



Caixa Geral de Depósitos



CGD Pensões

Relatório e Contas 2015

FUNDO DE PENSÕES ABERTO

CAIXA REFORMA VALOR

ÍNDICE

Destaque	2
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 ABERTO CAIXA REFORMA VALOR	25
3.1. <i>Comentário à gestão e indicadores de evolução e performance</i>	25
3.2. <i>Política de Investimento</i>	63
4. DESAGREGAÇÃO POR TIPO DE ADESÃO E POR TIPO DE PLANO	75
4.1. <i>Adesões Coletivas</i>	75
4.2. <i>Adesões Individuais</i>	75

ANEXOS

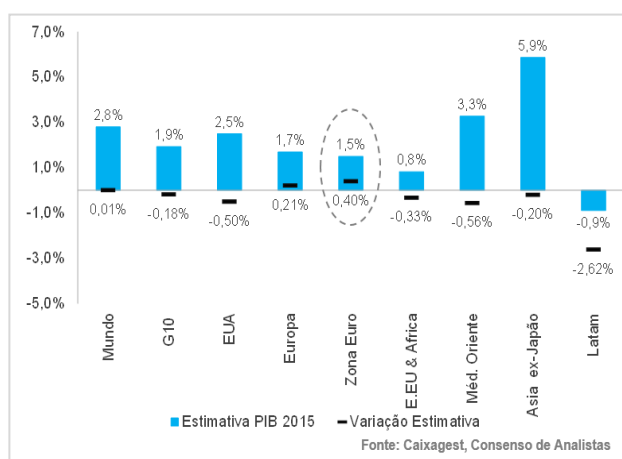
**RELATÓRIOS DE RISCO NO ÂMBITO DA NORMA REGULAMENTAR
N.º8/2009-R, DE 4 DE JUNHO**

RELATÓRIO DO AUDITOR E CERTIFICAÇÃO LEGAL DE CONTAS

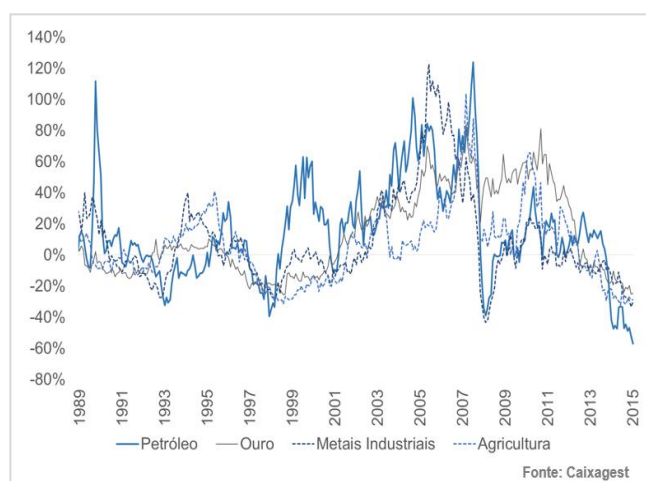
Destaque

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.



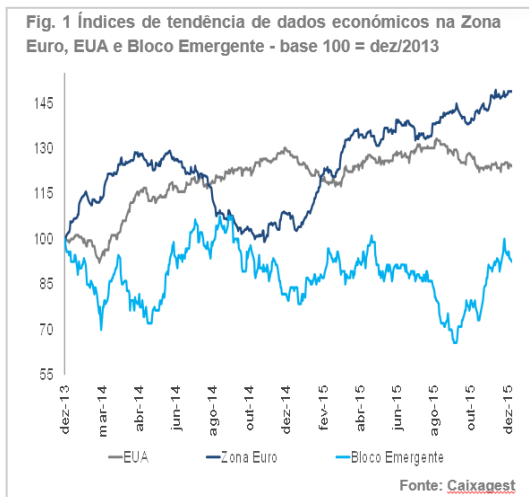
O desvio dos preços das matérias-primas face à média a 5 anos confirma a magnitude significativa das correções recente face a ciclos anteriores.



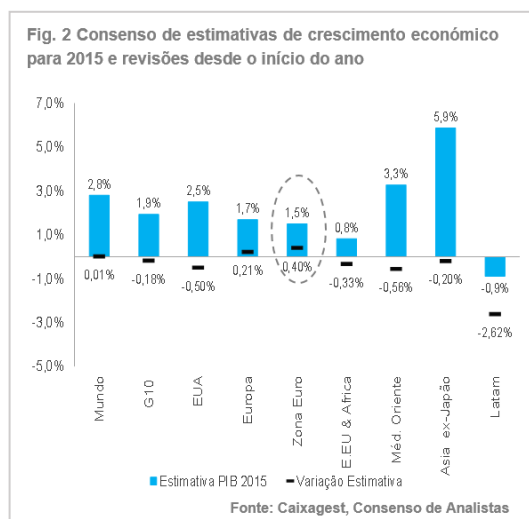
1. A Conjuntura Económica e Financeira

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

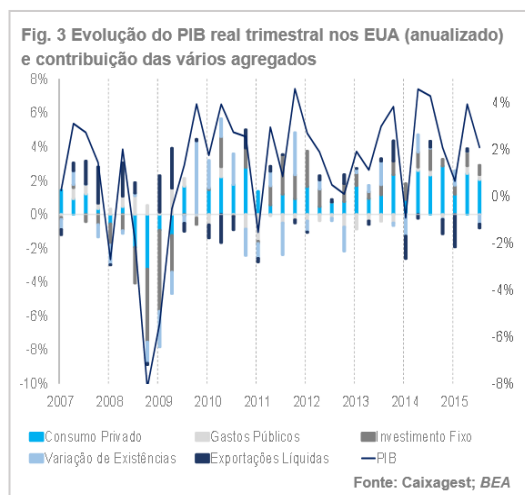


Fig. 4 Evolução do Purchasing Managers' Index (PMI) para o setor da indústria nos vários blocos económicos

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	49
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	48	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

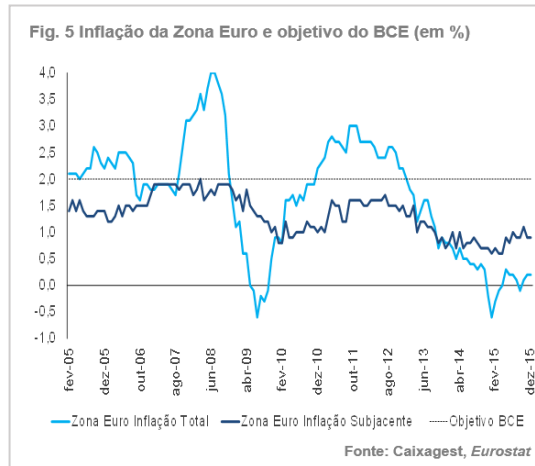
novembro face ao ano anterior, enquanto que o PMI industrial continua a sinalizar uma desaceleração no setor secundário (ver Fig. 4). A intervenção do governo e banco central, através de medidas expansionistas, geraram receios de que a economia chinesa estaria a abrandar de forma mais significativa do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

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

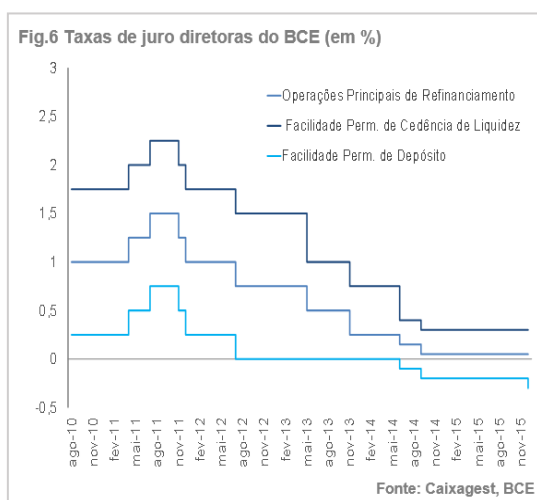
com a forte desvalorização dos respetivos preços e com o abrandamento da procura chinesa. Adicionalmente, a apreciação do Dólar, dadas as perspetivas de subidas de taxas nos EUA, veio agravar a tendência de depreciação das moedas locais, enquanto desenvolvimentos políticos destabilizaram países como 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).

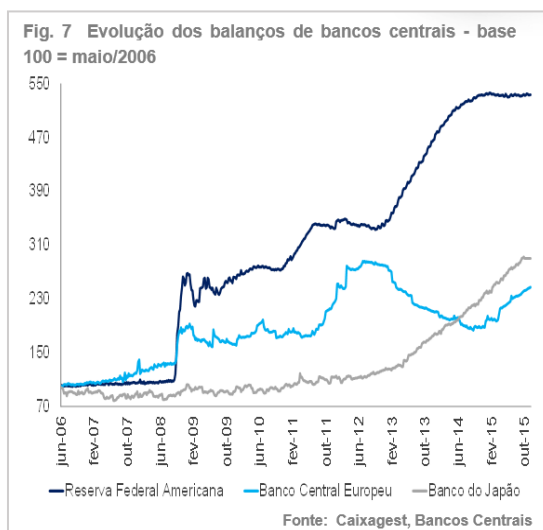


Nos EUA, a 16 de Dezembro, a Reserva Federal (Fed) iniciou a muito aguardada normalização de política monetária, o primeiro movimento das taxas diretoras desde dezembro de 2008. A decisão de subir o nível de referência das *Fed Funds* (FF) foi acompanhada por um compromisso de futuramente proceder de 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



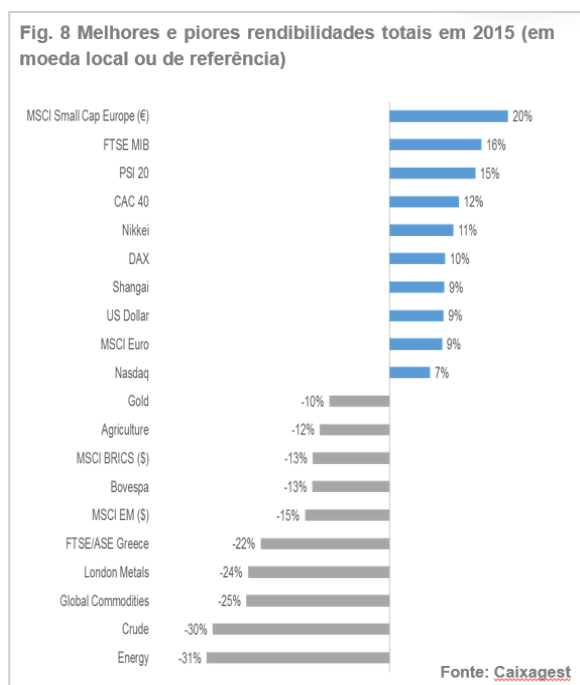
Internacional, que acabaria por ser formalmente anunciado no final de novembro, entrando em efeito a partir de outubro de 2016. Mais recentemente, o *PBoC* anunciou a transição da referência usada para a definição da taxa de câmbio na China, com base no Dólar, para um novo índice composto pelas moedas 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 (Shanghai) 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).

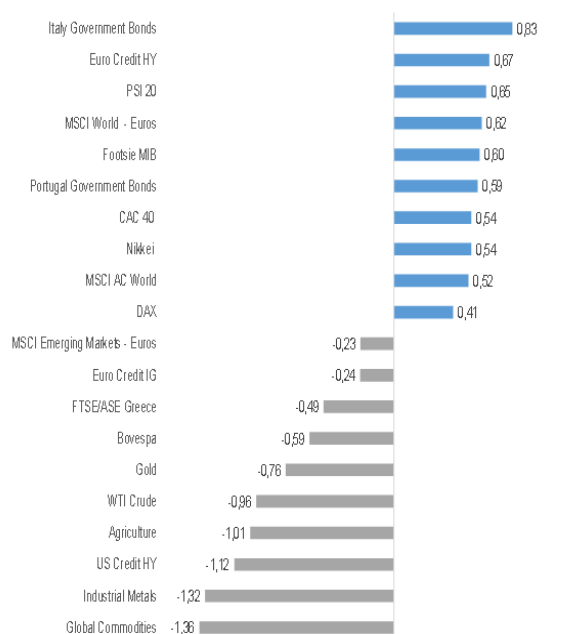
No espectro mais negativo, confirmou-se a tendência verificada ao longo do ano de *performances* dos mercados acionistas emergentes, e de Grécia, bem como da classe de matérias-primas. Neste domínio, todos os segmentos desde metais preciosos até às mais cíclicas, registaram rendibilidades negativas, 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).

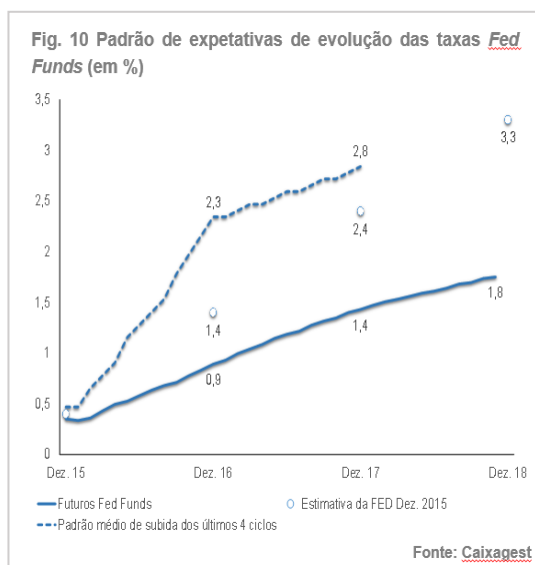
Fig. 9 Melhores e piores diferenciais de rendibilidades vs. mercado monetário, ajustadas pelo risco - Índice de *Sharpe*



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

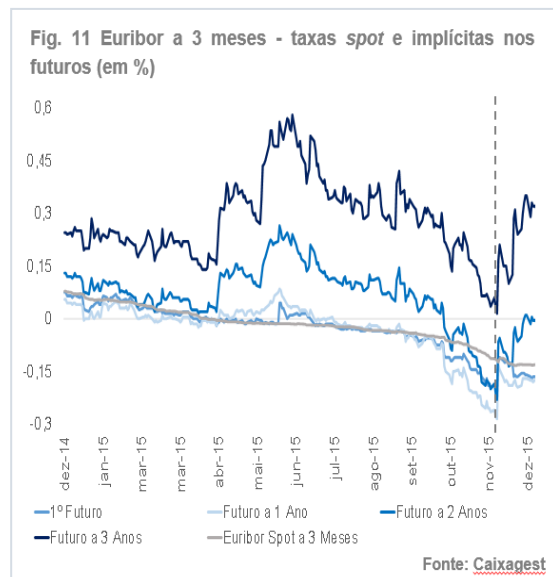


Fonte: **Caixagest**

FF, para um nível próximo de 0,90%, no final de 2016, e de 1,40%, no final de 2017, traduzindo-se numa expectativa de ciclo de subidas, mais gradual, face aos anteriores. Apesar deste movimento, as expectativas quanto à taxa em vigor no final de 2015 e 2016, reduziram-se ao longo do ano, já que no final de 2014 o contrato de futuros, referente a dezembro de 2015, evidenciava uma taxa de 0,61%, face aos 0,24% atingidos no final de 2015. Paralelamente, os futuros referentes a dezembro de 2016 registaram uma redução das suas taxas implícitas de 1,54% para 0,89%, no

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.

