em 2015 e 2014 as contribuições do Associado foram recebidas em 28 de dezembro de 2015 e 31 de dezembro de 2014, respetivamente.

FUNDO DE PENSÕES DA INTERBOLSA

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015
(Montantes expressos em Euros)

4. INVESTIMENTOS

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, a rubrica de investimentos decompõe-se como segue:

	2015				2014
	Valor inicial	Mais/ /(menos) - -valias (Nota 7)	Valor de balanço	Juros corridos	Valor de balanço
Instrumentos de capital e unidades de participação					
Ações	382.988	28.301	411.289	-	331.797
	-----	-----	-----	---	-----
Unidades de participação em fundos de investimento					
Mobiliário	2.024.881	50.973	2.075.854	-	2.054.581
Imobiliário	104.797	6.622	111.419	-	107.305
	-----	-----	-----	---	-----
	2.129.678	57.595	2.187.273	-	2.161.886
	-----	-----	-----	---	-----
	2.512.666	85.896	2.598.562	-	2.493.683
	=====	=====	=====	==	=====
Títulos de dívida pública					
Obrigações					
Obrigações de dívida pública					
Taxa variável	51.915	423	52.338	150	51.915
	=====	=====	=====	==	=====
Outros títulos de dívida					
Obrigações diversas					
Taxa variável	1.452.506	(10.222)	1.442.284	1.749	578.645
	=====	=====	=====	=====	=====

O valor inicial dos títulos corresponde ao seu custo de aquisição, no caso de terem sido comprados ao longo do ano de 2015, ou ao seu valor de balanço em 31 de dezembro de 2014, no que se refere aos títulos adquiridos em exercícios anteriores.

O detalhe da carteira de títulos do Fundo em 31 de dezembro de 2015 é apresentado no Anexo I.

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, os títulos de dívida venciam juros às seguintes taxas médias anuais, calculadas com base no respetivo valor nominal:

	2015	2014
Obrigações de dívida pública	1,80%	1,99%
Obrigações diversas	0,61%	1,33%

FUNDO DE PENSÕES DA INTERBOLSA

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015 (Montantes expressos em Euros)

Justo valor

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, a forma de apuramento do justo valor dos instrumentos financeiros valorizados ao justo valor pode ser resumida como segue:

	2015			
	Técnicas de valorização			
Nível 1	Nível 2	Nível 3		
	Inputs			
Cotações de mercado	observáveis de mercado	Técnicas de valorização		Total
Instrumentos de capital e unidades de participação	2.487.143	-	111.419	2.598.562
Títulos de dívida pública e de outros emissores públicos	-	52.338	-	52.338
Outros títulos de dívida	1.392.634	49.650	-	1.442.284
	<u>3.879.777</u>	<u>101.988</u>	<u>111.419</u>	<u>4.093.184</u>
	2014			
	Técnicas de valorização			
Nível 1	Nível 2	Nível 3		
	Inputs			
Cotações de mercado	observáveis de mercado	Técnicas de valorização		Total
Instrumentos de capital e unidades de participação	2.386.378	-	107.305	2.493.683
Títulos de dívida pública e de outros emissores públicos	51.915	-	-	51.915
Outros títulos de dívida	498.647	79.998	-	578.645
	<u>2.936.940</u>	<u>79.998</u>	<u>107.305</u>	<u>3.124.243</u>

Na preparação dos quadros acima foram utilizados os seguintes critérios:

- **Nível 1 - Cotações de mercado** – nesta coluna foram incluídos os instrumentos financeiros valorizados com base em cotações de mercados ativos e transações, incluindo o contribuidor “CBBT” da *Bloomberg*;
- **Nível 2 - Técnicas de valorização – inputs observáveis de mercado** – nesta coluna foram incluídos os instrumentos financeiros valorizados com base em “bids” indicativos fornecidos por contrapartes externas disponíveis na *Bloomberg*;
- **Nível 3 - Outras técnicas de valorização** – esta coluna inclui os instrumentos financeiros valorizados com base em modelos de avaliação elaborados pela *Intermoney Valores S.V.S.A.* Sucursal Portugal, ou preços fornecidos por entidades estruturadoras dos produtos. Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, esta coluna inclui igualmente as unidades de participação em fundos de investimento imobiliário fechados ou com reduzida liquidez.