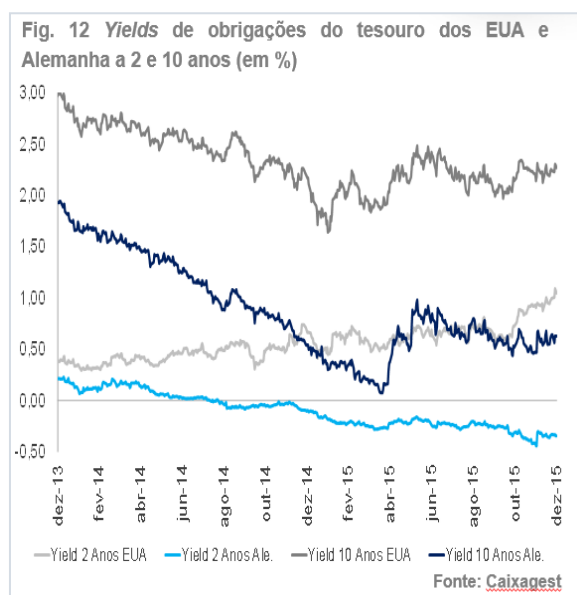
Na Zona Euro, com a decisão do conselho de governadores do BCE, em dezembro, de aumentar os estímulos quantitativos em curso, os instrumentos de mercados monetários, *spot* e futuros, registaram uma inversão do movimento anteriormente verificado que se traduzia numa maior agressividade de expetativas 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).

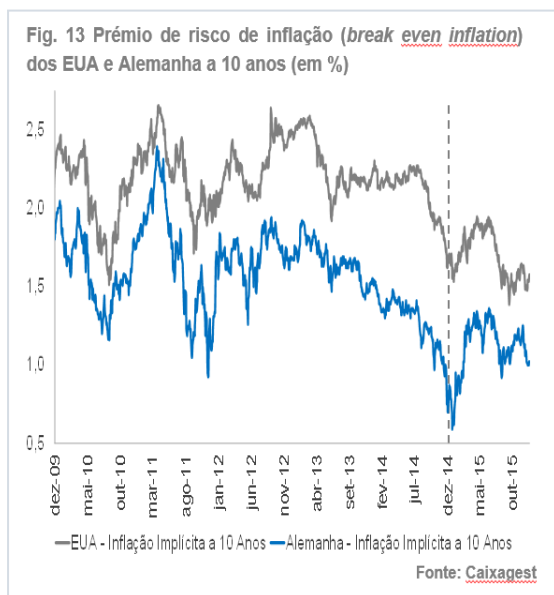
No ano de 2015, a média mensal da taxa de referência de prazo mais curto *EONIA* desceu 5p.b., com o valor de final do ano a fixar-se em -0,13%. No mesmo período temporal, as taxas *Euribor* a 3 meses desceram cerca de 21p.b., de 0,08% para -0,13%, enquanto que o indexante para o prazo de 12 meses registou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



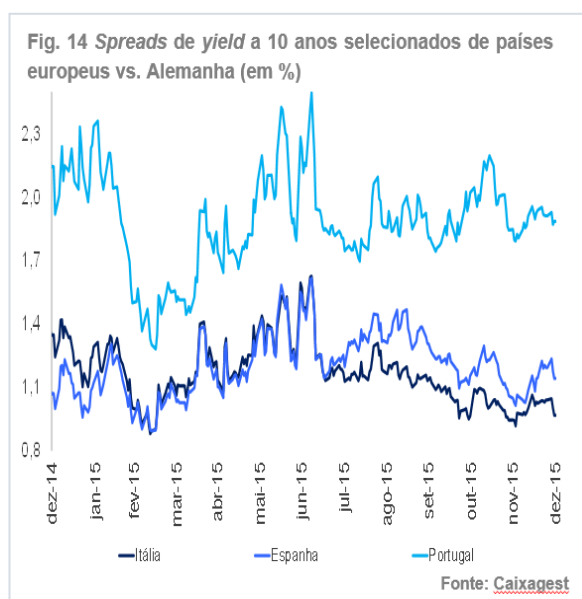
caso do prazo a 2 anos, verificou-se uma maior divergência comportamental associada à diferenciação de ciclos económicos e de políticas monetárias, com a *Fed* a decretar a primeira subida de *FF* e o BCE a continuar com as operações de mercado aberto de compra de ativos. A taxa americana subiu 38p.b., 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).

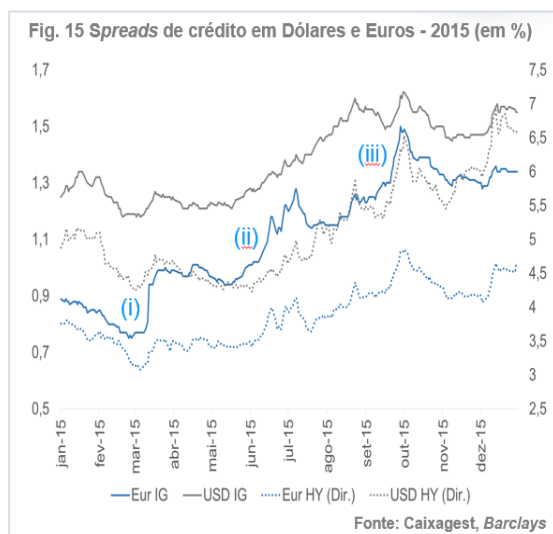
Na Zona Euro, os *spreads* a 10 anos de Itália e de Espanha registaram, em 2015, um comportamento menos direcional face aos anos anteriores. Ainda assim, verificou-se uma melhor *performance* do prémio de risco italiano, que estreitou 38p.b., face a um alargamento marginal verificado no caso do *spread* 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

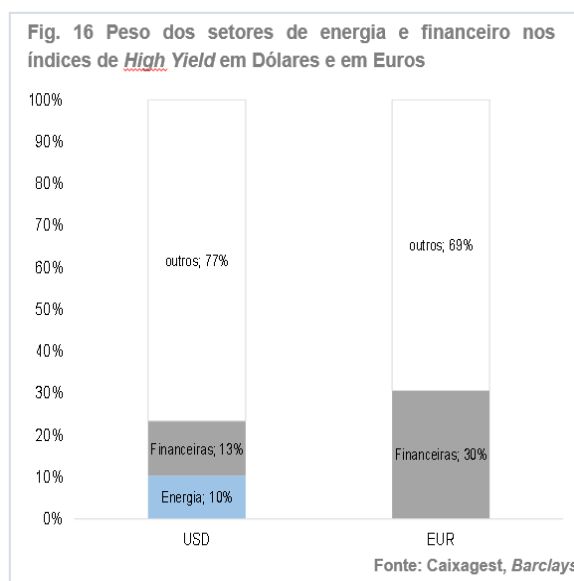


reforçada, acabou por se registar o maior alargamento relativo de *spreads*, evoluindo de 0,90% para 1,34% ao longo do ano, o que comparou com o melhor comportamento relativo do segmento de *HY* em Euros, com um alargamento de 71p.b. para 458p.b.. Paralelamente, no que respeita às emissões em *USD*, 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,

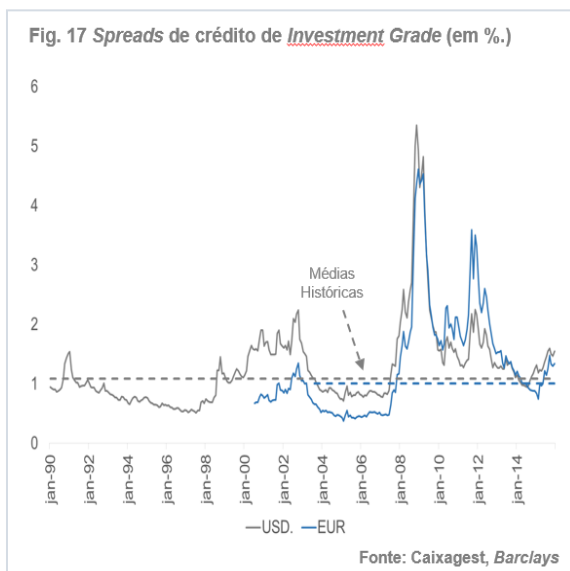
resulta do ciclo de crédito americano estar num estado mais maduro face ao europeu e que se tem traduzido num aumento mais significativo dos níveis de alavancagem corporativa. No que respeita ao caso específico do segmento de *HY*, por ter uma maior exposição relativa aos setores de energia e de recursos 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 emittentes *Glencore* e *Anglo American*, verificou-se uma nova vaga de aumento significativo dos prémios de risco.

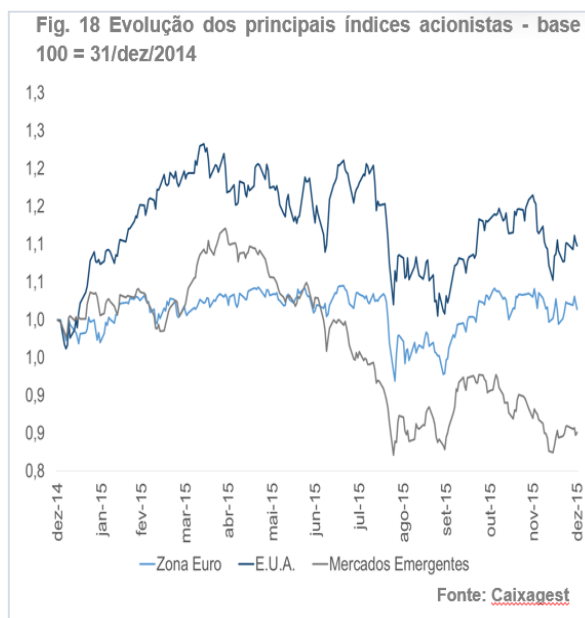
Em função do comportamento anteriormente descrito, os *spreads* de credito, tanto em Dólares como em Euros, atingiram níveis acima das suas médias históricas de longo prazo (ver Fig. 17), o que poderá ser uma indicação de valor relativo para a classe,

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

1.3.5 Ações

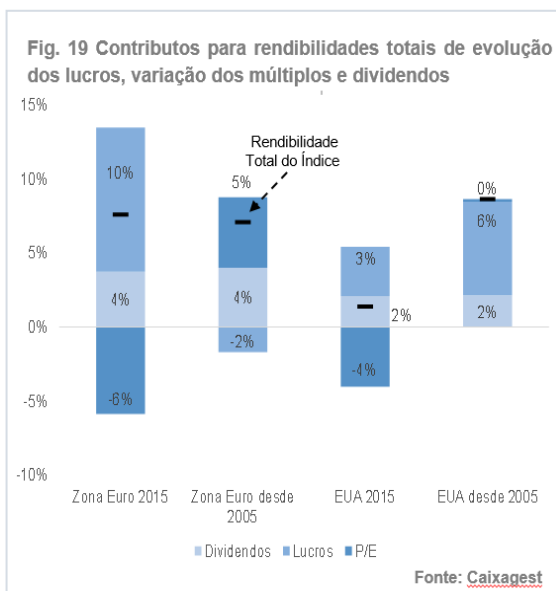
Os mercados acionistas globais terminaram as últimas semanas de 2015 a registarem perdas, com as ações americanas, europeias e de mercados emergentes (em Euros) a perderem 2%, 5% e 5%, respetivamente, no mês de dezembro. No ano, os mercados dos EUA e europeu registaram rendibilidades acumuladas positivas, 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

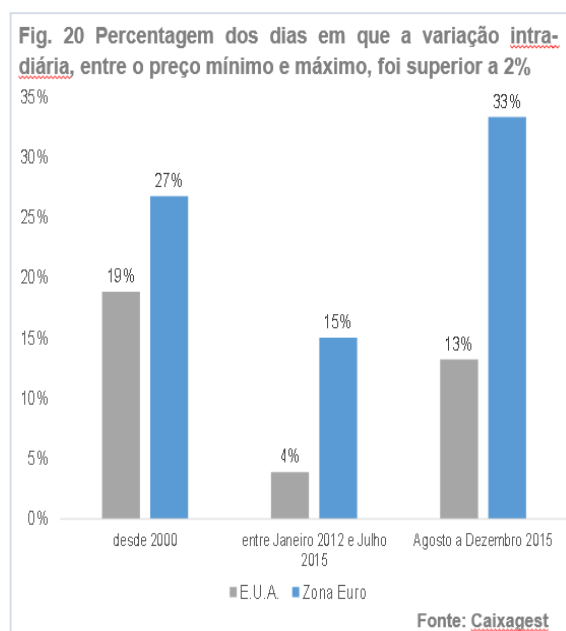


comportamento dos mercados compara com o dos últimos 5 anos, onde o índice de países desenvolvidos registou uma rendibilidade média anual de 12%, muito acima da respetiva média de longo prazo, destacando-se a *performance* do índice *S&P 500*.

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).

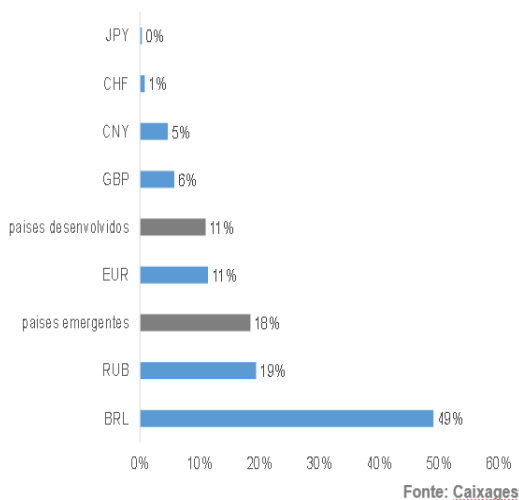


a referida percentagem a convergir para a média de longo prazo (ver Fig. 20). O período de menor volatilidade coincidiu com a recente fase de políticas monetárias expansionistas. O início da subida de taxas pela *Fed*, a divergência atual de políticas monetárias e as incertezas na China poderão contribuir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

1.3.6 Cambial

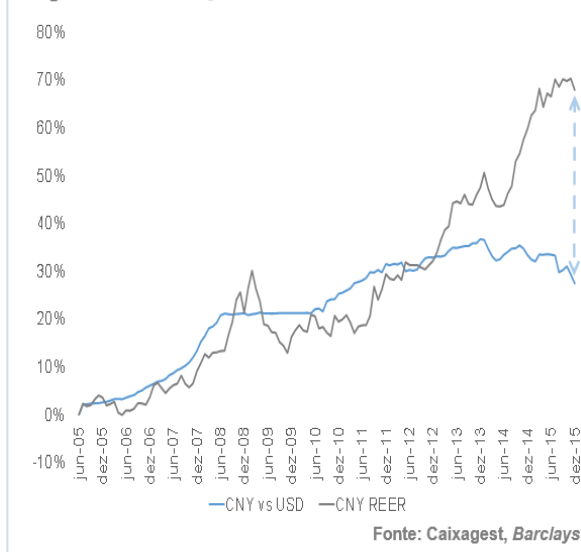
2015 marcou o início da liderança, por parte da *Fed*, na reversão das políticas monetárias expansionistas globais, mas com os mercados a incorporarem que o BCE não decreta subidas de taxas num horizonte temporal de 2 anos. Consequentemente, a divergência entre a orientação de políticas monetárias deverá 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.

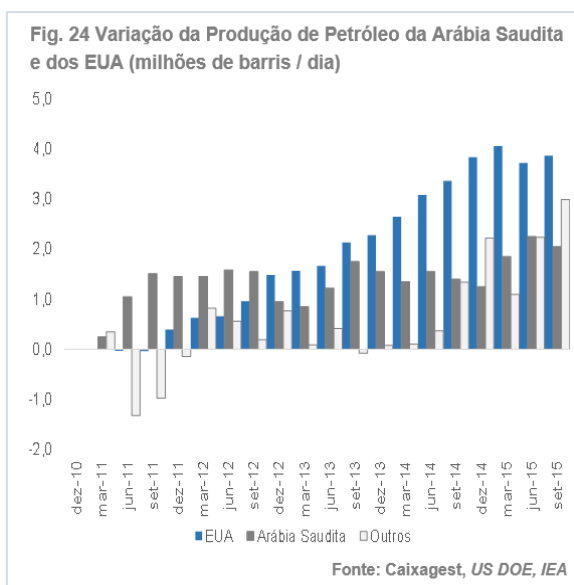
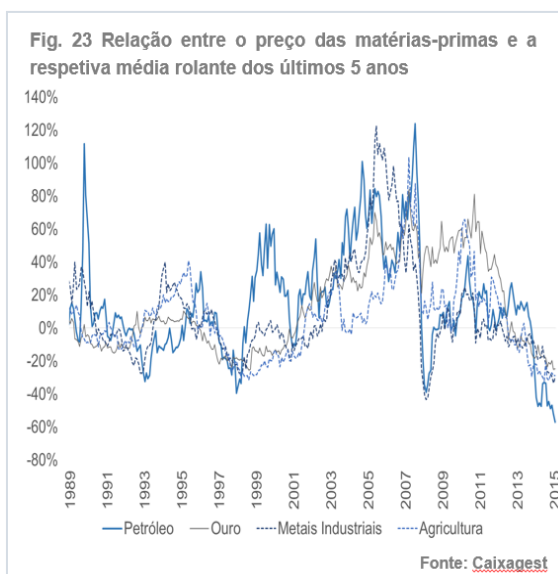
1.3.7 Matérias-Primas

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 rendibilidade negativa ao longo do ano. Este ativo é especialmente afetado pelas expectativas quanto à tendência futura de subida de taxas de juro e percecionado 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 expectativas 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 desinflacionistas. 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 *PERFORMANCES* TOTAIS, EM MOEDA LOCAL OU DE REFERÊNCIA; A BASE PARA O CÁLCULO DE VARIAÇÃO DE *YIELDS*, *SPREADS* E PREÇOS DAS CLASSES DE GOVERNOS, CRÉDITO E MATÉRIAS-PRIMAS SÃO OS ÍNDICES *JP MORGAN*, *BARCLAYS* E *S&P GSCI*, RESPETIVAMENTE.

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

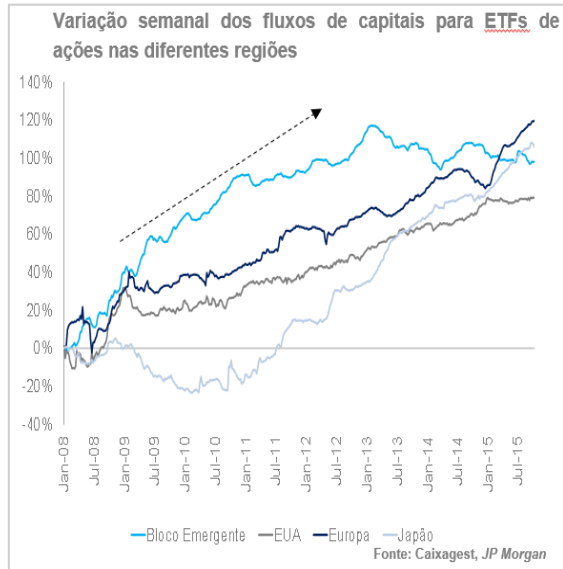
Dados Económicos		Região/Pais	Período	Último	Anterior	Próxima divulgação	Bancos Cent				
							Taxa de Referência	Taxa Atual (%)	Variação 12M (p.b.)	Última Alteração	Próxima Reunião
PMI Indústria		EUA	Jan	48,2	48,6	2016/02/01	Bloco Desenvolvido				
>50 = "expansão" económica		Zona Euro	Jan	53,2	52,8	2016/01/22					
<50 = "contração" económica		Japão	Jan	52,6	52,6	2016/01/22					
		China	Jan	49,7	49,6	2016/02/01					
		Brasil	Jan	45,6	43,8	2016/02/01					
PMI Serviços		EUA	Jan	55,3	55,9	2016/02/03	EUA Fed Funds 0,50 25 dez-08 2016/01/27				
>50 = "expansão" económica		Zona Euro	Jan	54,2	54,2	2016/01/22					
<50 = "contração" económica		Japão	Jan	51,5	51,6	2016/02/03					
		China	Jan	54,4	53,6	2016/02/01					
		Brasil	Jan	43,5	45,5	2016/02/03					
Produção Industrial		EUA	Dec	-1,2	0,3	2016/01/15	Zona Euro * Refi Rate 0,05 0 set-14 2016/01/21				
Variação homóloga anual (%)		Zona Euro	Nov	1,9	1,3	2016/01/13					
		Japão	Nov	1,6	-1,4	2016/01/18					
		China	Dec	6,2	5,6	2016/01/19					
		Brasil	Dec	-12,4	-11,1	2016/02/02					
Vendas a Retalho		EUA	Dec	1,4	1,7	2016/01/15	Reino Unido Bank Rate 0,50 0 mar-09 2016/01/14				
Variação homóloga anual (%)		Zona Euro	Dec	1,4	2,4	2016/02/03					
		Japão	Dec	-1,0	1,8	2016/01/27					
		China	Dec	11,2	11,0	2016/01/19					
		Brasil	Nov	-5,6	-6,3	2016/01/13					
Produto Interno Bruto		EUA	4Q	2,1	2,7	2016/01/29	Japão O/N call rate 0,08 0 out-10 2015/12/18				
Variação homóloga anual (%)		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						
		Brasil	4Q	-4,5	-3,0	2016/03/03					
Taxa de Desemprego		EUA	Dec	5,0	5,0	2016/02/05	Austrália Cash Target Rate 2,00 -50 mai-15 2016/02/02				
Mensal (%)		Zona Euro	Dec	10,5	10,6	2016/02/02					
		Japão	Dec	3,3	3,1	2016/01/28					
		Brasil	Dec	7,5	7,9	2016/01/28					
Índice de Preços do Consumidor		EUA	Dec	0,5	0,2	2016/01/20					
Variação homóloga anual (%)		Zona Euro	Dec	0,2	0,2	2016/01/21	Suíça Rate on Sight Deposit -0,75 -50 jan-15 2016/03/17				
		Japão	Dec	0,3	0,3	2016/01/28					
		China	Dec	1,5	1,3	2016/01/09					
		Brasil	Dec	10,7	10,5	2016/02/05					

<p>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).</p>											
Principais Eventos no Próximo Mês											
2016-01-14		Reunião do Banco de Inglaterra									
2016-01-21		Reunião do Banco Central Europeu									
2016-01-27		Reunião da Reserva Federal Americana									

1.7 Temas

1.7.1 Tema 1 – Mercados emergentes e subida de taxas diretoras 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.

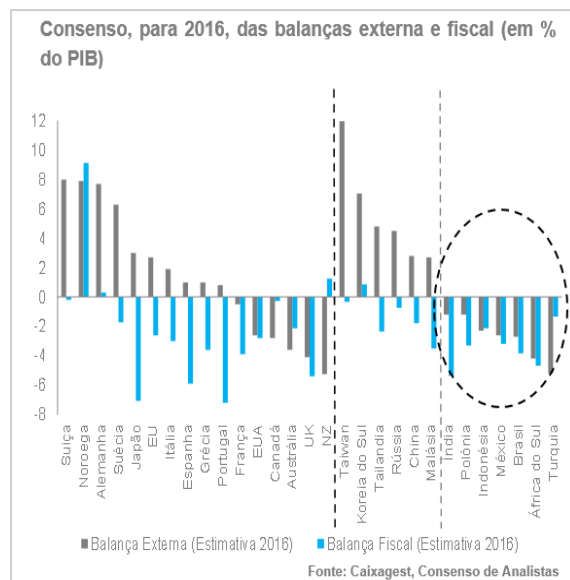


Os mercados emergentes, por via do diferencial das suas taxas de juro com as taxas dos países desenvolvidos e da abundância de liquidez existente no mercado, usufruíram de influxos de capitais externos significativos nas suas economias. A procura pelos seus ativos financeiros e os baixos custos de financiamento,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

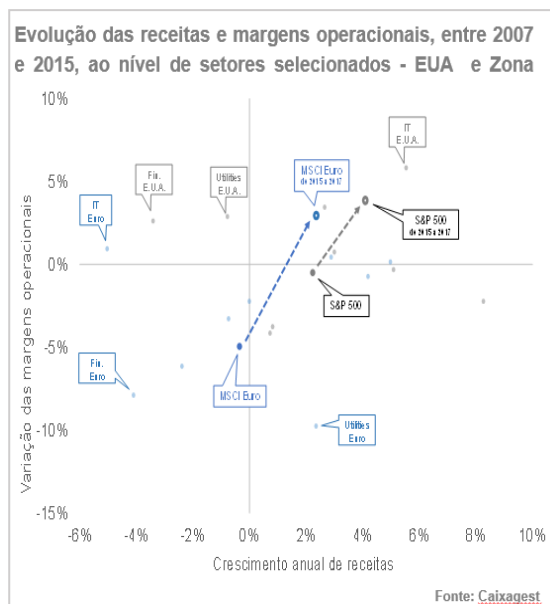
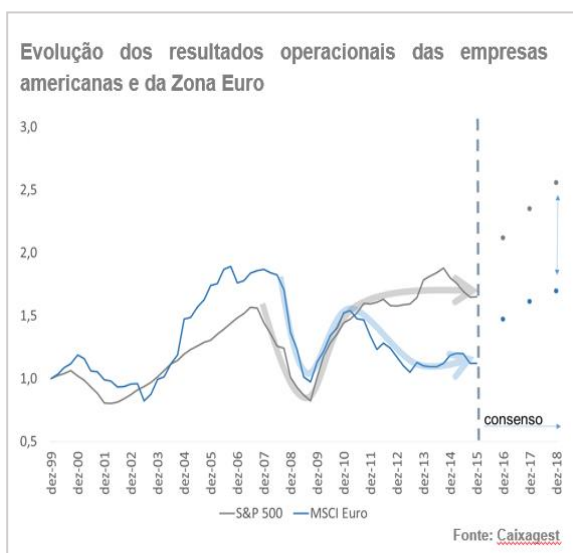
compráveis americanas. Este facto poderá ser reflexo do maior nível agregado de alavancagem, bem como do maior peso de setores atualmente poucos cíclicos, como tecnologia e farmacêuticas, no índice americano.

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.

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.

3. CARTEIRA DO FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA VALOR

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 ações e obrigações. Comparativamente à sua composição em 31 de dezembro de 2014, destaca-se um reforço do investimento em obrigações, por contrapartida da redução da exposição a mercado monetário.

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

- Redução do *overweight* a liquidez, por vencimento de depósitos a prazo, por redução do *underweight* em imobiliário e taxa indexada, e aumento da alocação a estratégias de retorno absoluto;
- 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*;
- Posição curta em *treasuries*, nos 2 e 5 anos da curva de taxa de juro norte-americana, com ajuste curto (nos 2 anos) e longo (nos 10 anos) da posição no 3º trimestre, sem risco de duração, num posicionamento de redução de inclinação de curva de taxa de juro norte-americana;
- 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;

- No segmento de taxa fixa *government*, manteve-se a preferência por *covered bonds* e dívida periférica (Portugal, Itália e Espanha), com foco nas maturidades em torno dos 10 anos;
- Neutralidade da duração, com o objetivo de aproveitar o *flattening* da curva de taxa de juro alemã através de um posicionamento de *overweight* nos 10 anos e *underweight* nos 2 anos.