FUNDO DE PENSÕES DA INTERBOLSA

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015
(Montantes expressos em Euros)

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, a rubrica de "Numerário, depósitos em instituições de crédito e aplicações MMI" apresenta o seguinte detalhe:

	2015		2014	
	<u>Valor</u> <u>Nominal</u>	<u>Juro</u> <u>decorrido</u>	<u>Valor</u> <u>Nominal</u>	<u>Juro</u> <u>decorrido</u>
Depósitos à ordem em Euros	244.007	-	74.719	2
Depósitos à ordem em moeda estrangeira	1.083	-	1.945	-
	-----	---	-----	---
Total de depósitos à ordem	245.090	-	76.664	2
	-----	---	-----	---
Ajustes – produtos derivados em Euros	-	-	15.796	-
Ajustes – produtos derivados em moeda estrangeira	-	-	4.586	-
	---	---	-----	---
Total de ajustes – produtos derivados	-	-	20.382	-
	---	---	-----	---
Depósitos a prazo em Euros	330.000	234	1.100.125	3.575
	-----	-----	-----	-----
Depósitos em instituições de crédito	575.090	234	1.197.171	3.577
	=====	===	=====	=====

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, os depósitos à ordem em Euros encontravam-se domiciliados na CGD. Em 31 de dezembro de 2015, estes depósitos não eram remunerados, e em 31 de dezembro de 2014 eram remunerados à taxa Euribor a 1 mês deduzida de 0,2%.

Nas mesmas datas, os depósitos a prazo encontravam-se domiciliados na CGD e venciam juros às taxas médias anuais de 0,48% e 0,99%, respetivamente.

Em 31 de dezembro de 2015, o investimento do Fundo em depósitos a prazo domiciliados na Caixa Geral de Depósitos, S.A. ascendia a 330.234 euros (7,01% do Valor do Fundo), excedendo em 94.699 euros o limite de 5% definido na política de investimento do Fundo. De acordo com o Conselho de Administração da Sociedade Gestora, esta situação resultou da contribuição realizada pelo Associado no final do ano, bem como de uma opção que tomou, tendo em consideração o facto de se encontrar em curso um processo de alteração do figurino de gestão e da política de investimentos do Fundo, que se estima esteja concluído até ao final do primeiro semestre do ano.

Em 31 de dezembro de 2014, a liquidez do Fundo ascendia em 1.240.874 euros (29,03% do valor do Fundo), 9,03% acima do limite referencial definido pela política de investimento do Fundo. Esta situação resultou parcialmente da contribuição extraordinária realizada pelo Associado no final do ano.

FUNDO DE PENSÕES DA INTERBOLSA

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015
(Montantes expressos em Euros)

5. DEVEDORES

Esta rubrica apresenta a seguinte composição:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Estado e outros entes públicos	2.469	1.368
	-----	-----
Outras entidades:		
· Devedores por operações sobre futuros:		
· Ajustes – produtos derivados em Euros	36.163	-
· Ajustes – produtos derivados em moeda estrangeira	6.069	-
	-----	----
	42.232	-
· Operações pendentes de liquidação	62	816
· Outros	669	20
	-----	-----
	42.963	836
	-----	-----
	45.432	2.204
	=====	=====

Em 31 de dezembro de 2015, o saldo da rubrica “Outras entidades – Operações pendentes de liquidação” refere-se a operações de venda de títulos efetuadas nos últimos dias do ano, cuja liquidação financeira ocorreu nos primeiros dias de 2016.

6. CREDORES

Esta rubrica apresenta a seguinte composição:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Entidade gestora:		
· Comissão de gestão financeira	2.231	1.918
· Comissão de gestão técnica e administrativa	930	1.148
	-----	-----
	3.161	3.066
	-----	-----
Estado e outros entes públicos	3	113
	--	----
Depositário - Comissão de depósito	236	164
	-----	-----
Outras entidades:		
· Operações pendentes de liquidação	1.505	50.820
· Taxa sobre contribuições	149	184
· Outros	75	437
	-----	-----
	1.729	51.441
	-----	-----
	5.129	54.784
	=====	=====

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, o saldo da rubrica “Outras entidades – Operações pendentes de liquidação” refere-se a operações de compra de títulos efetuadas nos últimos dias do ano, cuja liquidação financeira ocorreu nos primeiros dias de 2016 e 2015, respetivamente.

FUNDO DE PENSÕES DA INTERBOLSA

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015
(Montantes expressos em Euros)

7. GANHOS LÍQUIDOS DOS INVESTIMENTOS

Estas rubricas têm a seguinte composição por categoria de títulos:

Designação	2015						
	Mais-valias potenciais	Menos-valias potenciais	Valias potenciais líquidas	Mais-valias realizadas	Menos-valias realizadas	Valias realizadas líquidas	Ganhos Líquidos
Ações	42.321	(14.020)	28.301	37.993	(11.645)	26.348	54.649
Unidades de participação em fundos de investimento mobiliário	54.045	(3.072)	50.973	14.544	(768)	13.776	64.749
Unidades de participação em fundos de investimento imobiliário	6.831	(209)	6.622	-	(36)	(36)	6.586
Obrigações de dívida pública	423	-	423	-	-	-	423
Obrigações diversas	553	(10.775)	(10.222)	3.093	(123)	2.970	(7.252)
	104.173	(28.076)	76.097	55.630	(12.572)	43.058	119.155
Derivados	-	-	-	111.597	(121.358)	(9.761)	(9.761)
Ganhos líquidos cambiais	-	-	-	-	-	-	1.549
	104.173	(28.076)	76.097	167.227	(133.930)	33.297	110.943