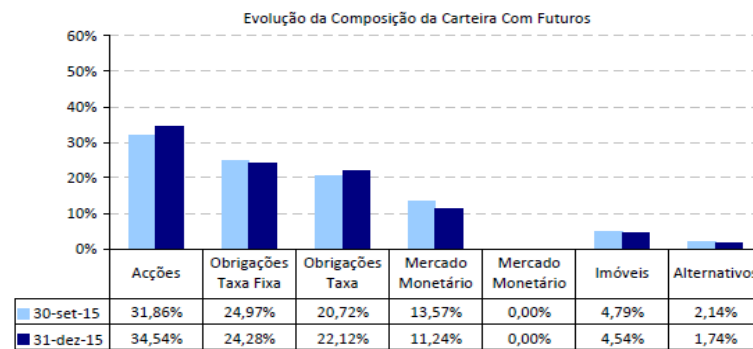
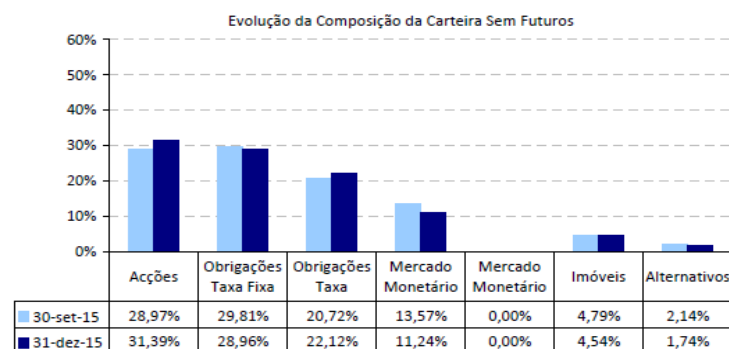
A evolução dos ativos e a composição da carteira, decidida em termos de distribuição por segmentos de investimento, traduziram-se numa rentabilidade acumulada do Fundo, no ano, de 4,44%, contra 2,18% do respetivo *benchmark*.

Fundo Pensões Aberto Caixa Reforma Valor | Alocação por classes de ativos

31-dez-15



		SEM FUTUROS		COM FUTUROS		Benchmark	Limites
EXPOSIÇÃO POR CLASSES DE ATIVOS		Peso Médio YTD	Final Trim	Peso Médio YTD	Final Trim		
-30%	-10%	10%	30%	50%			
Ações		31,152%	31,390%	30,000%	34,544%	30,0%	10%-50%
Investimento Direto		31,152%	31,390%	31,152%	31,390%		
Investimento via Futuros				-1,152%	3,155%		
Obrigações Taxa Fixa		28,330%	28,961%	1,433%	24,275%	25,0%	0%-40%
Investimento Direto		28,330%	28,961%	28,330%	28,961%		
Investimento via Futuros				-26,897%	-4,685%		
Obrigações Taxa Indexada		20,947%	22,123%	20,947%	22,123%	25,0%	0%-40%
Mercado Monetário		13,173%	11,245%	13,173%	11,245%	5,0%	0%-25%
Depósitos a Prazo			9,344%		9,344%		
MM (contas margem futuros e outros)			1,901%		1,901%		
Imobiliário		4,501%	4,544%	4,501%	4,544%	15,0%	0%-30%
Alternativos		1,898%	1,738%	1,898%	1,738%	0,0%	0%-10%
		100,000%	100,000%	71,951%	98,470%	100,00%	

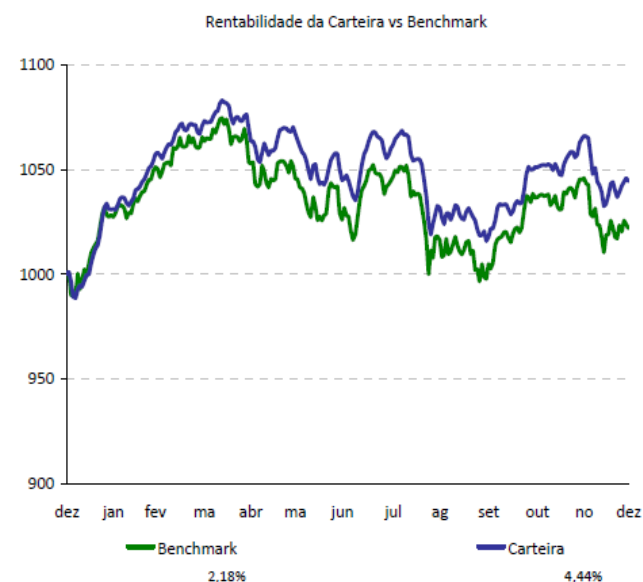


Direcção Gestão de Risco

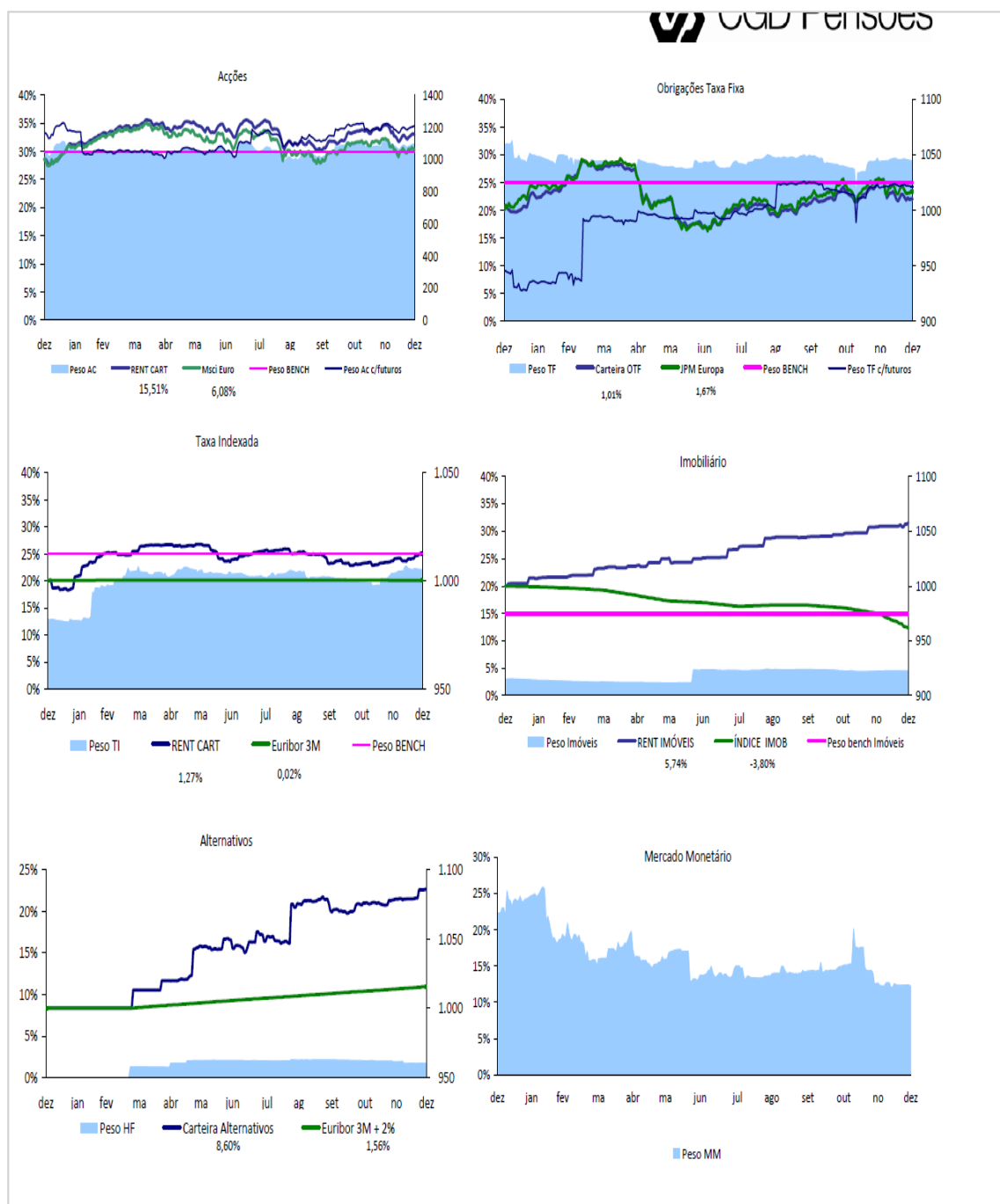
Fundo Pensões Aberto Caixa Reforma Valor | Rentabilidades



Performance	Trim		YTD	
	Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Carteira Total	2,63%	1,69%	4,44%	2,18%
Acções				
Contributo Absoluto s/Futuros	8,35%	6,07%	15,58%	6,08%
Contributo Absoluto c/Futuros	9,00%		15,51%	
Contributo Relativo s/Futuros	2,44%		4,70%	
Contributo Relativo c/Futuros	2,59%	1,89%	4,64%	2,33%
Obrigações Taxa Fixa				
Contributo Absoluto s/Futuros	0,36%	0,48%	1,71%	1,67%
Contributo Absoluto c/Futuros	0,37%		1,01%	
Contributo Relativo s/Futuros	0,09%		0,54%	
Contributo Relativo c/Futuros	0,10%	0,13%	0,33%	0,43%
Obrigações Taxa Indexada				
Contributo Absoluto	0,47%	-0,01%	1,27%	0,02%
Contributo Relativo	0,10%	0,00%	0,19%	0,01%
Imobiliário				
Contributo Absoluto	1,21%	-2,08%	5,74%	-3,80%
Contributo Relativo	0,05%	-0,32%	0,21%	-0,58%
Alternativos				
Contributo Absoluto	1,57%	0,49%	8,60%	1,56%
Contributo Relativo	0,03%	0,00%	0,15%	0,00%
Valor da Carteira	22.476.587		(euros)	
Tracking Error	6,3%			



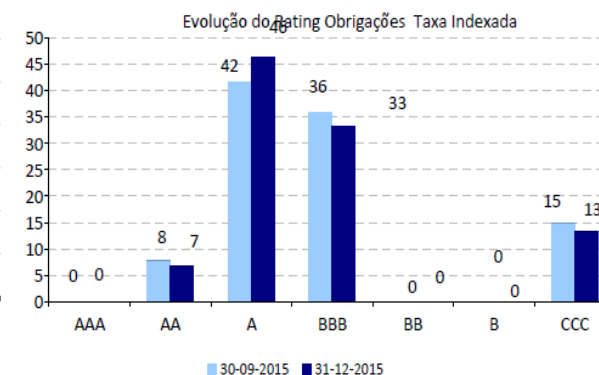
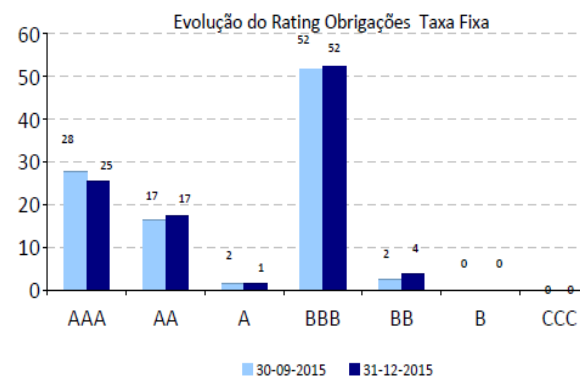
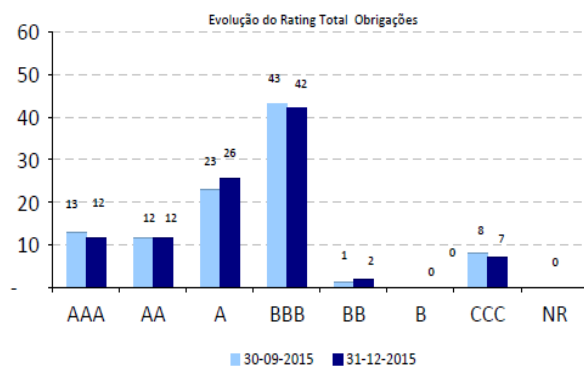
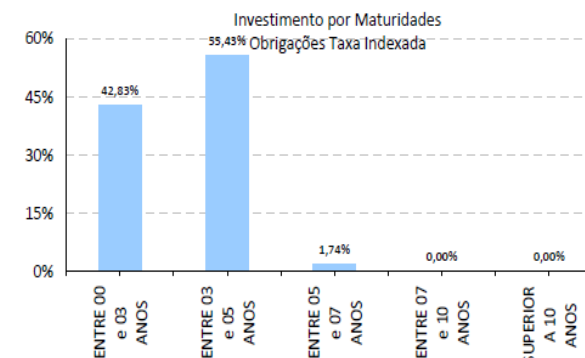
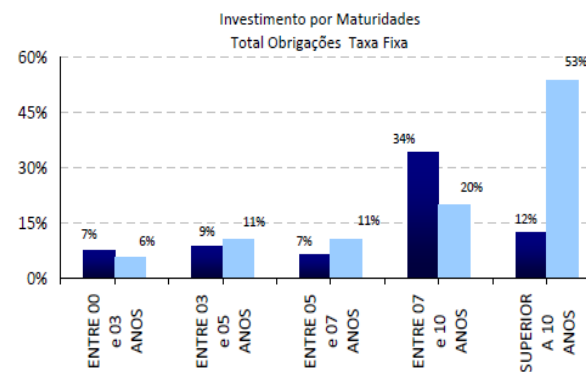
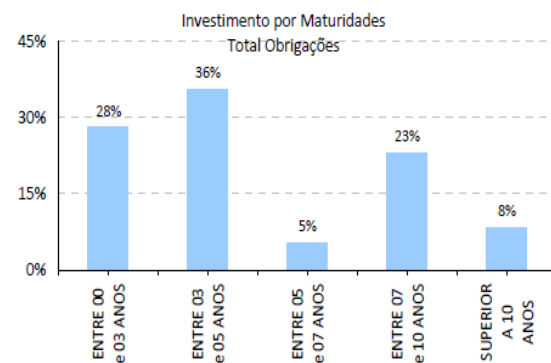
Direcção Gestão de Risco



Direcção Gestão de Risco

Fundo Pensões Aberto Caixa Reforma Valor | 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 Aberto Caixa Reforma Valor (adiante apenas designado por Fundo).