Designação	2014						
	Mais-valias potenciais	Menos-valias potenciais	Valias potenciais líquidas	Mais-valias realizadas	Menos-valias realizadas	Valias realizadas líquidas	Ganhos Líquidos
Ações	14.841	(53.921)	(39.080)	27.849	(29.205)	(1.356)	(40.436)
Unidades de participação em fundos de investimento mobiliário	102.369	(2.883)	99.486	17.899	(630)	17.269	116.755
Unidades de participação em fundos de investimento imobiliário	887	(6.822)	(5.935)	-	-	-	(5.935)
Obrigações de dívida pública	-	(265)	(265)	961	-	961	696
Obrigações diversas	3.696	(1.755)	1.941	1.784	-	1.784	3.725
	121.793	(65.646)	56.147	48.493	(29.835)	18.658	74.805
Derivados	-	-	-	54.048	(51.598)	2.450	2.450
Ganhos líquidos cambiais	-	-	-	-	-	-	561
	121.793	(65.646)	56.147	102.541	(81.433)	21.108	77.816

8. PENSÕES

Esta rubrica apresenta a seguinte composição:

	2015	2014
Pensões processadas:		
Por sobrevivência	5.590	5.590
Por invalidez	2.275	-
	7.865	5.590
	=====	=====

9. RENDIMENTOS LÍQUIDOS DOS INVESTIMENTOS

Esta rubrica apresenta a seguinte composição por natureza de rendimento:

	2015	2014
Dividendos de ações	14.729	8.947
Juros de obrigações	10.666	9.353
Juros de depósitos em instituições de crédito	7.010	24.905
Rendimentos de fundos de investimento	4.106	8.330
	36.511	51.535
	=====	=====

FUNDO DE PENSÕES DA INTERBOLSA

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015
(Montantes expressos em Euros)

10. OUTROS RENDIMENTOS E GANHOS

Esta rubrica apresenta a seguinte composição:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Outros	5	3
	==	==

11. OUTRAS DESPESAS

Esta rubrica tem a seguinte composição:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Comissão de gestão financeira	7.091	5.780
Comissão de mediação	1.431	2.662
Comissão de gestão técnica e administrativa	930	1.148
Comissão de depósito	848	579
	-----	-----
	10.299	10.169
	-----	-----
Impostos	2.344	1.485
Taxa sobre contribuições (Nota 2. g))	149	184
Outros	-	1
	-----	-----
	12.792	11.839
	=====	=====

A comissão de mediação refere-se a despesas incorridas com as transações de títulos, nomeadamente, taxas de bolsa e comissões de corretagem.

12. OPERAÇÕES COM DERIVADOS

Em 31 de dezembro de 2015, o Fundo detinha em aberto os seguintes contratos de futuros:

<u>Tipo de Contrato</u>	<u>N.º de posições em aberto</u>	<u>Compra/ (Venda)</u>	<u>Valor de mercado</u>	<u>Valor nocional</u>	<u>Exposição</u>
<u>Futuros de cotações:</u>					
VGH6-EUR EUX03/2016	5	Compra	3.282,00	10 (*)	164.100
ESH6 S&P500 MAR/2016	1	Venda	1.889,85	50 (**)	(94.493)

					69.607
					=====

(*) O valor nocional corresponde a um *contract size* de 10 euros com um *tick size* de 1.

(**) O valor nocional corresponde a um *contract size* de 50 Dólares Norte Americanos com um *tick size* de 0,25.

FUNDO DE PENSÕES DA INTERBOLSA

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015 (Montantes expressos em Euros)

Em 31 de dezembro de 2014, o Fundo detinha em aberto os seguintes contratos de futuros:

<u>Tipo de Contrato</u>	<u>N.º de posições em aberto</u>	<u>Compra/ (Venda)</u>	<u>Valor de mercado</u>	<u>Valor nocional</u>	<u>Exposição</u>
<u>Futuros de cotações:</u>					
VGH5-EUR EUX03/2015	2	Compra	3.133,00	10 (*)	62.660
<u>Futuros de taxa de juro:</u>					
FVH5-USD CBT 03/15	2	Venda	98,20	1.000 (**)	(196.403)
TUH5-USD CBT 03/15	1	Venda	90,31	2.000 (***)	(180.626)
					(377.029)
					(314.369)

(*) O valor nocional corresponde a um *contract size* de 10 euros com um *tick size* de 1.

(**) O valor nocional corresponde a um *contract size* de 1.000 Dólares Norte Americanos com um *tick size* de 0,0078125.

(***) O valor nocional corresponde a um *contract size* de 2.000 Dólares Norte Americanos com um *tick size* de 0,0078125.

Nos exercícios de 2015 e 2014, o Fundo registou perdas líquidas e ganhos líquidos com contratos de futuros de 9.761 euros e 2.450 euros, respetivamente. (Nota 7).

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, o valor de balanço da conta margem decompunha-se como segue (Notas 5 e 4):

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Conta margem de variação	21.978	13.815
Conta margem inicial	20.254	6.567
	-----	-----
	42.232	20.382
	=====	=====

13. DIVULGAÇÕES RELATIVAS A INSTRUMENTOS FINANCEIROS

A Norma 8/2009-R de 4 de Junho do ISP veio regulamentar os "Mecanismos de Governação no âmbito dos fundos de pensões no que respeita à gestão de riscos e controlo interno". Assim, a CGD Pensões, no âmbito da sua função de gestão concluiu, no último trimestre de 2012, o trabalho conjunto com a Direção de Gestão de Risco (DGR) ao nível da avaliação e monitorização das medidas definidas pela medição dos seguintes riscos:

- Risco de mercado;
- Risco de crédito;
- Risco de concentração;
- Risco de liquidez;

FUNDO DE PENSÕES DA INTERBOLSA

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015 (Montantes expressos em Euros)

- 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.

Ao nível da Caixa Gestão de Activos houve necessidade de rever a política de gestão de risco, decorrente da transposição da diretiva dos investimentos alternativos. Nesse sentido, conforme deliberação da Comissão Executiva de 21 de dezembro de 2015 foi criada uma Função Transversal de Supervisão e Gestão de Risco.

O risco operacional é tratado e monitorizado no âmbito do processo ROCI da 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 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 foi subcontratada à CGD, mediante celebração de contrato específico sendo assegurada pela respetiva Direção da CGD.

Quanto aos riscos específicos do plano de pensões, bem como o risco de mercado, nos casos dos planos de pensões de benefício definido, são calculados e monitorizados pelo respetivo atuário responsável.

As regras de gestão de acordo com a política de investimento sujeitam a carteira a restrições em termos da sua composição, quanto aos ativos e aos níveis de risco. Os limites de risco são definidos tanto para exposição de crédito (concentração por nome, setor, *rating* e país), como de mercado (nível máximo de risco total, por fator de risco e por prazo), como de liquidez (número de cotações mínimas exigido, limite da percentagem máxima autorizada em carteira de cada emissão, composição da carteira de ações em função da sua inclusão em índices autorizados). São produzidas análises mensais e de controlo para monitorização destes limites.

Apresenta-se de seguida um conjunto de informação quantitativa relativa aos principais riscos a que o Fundo se encontra exposto:

Risco de crédito

Exposição máxima a risco de crédito

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, a exposição do Fundo a risco de crédito de títulos de dívida apresenta a seguinte decomposição (inclui juros corridos):

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Dívida privada	1.444.033	579.976
Dívida pública	52.488	52.081
	-----	-----
	1.496.521	632.057
	=====	=====

Qualidade de crédito dos depósitos em instituições de crédito

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, os depósitos a prazo e à ordem encontravam-se integralmente domiciliados na Caixa Geral de Depósitos, S.A. (Nota 4), cujo *rating* a longo prazo pela *Standard & Poor's* nessas datas era de "BB -" com *outlook* positivo e "BB -", respetivamente.

FUNDO DE PENSÕES DA INTERBOLSA

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015 (Montantes expressos em Euros)

Qualidade de crédito de títulos de dívida

O quadro seguinte apresenta a desagregação dos títulos de dívida em carteira em 31 de dezembro de 2015 e 2014, de acordo com a designação da *Standard & Poor's*, mas considerando a mais baixa notação de *rating* atribuída pelas três principais agências de *rating* internacionais:

	2015	2014
"AA -" a "AAA"	199.263	-
"A -" a "A +"	728.162	179.528
"BBB -" a "BBB +"	569.096	422.449
"BB -" a "BB +"	-	30.080
	-----	-----
	1.496.521	632.057
	=====	=====

De acordo com a política de investimento do Fundo, as obrigações adquiridas deverão ter um *rating* mínimo de *Investment Grade* ou equivalente, podendo a Sociedade Gestora optar pela sua manutenção em carteira em caso de *downgrade* após a data da sua aquisição.

Independentemente do respetivo *rating*, o Fundo poderá ainda investir em títulos representativos de dívida de emitentes portugueses, quer sejam entidades públicas ou privadas, entendendo-se por emitentes portugueses as empresas ou instituições com sede em território nacional. O investimento (inicial ou reforço) num destes ativos não deverá, contudo, originar, na data da respetiva aquisição, uma exposição de mais de 7,5% do valor global da carteira do Fundo a títulos que não respeitem o *rating* mínimo de *Investment Grade* ou equivalente.