Estratégia de Investimento e Perfil do Investidor Objetivo

O Fundo caracteriza-se por uma gestão moderada, destinando-se, sem prejuízo da possibilidade da sua combinação com outros fundos de pensões abertos de perfil de investimento distinto geridos pela mesma Entidade Gestora, a investidores moderadamente avessos à volatilidade dos mercados financeiros que procuram a construção de complementos de reforma.

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	50	30 – 70
Taxa Fixa (a)	25	0 – 40
Taxa Variável (b)	25	0 – 40
Acções (c)	30	10 – 50
Imobiliário	15	0 – 30
Investimento Direto (d)	5	0-30
Investimento Indireto (e)	10	0-30
Investimentos Alternativos (f)	0	0-10
Liquidez (g)	5	0 – 25
Total	100	-

Em que:

- (a) Inclui títulos representativos de dívida de taxa fixa emitidos por entidades públicas ou privadas e unidades de participação de fundos de investimento mobiliário cuja política de investimento seja constituída maioritariamente por obrigações de taxa fixa;

-
- (b) Inclui títulos representativos de dívida de taxa variável emitidos por entidades públicas ou privadas e unidades de participação de fundos de investimento mobiliário cuja política de investimento seja constituída maioritariamente por obrigações de taxa variável. O papel comercial é incluído nesta classe de ativos;
 - (c) Inclui acções, *warrants* e obrigações convertíveis, bem como instrumentos que confirmem o direito à subscrição das mesmas acções tais como obrigações e unidades de participação em fundos de investimento mobiliário constituídos maioritariamente por essas acções;
 - (d) Inclui aplicações em terrenos e edifícios, créditos decorrentes de empréstimos hipotecários e acções de Sociedades imobiliárias;
 - (e) Inclui unidades de participação em fundos de investimento imobiliário, em fundos de fundos de investimento imobiliário ou em quaisquer outros organismos de investimento coletivo que invistam maioritariamente, de forma direta ou indireta, em ativos imobiliários.
 - (f) Inclui aplicações, cujo objetivo é obter rendimentos positivos, estáveis e independentes das direcções dos mercados financeiros. Utilizam para atingir estes objetivos diferentes, estratégias de investimento (nomeadamente Fundos de *Hedge Funds*, Fundos de *Private Equity*, entre outros);
 - (g) Inclui instrumentos do mercado monetário nomeadamente vocacionados para a gestão de tesouraria cujo prazo de vencimento residual é inferior a 12 meses. Ex: Depósitos à ordem, depósitos a prazo, certificados de depósito.

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

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. Instrumentos Derivados:

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

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

-
- Risco de taxa de juro - risco de variação da cotação das obrigações que compõem a carteira do Fundo, a qual depende da evolução das taxas de juro de curto e longo prazo. Assim, o Fundo está dependente das expectativas de crescimento económico, evolução das taxas de inflação e de condução da política monetária;
 - Risco de crédito - risco de investir em obrigações com risco de crédito nomeadamente, risco de descida das cotações devido à degradação da qualidade de crédito do emitente dos ativos, risco associado à possibilidade de ocorrer incumprimento por parte dos emitentes dos ativos;
 - Risco cambial - risco de investir em moeda estrangeira ou em ativos denominados em moeda estrangeira. A apreciação do euro face a essas moedas traduz-se numa perda de valor desses ativos;
 - Risco de mercado - risco de variação da cotação das acções 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 acções 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, transaccionar contratos de futuros e opções sobre índices ou sobre valores mobiliários individuais, poderá realizar operações de permuta de taxas de juro e de taxas de câmbio (*swaps*), celebrar acordos de taxas de juro, câmbios a prazo (*FRA's* e *forwards*) e utilizar "*credit default swaps*".

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

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

A exposição resultante de instrumentos derivados, considerada conjuntamente com a exposição resultante dos ativos em carteira, terá que respeitar os limites de exposição estabelecidos no Ponto 3. 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.

II. Operações de Reporte e Empréstimo de Valores:

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

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

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

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

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

III. Investimento Obrigacionista

As obrigações adquiridas deverão ter um *rating* mínimo de *Investment Grade* ou equivalente. Poderá no entanto existir até ao limite de 5% da carteira total, o investimento em obrigações de *rating* inferior a *Investment Grade*.

IV. Valores Não Admitidos em Mercados Regulamentados

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

V. Aplicações em Moeda Diferente do Euro

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

VI. Organismos de Investimento 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 poderão 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 nas categorias de *Trading* Direccional, Valor Relativo (Arbitragem), *Equity Long/Short*, e Crédito. Os tipos de ativos com os quais estas estratégias são implementadas incluem acções, obrigações, moedas, taxas de juro e matérias-primas, bem como ativos derivados com subjacentes destes tipos. Estes organismos podem também ter uma filosofia de gestão multi-estratégia e investir em outros organismos de investimento 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. Diversificação e Dispersão do Investimento

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

- (a) O investimento numa mesma Sociedade não pode representar mais do que 10% do valor do património do Fundo, sendo o limite de 5% quando se tratar de investimento em Associados do Fundo ou em Sociedades que se encontrem em relação de domínio ou de grupo com esses Associados;
- (b) O investimento no conjunto das Sociedades que se encontrem entre si ou com a Entidade Gestora em relação de domínio ou de grupo não pode representar mais do que 20% do valor do património do Fundo, sendo o limite de 10% quando se tratar de investimentos efetuados no conjunto dos Associados do Fundo e das Sociedades que se encontrem em relação de domínio ou de grupo com esses Associados;
- (c) O investimento em unidades de participação de um único organismo de investimento coletivo não harmonizado não pode representar mais do que 2% do valor do património do Fundo;

-
- (d) 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 2% do valor do património do Fundo;
 - (e) Para efeitos das anteriores alíneas (a) a (d), excluem-se depósitos em instituições de crédito que sejam efetuados com vista à gestão de liquidez do Fundo.

VIII. Investimentos Vedados

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

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

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 nas tabelas abaixo:

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

II. Cálculo da Rendibilidade da Carteira

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

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

Onde

r_t = rendibilidade diária da carteira no dia t;

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

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

t = unidade de tempo diária.

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

Rendibilidade do Período

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

Onde

R_p = rendibilidade acumulada da carteira no período P;

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

t = unidade de tempo diária;

n = número de observações diárias no período.

Rendibilidade YTD

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

Onde

R_T = rendibilidade acumulada da carteira no período T;

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

t = unidade de tempo diária;

n = número de observações diárias no período.

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 ;

$\overline{r_T}$ = média das rendibilidades r_t no período T .

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

$\overline{b_T}$ = 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.

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

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 ;

$\overline{D_T}$ = 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.

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

Em que:

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

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

R_T = rendibilidade acumulada da carteira no período T;

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

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

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

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

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

RP_T = risco de perda da carteira no período T;

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

t = unidade de tempo diária;

n = número de observações diárias no período;

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

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

r_t = rendibilidade diária da carteira no dia t;

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

Intervenção e Exercício de Direitos de Voto

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

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

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

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

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

Definição da Política de Investimentos

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

4. DESAGREGAÇÃO POR TIPO DE ADESÃO E POR TIPO DE PLANO

Valor da Carteira do Fundo de Pensões Aberto Caixa Reforma Valor, a 31-12-2015, ascendia a 22.476.587,21 €.

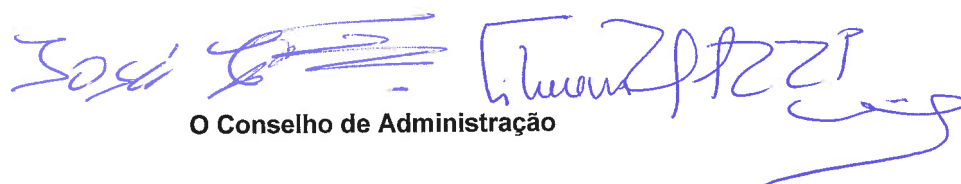
4.1. Adesões Coletivas

A 31 de Dezembro de 2015, o Fundo de Pensões Aberto Caixa Reforma Valor não tinha nenhuma adesão coletiva cujo plano de pensões associado fosse de Benefício Definido.

ADESÕES COLECTIVAS QUE FINANCIAM PLANOS DE CONTRIBUIÇÃO DEFINIDA			
N.º da Adesão	N.º Up's	Quota-parte	
		Valor	%
1	73.114,3557	443.043,75 €	1,97%
2	361,9430	2.193,23 €	0,01%
3	7.262,5668	44.008,25 €	0,20%
4	9.661,3473	58.543,90 €	0,26%
5	211.120,7274	1.279.307,16 €	5,69%
7	45.720,3594	277.047,09 €	1,23%
8	59.221,6450	358.859,48 €	1,60%
9	0,0000	- €	0,00%
11	11.555,8832	70.024,03 €	0,31%
12	53.395,0013	323.552,35 €	1,44%
13	29.877,1602	181.043,64 €	0,81%
14	884,3472	5.358,79 €	0,02%
15	9.526,3268	57.725,73 €	0,26%
16	2.614,3244	15.841,76 €	0,07%

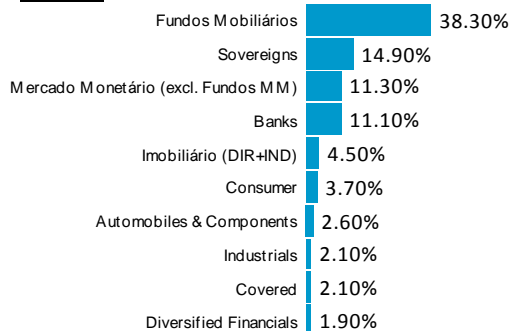
4.2. Adesões Individuais

As adesões individuais ao Fundo de Pensões Aberto Caixa Reforma Valor representavam, a 31 de dezembro de 2015, 86,13% da carteira do mesmo.

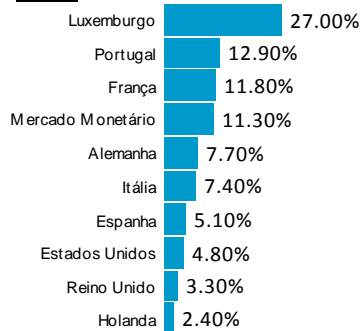

O Conselho de Administração

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

Sectores

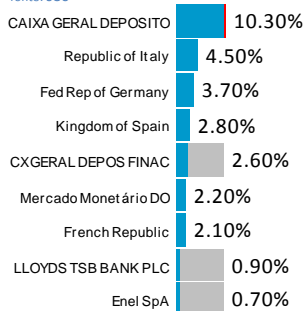


Países



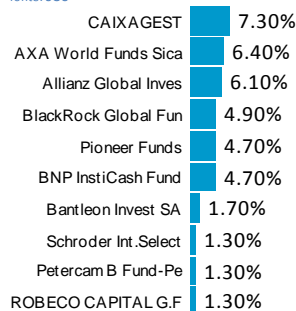
Emitentes - Investimento Directo

fonte: SGC



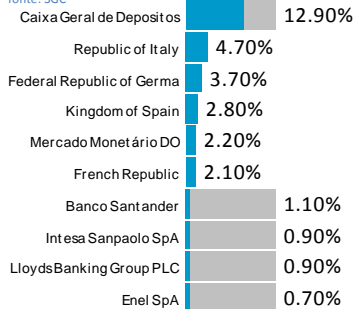
Emitentes - Investimento Indirecto

fonte: SGC



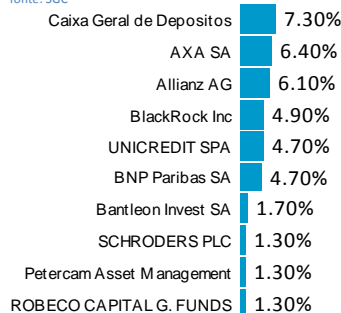
Grupos Económicos - Investimento Directo

fonte: SGC

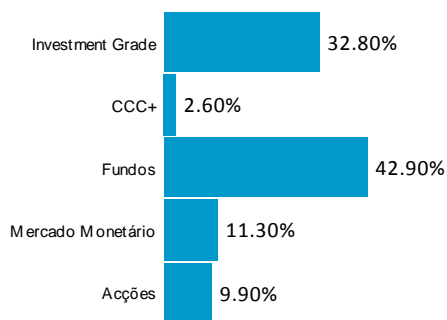


Grupos Económicos - Investimento Indirecto

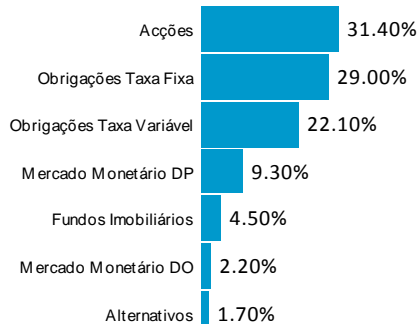
fonte: SGC



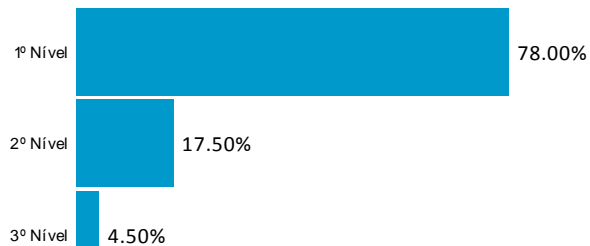
Ratings



Classes de Activos



Indicadores de Liquidez



Risco de Mercado

VaR Mercado Capitais	742,634
VaR com Derivados	818,662
% Mercado Capitais	88.7%
% Derivados	15.1%
Stress Testing	-4,118,570

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 Aberto Caixa Reforma Valor (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 22.545.143 euros e um valor do Fundo de 22.476.587 euros, incluindo um resultado líquido de 6.347.033 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 Aberto Caixa Reforma Valor 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).