Grau de concentração

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, o grau de concentração por setor, país e entidade em função do valor líquido global do Fundo, apresenta o seguinte detalhe:

2015					
Setor	%	País	%	Entidade	%
Fundos mobiliários	44,1%	Unidades de participação	46,4%	Caixa Geral de Depósitos (*)	19,6%
Bancário	12,7%	Portugal	16,6%	Morgan Stanley Investments	8,0%
Depósitos em instituições de crédito	12,2%	Estados Unidos	7,4%	AXA S.A.	6,6%
<i>Automobiles & Components</i>	6,5%	Itália	5,3%	Petercam Asset Management	4,8%
Setor financeiro	5,5%	Holanda	4,4%	Robeco Capital G. Funds	4,8%
Outros setores	19,0%	Outros países	19,8%	Outras entidades	56,3%
	<u>100,0%</u>		<u>100,0%</u>		<u>100,0%</u>

2014					
Setor	%	País	%	Entidade	%
Fundos mobiliários	48,1%	Unidades de participação	50,6%	Caixa Geral de Depósitos (*)	40,3%
Depósitos em instituições de crédito	28,1%	Portugal	32,1%	AXA, S.A.	9,8%
Setor financeiro	5,3%	Itália	5,9%	Petercam Asset Management	7,5%
Bancário	5,0%	Estados Unidos	3,5%	Robeco Capital G. Funds	5,0%
<i>Utilities</i>	2,9%	Alemanha	2,1%	Schroders PLC	3,7%
Outros setores	10,6%	Outros países	5,7%	Outras entidades	33,7%
	<u>100,0%</u>		<u>100,0%</u>		<u>100,0%</u>

(*) Inclui fundos de investimento geridos pelo Grupo Caixa Geral de Depósitos.

FUNDO DE PENSÕES DA INTERBOLSA

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015 (Montantes expressos em Euros)

Risco de mercado

As carteiras dos fundos de pensões estão sujeitas ao risco de mercado que resulta de alterações nos preços dos ativos e instrumentos financeiros derivados. Como forma de quantificar esse risco a CGD Pensões calcula o *VaR* das carteiras. Assim, na estimativa da perda potencial máxima a que o património do Fundo de Pensões está sujeito, a Sociedade Gestora tem em conta (i) a exposição de cada ativo e cada instrumento financeiro derivado medida de acordo com a sua natureza, (ii) alterações da volatilidade dos mercados, considerando observações representativas de 1 ano; (iii) detenção da carteira do fundo de pensões por um período de 30 dias e (iv) um intervalo de confiança de 95%.

A Sociedade Gestora quantifica ainda o acréscimo da perda potencial máxima decorrente da utilização de instrumentos financeiros derivados com vista a monitorizar o limite imposto no n.º 1 do artigo 9.º da Norma Regulamentar do ISP n.º 9/2007-R, de 28 de Junho, do ISP.

Em 31 de dezembro de 2014, na sequência das alterações ocorridas em março de 2013 à funcionalidade *VaR* da *Bloomberg*, a DGR utilizou a metodologia Kvar do Kondor para calcular o *VaR* da carteira de títulos. Em 31 de dezembro de 2015, na sequência da revisão da política de gestão de risco, decorrente da transposição dos investimentos alternativos, levada a cabo pela Caixa Gestão de Activos, o cálculo do *VaR* foi efetuado na *Bloomberg*.

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, o *VaR* da carteira de títulos sem derivados ascende a 89.530 euros (1,90% do valor do Fundo) e 35.148 euros (0,82% do valor do Fundo), respetivamente.

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, o *VaR* da carteira de títulos com derivados ascende a 98.350 euros (2,09% do valor do Fundo) e 38.037 euros (0,89% do valor do Fundo), respetivamente.

Risco cambial

Decomposição de instrumentos financeiros por moeda

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, os investimentos financeiros apresentam a seguinte composição por moeda:

2015								
	Euros	Dólares Americanos	Libras Esterlinas	Francos Suíços	Coroa Dinamarquesa	Coroa Sueca	Coroa Norueguesa	Total
Ativo								
Instrumentos de capital e unidades de participação	2.582.564	-	9.684	1.596	2.889	-	1.829	2.598.562
Títulos de dívida pública e de outros emissores públicos	52.338	-	-	-	-	-	-	52.338
Outros títulos de dívida	1.442.284	-	-	-	-	-	-	1.442.284
Depósitos em instituições de crédito e aplicações MMI	574.007	493	270	115	36	88	81	575.090
	4.651.193	493	9.954	1.711	2.925	88	1.910	4.668.274
2014								
	Euros	Dólares Americanos	Libras Esterlinas	Francos Suíços	Coroa Dinamarquesa	Coroa Sueca	Coroa Norueguesa	Total
Ativo								
Instrumentos de capital e unidades de participação	2.476.595	-	5.796	3.601	3.095	1.271	3.325	2.493.683
Títulos de dívida pública e de outros emissores públicos	51.915	-	-	-	-	-	-	51.915
Outros títulos de dívida	578.645	-	-	-	-	-	-	578.645
Depósitos em instituições de crédito e aplicações MMI	1.190.640	5.028	719	594	97	34	59	1.197.171
	4.297.795	5.028	6.515	4.195	3.192	1.305	3.384	4.321.414