Ênfases

5. Em 31 de dezembro de 2015, o investimento do Fundo em depósitos a prazo e em títulos de dívida emitidos pela Caixa Geral de Depósitos, S.A. ascendia a 2.889.005 euros (12,85% do Valor do Fundo). Nos termos das alíneas a) e b) do número 2 do artigo 12º da Norma Regulamentar nº 9/2007-R, de 28 de junho, o investimento numa mesma sociedade ou no conjunto de sociedades que se encontrem entre si ou com a Sociedade Gestora em relação de domínio ou de grupo não pode representar mais do que 10% e 20% do valor do Fundo, respetivamente, excluindo-se daqueles limites, nos termos do número 7 do artigo 13º daquela Norma Regulamentar, os depósitos que sejam efetuados com vista à gestão de liquidez do Fundo. De acordo com a Sociedade Gestora, esta situação resultou de uma opção que tomou, tendo em consideração a remuneração das referidas aplicações face a aplicações alternativas de curto prazo, e conforme comunicado à Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões será regularizada até ao final do primeiro trimestre de 2016 mediante a aplicação em outros ativos das novas contribuições e dos montantes dos depósitos a prazo que se forem vencendo.
6. Conforme referido na Nota 2. b) e evidenciado na Nota 4, para efeitos de valorização de títulos de dívida não cotados e nas situações em que não existam preços executáveis por parte de contribuidores divulgados nos meios especializados, nomeadamente na *Bloomberg*, a Sociedade Gestora recorre a outros contribuidores externos, privilegiando os que estejam relacionados com a emissão do título, 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 título ou, na sua ausência, um preço apurado com base em modelos teóricos. Em 31 de dezembro de 2015, existiam títulos com um valor de balanço total de 584.388 euros (2,60% do valor do Fundo) que se encontravam valorizados através de um modelo teórico elaborado pela Intermoney Valores S.V. S.A..

Relato sobre outros requisitos legais

7. 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 ABERTO CAIXA REFORMA VALOR

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

(Montantes expressos em Euros)

ATIVO	Notas	2015	2014
Investimentos:			
Instrumentos de capital e unidades de participação	4	11.848.157	8.440.653
Títulos de dívida pública	4	3.293.960	2.204.852
Outros títulos de dívida	4	4.752.509	1.931.669
Numerário, depósitos em instituições de crédito e aplicações MM	4	2.343.206	3.540.913
		<u>22.237.832</u>	<u>16.118.087</u>
Outros ativos:			
Devedores:			
Estado e outros entes públicos	5	7.287	4.400
Outras entidades	5	247.493	125.501
		<u>254.780</u>	<u>129.901</u>
Acréscimos e diferimentos	4	52.531	53.377
		<u>307.311</u>	<u>183.278</u>
Total do Ativo		<u>22.545.143</u>	<u>16.301.365</u>
PASSIVO E VALOR DO FUNDO	Notas	2015	2014
Credores:			
Entidade gestora	5	65.461	43.323
Estado e outros entes públicos	5	975	15
Depositário	5	1.348	849
Outras entidades	5	772	127.624
Total do Passivo		<u>68.556</u>	<u>171.811</u>
Valor do Fundo	3	<u>22.476.587</u>	<u>16.129.554</u>
Total do Passivo e do Valor do Fundo		<u>22.545.143</u>	<u>16.301.365</u>
Valor da Unidade de Participação	3	6,0596	5,8016

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

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA VALOR
DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADOS PARA OS EXERCÍCIOS
FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015 E 2014

(Montantes expressos em Euros)

	Notas	2015	2014
Subscrições de unidades de participação	3	6.988.075	6.679.460
Pensões, capitais e prémios únicos vencidos	8	(1.334.500)	(789.388)
Ganhos líquidos dos investimentos	6	726.490	433.484
Rendimentos líquidos dos investimentos	9	234.528	202.072
Outros rendimentos e ganhos	10	1	3
Outras despesas	11	(267.561)	(168.107)
Resultado líquido		<u>6.347.033</u>	<u>6.357.524</u>

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



FUNDO DE PENSÕES CAIXA REFORMA VALOR

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		
Contribuições dos Associados	341.130	207.653
Contribuições dos participantes	5.072.095	5.775.910
Transferências	1.574.851	695.898
Pensões, capitais e prémios únicos vencidos		
Pensões pagas	674	-
Capitais vencidos (Remições/vencimentos)	(1.025.938)	(205.232)
Transferências	(308.562)	(584.156)
Remunerações		
Remunerações de gestão	(221.651)	(134.062)
Remunerações de depósito e guarda de títulos	(4.393)	(2.419)
Outros rendimentos e ganhos / (gastos) líquidos	(186.878)	(31.265)
Fluxos de caixa líquidos das atividades operacionais	5.241.328	5.722.327
Fluxos de caixa das atividades de investimento		
Recebimentos		
Alienação/reembolso dos investimentos	13.704.627	18.603.599
Rendimentos dos investimentos	270.803	302.207
Pagamentos		
Aquisição de investimentos	(19.317.434)	(24.188.830)
Comissões de transação e mediação	(10.668)	(7.048)
Outros gastos com investimentos	(46.075)	(110.987)
Fluxos de caixa líquidos das atividades de investimento	(5.398.747)	(5.401.059)
Variação de caixa e seus equivalentes	(157.419)	321.268
Efeitos de alterações na taxa de câmbio	(614)	99
Caixa no início do exercício	401.239	79.872
Caixa no fim do exercício	243.206	401.239

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

1. NOTA INTRODUTÓRIA

O Fundo de Pensões Aberto Caixa Reforma Valor (adiante igualmente designado por “Fundo”) foi constituído em 2 de dezembro de 2005, por tempo indeterminado, tendo como objetivo garantir o financiamento de planos de pensões.

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).

A adesão ao Fundo concretiza-se mediante a celebração de um contrato e pode revestir a forma de adesão individual ou coletiva. Os detentores das unidades de participação são denominados Participantes (no caso de adesões individuais) ou Associados e/ou Participantes (no caso de adesões coletivas, de acordo com os planos de pensões definidos).

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 subscrições, transferências e resgates de unidades de participação, as quais são reconhecidas como proveitos ou custos quando recebidas ou pagas, respetivamente.

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;
- 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 título, 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 título;
- 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 investimentos são refletidas na demonstração de resultados na rubrica "Ganhos líquidos dos investimentos" (Nota 6), 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 investimentos 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 mesma rubrica da demonstração de resultados (Nota 6).

c) Unidades de participação

O património do Fundo está formalizado através de unidades de participação com características iguais e sem valor nominal, assumindo a forma escritural, as quais conferem aos seus titulares o direito de propriedade sobre os valores do Fundo, proporcionalmente ao número de unidades que representam.

O valor de cada unidade de participação é calculado dividindo o valor do Fundo pelo número de unidades de participação em circulação. O valor do Fundo corresponde ao somatório das rubricas do capital do Fundo, nomeadamente resultados de exercícios anteriores e resultado do exercício.

As subscrições e resgates são efetuados com base no último valor da unidade de participação conhecido e divulgado na respetiva data, sendo registados nas rubricas "Subscrições de unidades de participação" e "Pensões, capitais e prémios únicos vencidos" da demonstração de resultados, respetivamente.

d) Comissão de gestão

Esta comissão corresponde à remuneração da Sociedade Gestora pela sua atividade de gestão do património do Fundo. É calculada diariamente, através da aplicação de uma taxa máxima anual de 3% sobre o valor do Fundo, com exceção das unidades de participação de fundos de investimento geridos por empresas do Grupo Caixa Geral de Depósitos, sendo cobrada trimestral e postecipadamente no primeiro dia útil do mês subsequente. A taxa cobrada em 2015 e 2014 foi de 1,25%.

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

e) Comissão de depósito

Esta comissão corresponde à remuneração da CGD pelo exercício das funções de depositário dos títulos de crédito e de outros documentos representativos dos valores que integram a carteira do Fundo. É determinada através da aplicação de uma taxa anual máxima de 2% sobre o valor de mercado da carteira de valores mobiliários do Fundo, com exceção das unidades de participação de fundos de investimento geridos por empresas do Grupo Caixa Geral de Depósitos, sendo calculada diariamente e cobrada trimestral e postecipadamente no primeiro dia útil do mês subsequente. Para este efeito o valor de mercado da carteira de valores mobiliários é equiparado ao Valor do Fundo. A taxa cobrada em 2015 e 2014 foi de 0,03%.

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

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 6).

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).

As taxas sobre as contribuições a pagar à Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões são suportadas pela Sociedade Gestora.

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 em cotações de mercado, sendo os lucros e prejuízos realizados, reconhecidos como proveito ou custo nas rubricas de "Ganhos líquidos dos investimentos" (Nota 6) 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).



FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA VALOR

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

3. VALOR DO FUNDO

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	9.772.030
---------------------------------	-----------

Resultado líquido:

Subscrições de unidades de participação	6.679.460
Mais-valias potenciais, líquidas de menos-valias (Nota 6)	375.040
Mais-valias realizadas, líquidas de menos-valias (Nota 6)	65.183
Perdas resultantes de operações com derivados (Nota 6)	(10.770)
Pensões, capitais e prémios únicos vencidos (Nota 8)	(789.388)
Rendimentos líquidos dos investimentos (Nota 9)	202.072
Ganhos líquidos cambiais (Nota 6)	4.031
Outros rendimentos e ganhos (Nota 10)	3
Comissões (Nota 11)	(160.731)
Impostos (Nota 11)	(7.363)
Outros (Nota 11)	(13)

	6.357.524

Saldo em 31 de dezembro de 2014	16.129.554
---------------------------------	------------

Resultado líquido:

Subscrições de unidades de participação	6.988.075
Mais-valias potenciais, líquidas de menos-valias (Nota 6)	641.332
Mais-valias realizadas, líquidas de menos-valias (Nota 6)	137.581
Perdas resultantes de operações com derivados (Nota 6)	(64.171)
Pensões, capitais e prémios únicos vencidos (Nota 8)	(1.334.500)
Rendimentos líquidos dos investimentos (Nota 9)	234.528
Ganhos líquidos cambiais (Nota 6)	11.748
Outros rendimentos e ganhos (Nota 10)	1
Comissões (Nota 11)	(259.359)
Impostos (Nota 11)	(8.202)

	6.347.033

Saldo em 31 de dezembro de 2015	22.476.587
---------------------------------	------------

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA VALOR

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

O movimento ocorrido no número de unidades de participação em circulação nos exercícios de 2014 e 2015 foi o seguinte:

Unidades de participação em 31 de dezembro de 2013	1.752.524
. Subscrições	1.166.891
. Resgates	(139.236)
Unidades de participação em 31 de dezembro de 2014	2.780.179
. Subscrições	1.151.297
. Resgates	(222.228)
Unidades de participação em 31 de dezembro de 2015	3.709.248

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, o valor da unidade de participação era como segue:

	2015	2014
Valor do Fundo	22.476.587	16.129.554
Número de unidades de participação em circulação	3.709.248	2.780.179
Valor de unidade de participação	6,0596	5,8016

4. INVESTIMENTOS

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, a carteira de títulos do Fundo tem a seguinte composição:

	2015				2014
	Valor inicial	Mais/ /(menos) - -valias (Nota 6)	Valor de balanço	Juros corridos	Valor de balanço
Instrumentos de capital e unidades de participação					
Ações	2.135.529	80.995	2.216.524	-	1.607.206
Unidades de participação em fundos de investimento					
Mobiliário	8.740.497	579.332	9.319.829	-	6.523.057
Imobiliário	302.395	9.409	311.804	-	310.390
	9.042.892	588.741	9.631.633	-	6.833.447
	11.178.421	669.736	11.848.157	-	8.440.653
	=====	=====	=====	==	=====
Títulos de dívida pública					
Obrigações de dívida pública					
Taxa fixa	3.264.894	(23.272)	3.241.622	44.040	2.152.937
Taxa variável	51.915	423	52.338	153	51.915
	3.316.809	(22.849)	3.293.960	44.193	2.204.852
	=====	=====	=====	=====	=====

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA VALOR

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015

(Montantes expressos em Euros)

	2015			2014	
	Valor inicial	Mais/ /(menos) - -valias (Nota 6)	Valor de balanço	Juros corridos	Valor de balanço
Outros títulos de dívida					
Obrigações diversas					
Taxa variável	4.295.311	(971)	4.294.340	4.170	1.584.164
Taxa fixa	462.753	(4.584)	458.169	4.157	347.505
	-----	-----	-----	-----	-----
	4.758.064	(5.555)	4.752.509	8.327	1.931.669
	=====	=====	=====	=====	=====

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 rendimento fixo venciam juros às seguintes taxas médias anuais, calculadas com base no respetivo valor nominal:

	2015	2014
Obrigações de dívida pública	3,58%	4,14%
Obrigações diversas	0,83%	1,60%

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 Inputs	Nível 3 Outras	
	Cotações de mercado	observáveis de mercado	técnicas de valorização	Total
Instrumentos de capital e unidades de participação	11.536.353	-	311.804	11.848.157
Títulos de dívida pública	76.928	3.217.032	-	3.293.960
Outros títulos de dívida	3.508.405	659.716	584.388	4.752.509
	15.121.686	3.876.748	896.192	19.894.626
	=====	=====	=====	=====
	2014			
	Técnicas de valorização			
	Nível 1	Nível 2 Inputs	Nível 3 Outras	
	Cotações de mercado	observáveis de mercado	técnicas de valorização	Total
Instrumentos de capital e unidades de participação	8.130.263	-	310.390	8.440.653
Títulos de dívida pública	2.204.852	-	-	2.204.852
Outros títulos de dívida	1.166.114	206.023	559.532	1.931.669
	11.501.229	206.023	869.922	12.577.174
	=====	=====	=====	=====

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA VALOR

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

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 em 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.

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, a rubrica “Outros títulos de dívida – Nível 3 – Outras técnicas de valorização” inclui 650.000 obrigações subordinadas da CGD denominadas “CGD S.758 12/2017”, as quais se encontravam valorizadas com base em modelos de avaliação elaborados pela *InterMoney Valores S.V. S.A.*. Estas obrigações representavam 2,60% e 3,47%, respetivamente, do valor do Fundo naquelas datas.

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

	2015		2014	
	Valor Nominal	Juro decorrido	Valor Nominal	Juro decorrido
Depósitos à ordem em Euros	241.819	-	384.605	9
Depósitos à ordem em moeda estrangeira	1.387	-	16.634	-
	-----	--	-----	---
Total de depósitos à ordem	243.206	-	401.239	9
	-----	--	-----	---
Ajustes – produtos derivados em Euros	-	-	79.299	-
Ajustes – produtos derivados em moeda estrangeira	-	-	41.219	-
	---	---	-----	---
Total de ajustes – produtos derivados	-	-	120.518	-
	---	---	-----	---
Depósitos a prazo em Euros	2.100.000	11	3.019.156	8.977
	-----	---	-----	-----
Total de depósitos em instituições de crédito	2.343.206	11	3.540.913	8.986
	=====	==	=====	=====

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 0,19% e 1,27%, respetivamente.