FUNDO DE PENSÕES DA INTERBOLSA

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015 (Montantes expressos em Euros)

Risco de taxa de juro

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, o valor de mercado dos títulos de dívida em carteira (inclui juros corridos) classificados por tipo de cupão era como segue:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Taxa variável	1.496.521 =====	632.057 =====

Risco de liquidez

O risco de liquidez corresponde ao risco do Fundo ter dificuldades em cumprir os seus compromissos, nomeadamente o pagamento das pensões e das comissões. O risco de liquidez pode ser refletido, por exemplo, na incapacidade do Fundo alienar um ativo financeiro de uma forma célere a um valor próximo do seu justo valor.

Desta forma, a gestão da carteira do Fundo tem sempre subjacente o grau de liquidez dos ativos integrantes da mesma, bem como as necessidades de "cash" ao longo do ano.

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, os títulos de dívida em carteira (incluindo juros corridos) totalizam 1.496.521 euros e 632.057 euros, respetivamente, e têm as seguintes maturidades:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Até 1 ano	6,05%	4,76%
Entre 1 e 3 anos	47,32%	54,60%
Entre 3 e 5 anos	46,63%	40,64%
	-----	-----
	100,00%	100,00%
	=====	=====

Análise de sensibilidade

A análise de sensibilidade a alterações no valor de mercado da carteira de títulos foi efetuada através da realização de testes de esforço (*stress tests*), de forma a determinar o potencial impacto no valor do Fundo em 31 de dezembro de 2015 e 2014 da combinação de cenários simples de preço e taxa de juro, nomeadamente:

- Os instrumentos financeiros sensíveis ao risco de taxa de juro (Obrigações) foram sujeitos a um desvio paralelo na curva de taxas de juro de referência de 200 *basis points*;
- Ações, fundos de investimento mobiliário ou instrumentos financeiros equivalentes foram submetidos a um cenário de desvalorização de 30% (Ações e fundos de investimento mobiliário);
- Contratos de futuros sobre ações e índices foram submetidos ao cenário de desvalorização do subjacente de 30% (Derivados) e;
- Posições diretas em imobiliário ou em fundos de investimento imobiliário foram submetidas ao cenário de desvalorização de 15%. A Sociedade Gestora considerou o Fundo Especial de Investimento Aberto "Caixagest Imobiliário Internacional" nesta classe (Imobiliário).

De referir que estes cenários não assumem qualquer eventual efeito de correlação entre os fatores de risco, cuja análise se encontra a ser efetuada pela Sociedade Gestora para efeitos da sua divulgação nas demonstrações financeiras de exercícios futuros.



FUNDO DE PENSÕES DA INTERBOLSA

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015 (Montantes expressos em Euros)

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, o impacto potencial negativo no valor do Fundo decorrente da utilização dos pressupostos acima referidos ascende a 764.835 euros e 745.549 euros, respetivamente, e apresenta a seguinte composição:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Obrigações	4.510	2.097
Ações e fundos de investimento mobiliário	699.316	701.203
Derivados	20.882	18.798
Imobiliário	40.127	23.451
	<u>764.835</u>	<u>745.549</u>
	=====	=====



FUNDO DE PENSÕES INTERBOLSA

INVENTÁRIO DA CARTEIRA DE TÍTULOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015

(Montantes expressos em Euros)

Espécie	Quantidade	Valor inicial	Mais/ /(menos)- -valias	Valor de balanço	Juros corridos
AÇÕES					
Euros					
EDP Renováveis	4.624	28.304	5.220	33.524	-
GALP ENERGIA SGPS SA	2.725	23.713	5.499	29.212	-
NOS SGPS	3.821	22.155	5.532	27.687	-
J.MARTINS-PO	2.207	18.903	7.570	26.473	-
EDP-Nom.	6.380	20.527	661	21.188	-
PORTUCEL INDUSTRIAL	5.507	17.865	1.938	19.803	-
CTT Correios Port.	2.162	18.622	520	19.142	-
BCP-NO	343.302	23.908	(7.121)	16.787	-
Sonae Investim. -Po	15.074	15.920	(122)	15.798	-
Banco BPI, SA	10.565	11.674	(148)	11.526	-
ANHEUSER-BUSCH INB	84	8.362	1.248	9.610	-
DAIMLER CHRYSLER	105	7.664	482	8.146	-
NOVA BASE	2.994	6.989	(660)	6.329	-
BAYER AG	54	6.113	140	6.253	-
C.AMORIM VN 1.00	1.031	3.151	2.981	6.132	-
SIEMENS	68	6.262	(150)	6.112	-
DEUTSCHE TELEKOM	348	5.322	486	5.808	-
TOTAL SA	137	5.997	(344)	5.653	-
AXA-UAP	208	4.213	1.035	5.248	-
ING GROEP NV	420	4.787	442	5.229	-
BANCA INTESA	1.444	3.783	676	4.459	-
ALLIANZ	25	3.644	445	4.089	-
BEIERSDORF AG	46	3.849	22	3.871	-
UNILEVER NV-CVA	91	3.009	641	3.650	-
BNP	69	3.598	6	3.604	-
BCO SANTANDER C.HISP	762	4.801	(1.328)	3.473	-
AIRBUS GROUP SE	55	2.908	502	3.410	-
ALTRI SGPS SA	622	2.041	926	2.967	-
TELECOM ITALIA	2.523	2.845	120	2.965	-
RENAULT SA	31	2.628	244	2.872	-
IBERDROLA	429	2.425	385	2.810	-
GLE ENTREP. VINCI	46	2.538	182	2.720	-
SANOFI SYNHLABO	34	2.576	96	2.672	-
BMW	27	2.579	57	2.636	-
AIR LIQUIDE	25	2.721	(130)	2.591	-
SAFRAN SA	40	2.162	373	2.535	-
INDITEX	76	2.063	345	2.408	-
MUNCHENER RUCKVERS.	13	2.163	236	2.399	-
HEIDELBERGER ZEMENT	31	2.237	107	2.344	-
BCO. BILBAO VISCAYA	326	3.021	(824)	2.197	-
BANCO SABADELL SA	1.309	3.017	(877)	2.140	-
STROEER SE	36	1.978	106	2.084	-
SAP SE	28	1.650	405	2.055	-
KONINKLIJKE KPN	556	1.900	42	1.942	-
VOLKSWAGEN AG-PREF.	14	1.589	284	1.873	-
ALCATEL-LUCENT	493	1.870	(71)	1.799	-
EURAZEO	28	1.620	158	1.778	-
CRH ORD	66	1.573	189	1.762	-

FUNDO DE PENSÕES INTERBOLSA

INVENTÁRIO DA CARTEIRA DE TÍTULOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015

(Montantes expressos em Euros)

Espécie	Quantidade	Valor inicial	Mais/ /(menos)- -valias	Valor de balanço	Juros corridos
REN SGPS	633	1.700	61	1.761	-
UNIBAIL-RODAM(UL NA)	7	1.569	72	1.641	-
SCHNEIDER	31	2.004	(375)	1.629	-
KONINKLIJKE PHILIPS	69	1.601	25	1.626	-
RTL GROUP	19	1.441	23	1.464	-
KBC BANKVERZEKERING	24	1.164	220	1.384	-
FRESENIUS SE&CO KGAA	20	907	412	1.319	-
COVESTRO AG	39	1.232	80	1.312	-
CAP GEMINI SOGETI	15	1.195	89	1.284	-
INTERNATIONAL AIR	148	1.203	22	1.225	-
ENI SPA	88	1.339	(125)	1.214	-
SOCIETE GENERALE	28	1.097	95	1.192	-
RED ELECTRICA	15	1.103	54	1.157	-
DIALOG SEMICONDUCTOR	36	1.434	(314)	1.120	-
ENEL	287	1.124	(7)	1.117	-
SYMRISE AG	18	1.080	24	1.104	-
LAGARDERE GROUPE	40	1.062	38	1.100	-
ATOS SE	14	1.016	68	1.084	-
MEDIOBANCA	115	1.067	(45)	1.022	-
AZIMUT HOLDING SPA	42	1.118	(149)	969	-
ALTICE NV A-W/I	73	1.429	(462)	967	-
STORA ENSO OYJ-R	114	959	(3)	956	-
Kering	6	937	11	948	-
REMY COINTREAU	13	921	(63)	858	-
WIRECARD AG	18	809	28	837	-
DEUTSCHE BANK	35	858	(70)	788	-
L OREAL	5	729	48	777	-
CARREFOUR	28	710	36	746	-
E.ON AG(EX VEBA AG)	73	985	(333)	652	-
Sonae Capital	491	165	85	250	-
MOTA-ENGIL SGPS	7	18	(5)	13	-
SAG GEST (SIVA)	63	13	(6)	7	-
PHAROL SGPS SA	10	7	(4)	3	-
BES	14.377	-	-	-	-
BANIF - BCO INTERNAC	42	-	-	-	-
E.Santo Financ.Group	7	-	-	-	-
SONAE IND.	-	-	-	-	-
		<u>367.235</u>	<u>28.056</u>	<u>395.291</u>	<u>-</u>

FUNDO DE PENSÕES INTERBOLSA
INVENTÁRIO DA CARTEIRA DE TÍTULOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015
(Montantes expressos em Euros)