Em 31 de dezembro de 2014, o valor de balanço das obrigações e dos fundos de investimento cuja política de investimento seja constituída maioritariamente por obrigações ascende a 3.543.747 euros (21,97% do valor do Fundo), sendo inferior em 1.295.119 euros ao limite mínimo de 30% definido na política de investimento do Fundo.

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015
(Montantes expressos em Euros)5. DEVEDORES E CREDITORES

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, a rubrica "Devedores" tem a seguinte composição:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Estado e outros entes públicos	7.287	4.400
	-----	-----
Outras entidades:		
· Devedores por operações sobre futuros:		
· Ajustes – produtos derivados em Euros	186.995	-
· Ajustes – produtos derivados em moeda estrangeira	56.145	-
	-----	---
	243.140	-
· Operações pendentes de liquidação	870	125.330
· Outros	3.483	171
	-----	-----
	247.493	125.501
	-----	-----
	254.780	129.901
	=====	=====

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, 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 e 2015, respetivamente.

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, o saldo da rubrica "Creditores" apresenta a seguinte composição:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Entidade gestora - Comissão de gestão	65.461	43.323
	-----	-----
Estado e outros entes públicos	975	15
	-----	---
Depositário - Comissão de depósito	1.348	849
	-----	-----
Outras entidades:		
· Operações pendentes de liquidação	-	123.301
· Outros	772	4.323
	-----	-----
	772	127.624
	-----	-----
	68.556	171.811
	=====	=====

Em 31 de dezembro de 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 2015.

6. 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	146.260	(65.265)	80.995	164.122	(90.321)	73.801	154.796
Unidades de participação em fundos de investimento	602.620	(13.879)	588.741	75.384	(10.551)	64.833	653.574
Obrigações de dívida pública	23.210	(46.059)	(22.849)	38.564	(41.464)	(2.900)	(25.749)
Obrigações diversas	26.850	(32.405)	(5.555)	4.117	(2.270)	1.847	(3.708)
	798.940	(157.608)	641.332	282.187	(144.606)	137.581	778.913
Derivados	-	-	-	879.091	(943.262)	(64.171)	(64.171)
Ganhos líquidos cambiais	-	-	-	-	-	-	11.748
	798.940	(157.608)	641.332	1.161.278	(1.087.868)	73.410	726.490

Designação	2014						
	Mais-valias potenciais	Menos-valias potenciais	Valias potenciais líquidas	Mais-valias realizadas	Menos-valias realizadas	Valias realizadas líquidas	Ganhos líquidos
Ações	70.747	(35.195)	35.552	57.714	(76.664)	(18.950)	16.602
Unidades de participação em fundos de investimento	210.955	(53.581)	157.374	12.058	(5.678)	6.380	163.754
Obrigações de dívida pública	155.574	(2.739)	152.835	74.194	(814)	73.380	226.215
Obrigações de outros emissores públicos	-	-	-	13	-	13	13
Obrigações diversas	33.499	(4.220)	29.279	5.683	(1.323)	4.360	33.639
	470.775	(95.735)	375.040	149.662	(84.479)	65.183	440.223
Derivados	-	-	-	1.167.103	(1.177.873)	(10.770)	(10.770)
Ganhos líquidos cambiais	-	-	-	-	-	-	4.031
	470.775	(95.735)	375.040	1.316.765	(1.262.352)	54.413	433.484

7. OPERAÇÕES COM DERIVADOS

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

Tipo de Contrato	N.º de posições em aberto	Compra/ (Venda)	Valor de mercado	Valor nocional	Exposição
<u>Futuros de cotações:</u>					
VGH6-EUR EUX03/2016	36	Compra	3.282,00	10 (*)	1.181.520
ESH6 S&P500 MAR/2016	5	Venda	1.889,85	50 (**)	(472.463)
					709.057
<u>Futuros de taxa de juro:</u>					
TYH6-USD CBT 03/16	3	Compra	115,78	1.000 (***)	347.353
TUH6-USD CBT 03/16	7	Venda	100,03	2.000 (****)	(1.400.379)
					(1.053.026)
					(343.969)
					=====

(*) 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.(***) O valor nocional corresponde a um *contract size* de 1.000 Dólares Norte Americanos com um *tick size* de 0,0156250.(****) O valor nocional corresponde a um *contract size* de 2.000 Dólares Norte Americanos com um *tick size* de 0,0078125.

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA VALOR

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	17	Compra	3.133,00	10 (*)	532.610

<u>Futuros de taxa de juro:</u>					
FVH5-USD CBT 03/15	19	Venda	98,20	1.000 (**)	(1.865.833)
TUH5-USD CBT 03/15	10	Venda	90,31	2.000 (***)	(1.806.261)

					(3.672.094)

					(3.139.484)
					=====

(*) 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 as perdas líquidas resultantes de operações com contratos de futuros ascenderam a 64.171 euros e 10.770 euros, respetivamente (Nota 6).

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, o valor de balanço da conta margem apresenta a seguinte composição (Notas 5 e 4):

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Conta margem inicial	140.033	57.881
Conta margem de variação	103.107	62.637
	-----	-----
	243.140	120.518
	=====	=====

8. PENSÕES, CAPITALIS E PRÉMIOS ÚNICOS VENCIDOS

Nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2015 e 2014, esta rubrica apresenta a seguinte composição:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Resgate de unidades de participação	1.025.938	205.232
Transferência de unidades de participação	308.562	584.156
	-----	-----
	1.334.500	789.388
	=====	=====

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA VALOR

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

9. RENDIMENTOS LÍQUIDOS DOS INVESTIMENTOS

Esta rubrica apresenta a seguinte composição por natureza de rendimento:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Juros de obrigações	125.250	96.219
Dividendos de ações	61.893	33.492
Juros de depósitos a prazo	28.672	60.005
Rendimentos de fundos de investimento	18.703	12.060
Juros de depósitos à ordem	10	296
	-----	-----
	234.528	202.072
	=====	=====

10. OUTROS RENDIMENTOS E GANHOS

Esta rubrica apresenta a seguinte composição:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Outros	1	3
	==	==

11. OUTRAS DESPESAS

Nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2015 e 2014, esta rubrica apresenta a seguinte composição:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Comissão de gestão	243.789	149.749
Comissão de mediação	10.679	8.212
Comissão de depósito	4.891	2.770
	-----	-----
	259.359	160.731
	-----	-----
Impostos	8.202	7.363
Outros	-	13
	-----	-----
	267.561	168.107
	=====	=====

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

12. TAXA GLOBAL DE CUSTOS

A Taxa Global de Custos para os exercícios findos em 31 de dezembro de 2015 e 2014, apresenta a seguinte composição:

2015		
Custos	Valor	%VLGF ⁽¹⁾
Comissão de gestão	243.789	1,17%
<i>Componente fixa</i>	243.789	1,17%
<i>Componente variável</i>	-	-
Comissão de depósito	4.891	0,02%
Comissão de mediação	10.679	0,05%
Custos de auditoria	-	-
Outros custos	-	-
TOTAL	259.359	
TAXA GLOBAL DE CUSTOS (TGC)		1,25%

⁽¹⁾ Percentagens calculadas sobre a média diária do valor do Fundo relativa ao período de referência.

2014		
Custos	Valor	%VLGF ⁽¹⁾
Comissão de gestão	149.749	1,17%
<i>Componente fixa</i>	149.749	1,17%
<i>Componente variável</i>	-	-
Comissão de depósito	2.770	0,02%
Comissão de mediação	8.212	0,06%
Custos de auditoria	-	-
Outros custos	-	-
TOTAL	160.731	
TAXA GLOBAL DE CUSTOS (TGC)		1,26%

⁽¹⁾ Percentagens calculadas sobre a média diária do valor do Fundo relativa ao período de referência.

Os custos de auditoria são suportados pela Sociedade Gestora.

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:
 - 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	4.760.836	1.938.796
Dívida pública	3.338.153	2.242.116
	=====	=====
	8.098.989	4.180.912
	=====	=====

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.

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:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
"AA -" a "AAA"	1.894.541	847.568
"A -" a "A +"	2.675.287	535.082
"BBB -" a "BBB +"	2.804.332	2.039.927
"BB -" a "BB +"	140.049	198.353
"CCC -" a "CCC +"	584.780	559.982
	=====	=====
	8.098.989	4.180.912
	=====	=====

De acordo com a política de investimento do Fundo, as obrigações adquiridas devem ter um *rating* mínimo de *Investment Grade* ou equivalente. O Fundo poderá no entanto deter obrigações de *rating* inferior a esta classificação até ao limite de 10% do seu valor. Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, o investimento do Fundo em títulos com *rating* inferior a *Investment Grade* ascendia a 724.829 euros e 758.335 euros, respetivamente (3,22% e 4,70% do valor do Fundo em 31 de dezembro de 2015 e 2014, respetivamente). Em 31 de dezembro de 2014, dos títulos referidos, 114.508 euros apresentavam *rating* inferior àquela classificação na data em que foram adquiridos, uma vez que a Sociedade Gestora entendeu ser uma boa oportunidade de investimento para a carteira.

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	41,5%	Unidades de participação	42,9%	Caixa Geral de Depósitos (*)	21,2%
Dívida pública	14,9%	Portugal	12,4%	AXA S.A.	6,4%
Bancário	11,1%	Itália	7,4%	Allianz AG	6,3%
Depósitos em instituições de crédito	10,4%	Alemanha	6,8%	Unicredit SPA	5,0%
Consumo	3,7%	França	6,6%	BlackRock Inc	4,9%
Outros setores	18,4%	Outros países	23,9%	Outras entidades	56,2%
	<u>100,0%</u>		<u>100,0%</u>		<u>100,0%</u>

2014					
Setor	%	País	%	Entidade	%
Fundos mobiliários	40,4%	Unidades de participação	42,4%	Caixa Geral de Depósitos (*)	30,6%
Depósitos em instituições de crédito	22,0%	Portugal	24,6%	BNP Paribas	6,5%
Dívida pública	13,9%	Itália	7,0%	BlackRock Inc	6,3%
Bancário	8,2%	Espanha	5,9%	AXA S.A.	6,1%
Consumo	2,2%	Alemanha	5,8%	Dívida Pública Italiana	4,9%
Outros setores	13,3%	Outros países	14,4%	Outras entidades	45,6%
	<u>100,0%</u>		<u>100,0%</u>		<u>100,0%</u>

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

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 742.634 euros (3,30% do valor do Fundo) e 259.564 euros (1,61% do valor do Fundo), respetivamente.

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, o *VaR* da carteira de títulos com derivados ascende a 818.662 euros (3,64% do valor do Fundo) e 283.390 euros (1,76% do valor do Fundo), respetivamente.

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA VALOR

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

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	Franco Suíço	Coroa Dinamarquesa	Coroa Sueca	Coroa Norueguesa
Ativo							
Instrumentos de capital e unidades de participação	11.642.139	-	119.984	21.142	41.399	-	23.493
Títulos de dívida pública	3.293.960	-	-	-	-	-	-
Outros títulos de dívida	4.752.509	-	-	-	-	-	-
Depósitos em instituições de crédito e aplicações MMI	2.341.819	87	691	317	124	48	120
	<u>22.030.427</u>	<u>87</u>	<u>120.675</u>	<u>21.459</u>	<u>41.523</u>	<u>48</u>	<u>23.613</u>
							<u>22.237.832</u>

	2014						
	Euros	Dólares Americanos	Libras Esterlinas	Franco Suíço	Coroa Dinamarquesa	Coroa Sueca	Coroa Norueguesa
Ativo							
Instrumentos de capital e unidades de participação	8.254.121	-	59.958	38.796	38.449	13.675	35.654
Títulos de dívida pública	2.204.852	-	-	-	-	-	-
Outros títulos de dívida	1.931.669	-	-	-	-	-	-
Depósitos em instituições de crédito e aplicações MMI	3.483.060	42.454	379	492	467	62	13.999
	<u>15.873.702</u>	<u>42.454</u>	<u>60.337</u>	<u>39.288</u>	<u>38.916</u>	<u>13.737</u>	<u>49.653</u>
							<u>16.118.087</u>

Risco de taxa de juro

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

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Taxa variável	4.351.001	1.638.233
Taxa fixa	3.747.988	2.542.679
	<u>8.098.989</u>	<u>4.180.912</u>
	<u>=====</u>	<u>=====</u>

Risco de liquidez

O risco de liquidez corresponde ao risco do Fundo ter dificuldades em cumprir os seus compromissos, nomeadamente do resgate/transferência de unidades de participação e do pagamento 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 8.098.989 euros e 4.180.912 euros, respetivamente, e têm as seguintes maturidades:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Até 1 ano	2,08%	3,26%
Entre 1 e 3 anos	25,91%	32,61%
Entre 3 e 5 anos	35,53%	21,40%
Entre 5 e 7 anos	5,30%	2,39%
Entre 7 e 10 anos	22,86%	31,69%
Superior a 10 anos	8,32%	8,65%
	<u>100,00%</u>	<u>100,00%</u>
	<u>=====</u>	<u>=====</u>

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.