Espécie	Quantidade	Valor inicial	Mais/ /(menos)- -valias	Valor de balanço	Juros corridos
<u>Outras divisas</u>					
CARNIVAL PLC	74	3.569	316	3.885	-
SHIRE PLC	34	2.097	72	2.169	-
YARA INTERNAT ASA	46	1.786	43	1.829	-
DANSKE BANK	72	1.807	(20)	1.787	-
NOVARTIS REG	20	1.695	(99)	1.596	-
RECKITT BENCKISER	17	1.400	50	1.450	-
ASSTEAD GROUP PLC	73	1.082	27	1.109	-
VESTAS WIND SYSTEMS	17	1.078	24	1.102	-
OCADO GROUP PLC	259	1.239	(168)	1.071	-
		15.753	245	15.998	-
		382.988	28.301	411.289	-

UNIDADES DE PARTICIPAÇÃO EM FUNDOS DE INVESTIMENTO

Mobiliário

MS EUROCORP DURHED Z	13.358	376.696	(935)	375.761	-
PETERCAM BdEUR InG-F	3.384	222.870	3.317	226.187	-
ROBEKO EUR GOV BD I	1.396	223.331	2.416	225.747	-
Schroder ISF Inv Gov	18.470	221.361	3.234	224.595	-
AXA WF EURO INF BOND	1.682	218.559	(2.136)	216.423	-
CXG IMOBILIARIO	43.761	150.061	6.030	156.091	-
CXG OBRIGAÇÕES	34.302	149.317	314	149.631	-
ALLIANZ EUOLD EQY G	45	85.886	13.617	99.503	-
AXA WF EU CREDIT	687	91.886	351	92.237	-
PIONEER EUROLND EQ I	9.843	69.984	8.858	78.842	-
BANTLEON OPP L IT	424	74.378	1.183	75.561	-
BROCK EURO MKT Fd D2	2.272	55.191	10.061	65.252	-
BNPP L1 EQTY EURO I	127	43.580	4.625	48.205	-
FEI CX F. MONETARIO	7.496	41.743	39	41.782	-
CXG OBRIGACOES MAIS	6	38	(1)	37	-
		2.024.881	50.973	2.075.854	-

Imobiliário

F.I.IMOB.IMOSOCIAL	5.273	34.355	2.598	36.953	-
Fnd I.Imob. MAXIRENT	2.258	21.516	548	22.064	-
LOGISTICA E DISTRIB.	5.261	20.688	(209)	20.479	-
FUNDIESTAMO I	18	18.021	12	18.033	-
TISHMAN ESOF SFEEDER	18.227	10.217	3.673	13.890	-
IBERIA F.INV.IMOB	1.440	-	-	-	-
		104.797	6.622	111.419	-
		2.129.678	57.595	2.187.273	-

FUNDO DE PENSÕES INTERBOLSA

INVENTÁRIO DA CARTEIRA DE TÍTULOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015

(Montantes expressos em Euros)

<u>Espécie</u>	<u>Quantidade</u>	<u>Valor inicial</u>	<u>Mais/ /(menos)- -valias</u>	<u>Valor de balanço</u>	<u>Juros corridos</u>
<u>OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA</u>					
<u>Taxa variável</u>					
CCTS Float 11/18	50.000	51.915	423	52.338	150
<u>OBRIGAÇÕES DIVERSAS</u>					
<u>Taxa variável</u>					
JPM Float 01/2020	100.000	99.890	86	99.976	88
SAPGR Float 04/2020	100.000	100.000	(117)	99.883	65
NAB Float 01/18	100.000	100.000	(199)	99.801	49
SKYLN Float 04/20	100.000	99.901	(239)	99.662	179
GE Float 01/2020	100.000	100.000	(373)	99.627	64
GS Float 29/05/2020	100.000	100.000	(526)	99.474	51
MMM Float 05/20	100.000	100.000	(606)	99.394	19
RABOBK Float 05/2020	100.000	99.448	(126)	99.322	16
F Float 02/2018	100.000	100.000	(1.126)	98.874	56
VW Float 07/2018	100.000	100.000	(3.484)	96.516	53
ENIIMFloat 10/2017	60.000	63.947	(1.397)	62.550	377
ENELIM Float 02/2018	50.000	53.849	(1.104)	52.745	581
SANTAN Float 09/2016	50.000	50.965	(565)	50.400	6
SAPGR Float 11/18	50.000	50.140	(57)	50.083	12
ISPIM Float 05/2017	50.000	49.326	468	49.794	4
BAC Float 03/2018	50.000	49.775	(125)	49.650	3
RENAUL Float 07/2018	50.000	50.000	(449)	49.551	56
RENAUL Float 06/2017	45.000	45.207	(243)	44.964	13
ENELIM Float 02/2016	20.000	20.048	(32)	20.016	54
GE Float 02/2016	20.000	20.010	(8)	20.002	3
		1.452.506	(10.222)	1.442.284	1.749
		4.017.087	76.097	4.093.184	1.899