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 4.118.570 euros e 2.939.238 euros, respetivamente, e apresenta a seguinte composição:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Obrigações	504.602	320.762
Ações e fundos de investimento mobiliário	3.248.054	2.385.190
Derivados	212.717	159.783
Imobiliário	153.197	73.503
	-----	-----
	4.118.570	2.939.238
	=====	=====

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA VALOR
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					
ANHEUSER-BUSCH INB	1.078	107.848	15.475	123.323	-
DAIMLER CHRYSLER	1.355	99.652	5.469	105.121	-
SIEMENS	876	80.263	(1.528)	78.735	-
BAYER AG	677	77.006	1.391	78.397	-
DEUTSCHE TELEKOM	4.432	67.920	6.050	73.970	-
TOTAL SA	1.761	77.946	(5.278)	72.668	-
AXA-UAP	2.792	57.133	13.309	70.442	-
ING GROEP NV	5.542	63.990	5.008	68.998	-
BANCA INTESA	18.804	49.981	8.086	58.067	-
ALLIANZ	344	49.820	6.441	56.261	-
BEIERSDORF AG	587	49.039	363	49.402	-
UNILEVER NV-CVA	1.178	39.576	7.668	47.244	-
BCO SANTANDER C.HISP	10.253	64.210	(17.477)	46.733	-
BNP	880	46.243	(281)	45.962	-
AIRBUS GROUP SE	707	37.204	6.630	43.834	-
TELECOM ITALIA	31.742	35.457	1.840	37.297	-
RENAULT SA	399	33.781	3.178	36.959	-
IBERDROLA	5.429	30.881	4.679	35.560	-
GLE ENTREP. VINCI	599	33.039	2.386	35.425	-
SANOFI SYNHLABO	445	34.504	473	34.977	-
BMW	339	32.316	781	33.097	-
MUNCHENER RUCKVERS.	179	29.625	3.409	33.034	-
INDITEX	980	27.304	3.752	31.056	-
HEIDELBERGER ZEMENT	404	28.951	1.599	30.550	-
BCO. BILBAO VISCAYA	4.509	41.724	(11.338)	30.386	-
AIR LIQUIDE	282	31.116	(1.887)	29.229	-
SAFRAN SA	424	23.001	3.868	26.869	-
SAP SE	360	21.045	5.372	26.417	-
STROEER SE	439	24.071	1.347	25.418	-
UNIBAIL-RODAM(UL NA)	108	24.345	970	25.315	-
EURAZEO	390	22.620	2.145	24.765	-
KONINKLIJKE KPN	7.086	23.951	793	24.744	-
ALCATEL-LUCENT	6.296	23.543	(563)	22.980	-
CRH ORD	855	20.304	2.525	22.829	-
KBC BANKVERZEKERING	359	17.524	3.180	20.704	-
RTL GROUP	249	18.864	321	19.185	-
VOLKSWAGEN AG-PREF.	138	15.382	3.076	18.458	-
EDP Renováveis	2.530	14.037	4.306	18.343	-
FRESENIUS SE&CO KGAA	263	11.959	5.391	17.350	-
SOCIETE GENERALE	404	15.873	1.325	17.198	-
COVESTRO AG	506	15.884	1.135	17.019	-
CAP GEMINI SOGETI	197	15.510	1.353	16.863	-
INTERNATIONAL AIR	1.905	15.470	294	15.764	-

Este anexo faz parte integrante das demonstrações financeiras em 31 de dezembro de 2015.

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA VALOR
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
KONINKLIJKE PHILIPS	667	15.414	301	15.715	-
MEDIOBANCA	1.758	16.266	(646)	15.620	-
ENI SPA	1.131	17.388	(1.780)	15.608	-
DIALOG SEMICONDUCTOR	474	18.707	(3.958)	14.749	-
SYMRISE AG	237	14.214	321	14.535	-
RED ELECTRICA	187	13.787	633	14.420	-
ENEL	3.702	14.554	(146)	14.408	-
ATOS SE	186	13.361	1.045	14.406	-
LAGARDERE GROUPE	516	13.681	514	14.195	-
AZIMUT HOLDING SPA	610	15.880	(1.813)	14.067	-
Kering	88	13.746	154	13.900	-
SCHNEIDER	257	16.373	(2.865)	13.508	-
DEUTSCHE BANK	557	13.830	(1.284)	12.546	-
ALTICE NV A-W/I	938	18.238	(5.809)	12.429	-
STORA ENSO OYJ-R	1.462	12.309	(43)	12.266	-
REMY COINTREAU	172	12.020	(666)	11.354	-
L OREAL	71	10.611	415	11.026	-
WIRECARD AG	230	10.321	374	10.695	-
CARREFOUR	352	9.132	249	9.381	-
E.ON AG(EX VEBA AG)	922	12.243	(4.009)	8.234	-
OMV AG	19	432	64	496	-
		<u>1.932.419</u>	<u>78.087</u>	<u>2.010.506</u>	<u>-</u>
<u>Outras divisas</u>					
CARNIVAL PLC	950	45.798	4.076	49.874	-
DANSKE BANK	1.091	27.674	(601)	27.073	-
SHIRE PLC	411	25.388	833	26.221	-
YARA INTERNAT ASA	591	22.926	567	23.493	-
NOVARTIS REG	265	22.384	(1.242)	21.142	-
RECKITT BENCKISER	197	16.177	626	16.803	-
VESTAS WIND SYSTEMS	221	14.002	324	14.326	-
ASSTEAD GROUP PLC	941	13.921	378	14.299	-
OCADO GROUP PLC	3.097	14.840	(2.053)	12.787	-
		<u>203.110</u>	<u>2.908</u>	<u>206.018</u>	<u>-</u>
		<u>2.135.529</u>	<u>80.995</u>	<u>2.216.524</u>	<u>-</u>

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA VALOR
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
UNIDADES DE PARTICIPAÇÃO EM FUNDOS DE INVESTIMENTO					
<u>Mobiliário</u>					
ALLIANZ EUROLND EQY G	620	1.199.935	170.990	1.370.925	-
BROCK EURO MKT Fd D2	38.285	917.125	182.420	1.099.545	-
AXA WF EURO INF BOND	8.430	1.095.394	(10.706)	1.084.688	-
PIONEER EUROLND EQ I	132.744	978.525	84.754	1.063.279	-
BNPP L1 EQTY EURO I	2.764	975.894	73.237	1.049.131	-
CXG IMOBILIARIO	198.914	683.396	26.110	709.506	-
CXG OBRIGAÇÕES	110.484	480.727	1.214	481.941	-
BANTLEON OPP L IT	2.111	372.221	3.980	376.201	-
AXA WF EU CREDIT	2.650	354.438	1.351	355.789	-
Schroder ISF Inv Gov	23.454	284.308	893	285.201	-
PETERCAM BdEUR InG-F	4.265	282.848	2.225	285.073	-
ROBEKO EUR GOV BD I	1.753	280.900	2.578	283.478	-
CXG INFRAESTRUTURAS	32.906	166.130	22.931	189.061	-
CXG OBRIGACOES MAIS	24.142	140.260	(1.216)	139.044	-
CXG PRIVATE EQUITY	20.095	105.699	5.816	111.515	-
HENDERSON HORIZ.PAN€	5.530	90.139	(166)	89.973	-
THREADNEEDLE CREDIT	70.280	90.886	(1.124)	89.762	-
NATIXIS AM SEEYOND	5	76.356	11.756	88.112	-
ML-MARSHAL WACE TOPS	561	77.436	38	77.474	-
BNY MELLON ABS RET	63.000	72.589	1.814	74.403	-
AMUNDI GLOBAL FOREX	15	15.291	437	15.728	-
		<u>8.740.497</u>	<u>579.332</u>	<u>9.319.829</u>	<u>-</u>
<u>Imobiliário</u>					
F.I.IMOB.IMOSOCIAL	16.827	109.633	8.289	117.922	-
Fnd I.Imob. MAXIRENT	7.207	68.675	1.748	70.423	-
LOGISTICA E DISTRIB.	16.788	66.017	(666)	65.351	-
FUNDIESTAMO I	58	58.070	38	58.108	-
IBERIA F.INV.IMOB	4.595	-	-	-	-
		<u>302.395</u>	<u>9.409</u>	<u>311.804</u>	<u>-</u>
		<u>9.042.892</u>	<u>588.741</u>	<u>9.631.633</u>	<u>-</u>

Este anexo faz parte integrante das demonstrações financeiras em 31 de dezembro de 2015.

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA VALOR
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
OBRIGAÇÕES DA DÍVIDA PÚBLICA					
<u>Taxa fixa</u>					
BTPS 4.5% 03/2024	230.000	277.951	7.647	285.598	3.469
DBR 1.75% 2/2024	240.000	265.959	321	266.280	3.682
SPGB 4.4% 10/2023	165.000	199.337	2.136	201.473	1.230
BTPS 5.5% 09/2022	140.000	179.711	377	180.088	2.581
SPGB 5.5% 07/2017	165.000	183.581	(4.379)	179.202	3.843
DBR 0.5% 02/2025	170.000	168.244	743	168.987	815
FRTR 1.75% 05/2023	120.000	132.477	(1.959)	130.518	1.268
DBR 1.5% 02/2023	110.000	119.336	418	119.754	1.447
SPGB 4.6% 07/2019	98.000	114.841	(2.203)	112.638	1.909
FRTR 4.25% 10/2023	87.000	110.940	425	111.365	687
NETHER 3.75% 01/23	90.000	112.899	(1.623)	111.276	3.246
FRTR 1.75% 11/2024	100.000	110.314	(2.303)	108.011	177
BTPS 4.5% 05/2023	86.000	104.825	1.231	106.056	649
FRTR 4.5% 04/2041	64.000	100.320	(3.101)	97.219	1.975
DBR 4.75% 98/2028	60.000	95.952	(8.424)	87.528	1.409
OT 4.8% 06/2020	70.000	81.053	216	81.269	1.836
BTPS 5% 09/2040	54.000	71.480	5.448	76.928	905
BTPS 3.5% 03/2030	60.000	71.991	(998)	70.993	704
BTPS 4.75% 08/2023	56.000	69.588	817	70.405	1.106
SPGB 5.5% 04/2021	55.000	69.982	(1.541)	68.441	2.033
SPGB 4.7% 07/2041	50.000	73.064	(7.041)	66.023	995
BTPS 4.25% 09/2019	55.000	63.360	(589)	62.771	783
BTPS 4% 02/2017	60.000	64.305	(1.706)	62.599	998
DBR 2.5% 07/2044	50.000	63.650	(1.355)	62.295	618
RAGB 4.85 03/2026	45.000	64.458	(2.197)	62.261	1.741
DBR 1.5% 05/2023	57.000	62.184	(98)	62.086	540
DBR 4% 04/01/37	39.000	59.631	(1.771)	57.860	1.547
OT 2.875% 10/2025	55.000	57.005	(398)	56.607	337
BTPS 4.5% 03/2026	40.000	48.960	1.820	50.780	603
BTPS 5% 03/2025	26.000	32.603	1.188	33.791	436
FRTR 3.25% 5/2045	24.000	34.893	(4.373)	30.520	471
		<u>3.264.894</u>	<u>(23.272)</u>	<u>3.241.622</u>	<u>44.040</u>
<u>Taxa variável</u>					
CCTS Float 11/18	50.000	51.915	423	52.338	153
		<u>3.316.809</u>	<u>(22.849)</u>	<u>3.293.960</u>	<u>44.193</u>

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA VALOR
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
OBRIGAÇÕES DIVERSAS					
<u>Taxa fixa</u>					
SANTAN 1.625% 06/19	100.000	104.133	(416)	103.717	906
CXGD 3.875% 06/2016	100.000	106.385	(3.076)	103.309	276
CXGD 1% 01/2022	100.000	99.336	364	99.700	929
POPSM 0.75% 09/2020	100.000	99.506	142	99.648	318
BBVASM 3.625% 01/17	50.000	53.393	(1.598)	51.795	1.728
		462.753	(4.584)	458.169	4.157
<u>Taxa variável</u>					
CGD S.758 12/2017	650.000	559.532	24.856	584.388	392
LLOYDS Float 09/2019	200.000	200.509	(1.035)	199.474	41
RABOBK Float 05/2020	150.000	149.147	(164)	148.983	25
ENELIM Float 02/2018	100.000	107.858	(2.368)	105.490	1.170
ENIIMFloat 10/2017	100.000	105.729	(1.479)	104.250	636
BPCEGP Float 05/2018	100.000	100.809	(87)	100.722	52
BAC Float 05/2019	100.000	100.650	4	100.654	216
ISPIM Float 04/2019	100.000	101.251	(690)	100.561	205
MS Float 11/19	100.000	100.311	3	100.314	73
BATSLN Float 03/2018	100.000	100.744	(505)	100.239	26
UPS Float 07/2020	100.000	100.000	27	100.027	45
RY Float 03/2019	100.000	100.652	(666)	99.986	4
AT&T Float 06/19	100.000	100.350	(394)	99.956	36
RENAUL Float 06/2017	100.000	100.609	(688)	99.921	31
UNANA Float 06/18	100.000	100.000	(83)	99.917	5
CS Float 10/2019	100.000	100.836	(1.014)	99.822	86
JYBC Float 03/2018	100.000	100.000	(250)	99.750	6
Citigroup Float 5/17	100.000	99.705	(5)	99.700	1
CAT Float 05/2018	100.000	100.000	(328)	99.672	19
SKYLN Float 04/20	100.000	99.901	(239)	99.662	181
GE Float 01/2020	100.000	100.154	(527)	99.627	65
BNFP Float 01/2020	100.000	100.427	(807)	99.620	62
CBAAUFloat 01/2020	100.000	100.302	(782)	99.520	69
BMW Float 03/2019	100.000	100.000	(593)	99.407	10
MMM Float 05/20	100.000	100.000	(606)	99.394	19
MCD Float 08/2019	100.000	100.000	(647)	99.353	20
DNBNO Float 01/2020	100.000	99.500	(195)	99.305	60
SANTAN Float 03/2020	100.000	100.103	(1.167)	98.936	37
POHBK Float 03/20	100.000	99.958	(1.056)	98.902	9
F Float 02/2018	100.000	100.000	(1.126)	98.874	57
CAFP Float 03/2020	100.000	100.000	(1.279)	98.721	12
BHP Float 04/20	100.000	100.000	(2.729)	97.271	52

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA VALOR
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
VW Float 04/2019	100.000	101.349	(5.158)	96.191	119
GS Float 07/2022	75.000	74.699	708	75.407	132
GS Float 29/05/2020	75.000	75.000	(394)	74.606	39
UCGIM Float 12/2017	50.000	51.188	(181)	51.007	31
HBOS Float 03/2017	50.000	49.606	280	49.886	9
ISPIM Float 05/2017	50.000	49.326	468	49.794	4
ENELIM Float 02/2016	40.000	40.096	(63)	40.033	110
GE Float 02/2016	25.000	25.010	(12)	24.998	4
		4.295.311	(971)	4.294.340	4.170
		4.758.064	(5.555)	4.752.509	8.327
		19.253.294	641.332	19.894.626	52.520