



FUNDO DE PENSÕES PPR SGF
POUPANÇA EQUILIBRADA

Relatório e Contas 2019



SGF



De poupança
sabemos nós

ÍNDICE

ÂMBITO

RELATÓRIO DE GESTÃO

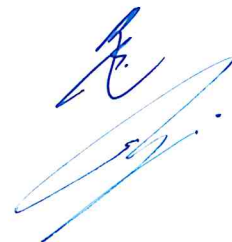
DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

NOTAS ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

POLÍTICA DE INVESTIMENTOS

COMENTÁRIO FINANCEIRO

CERTIFICAÇÃO LEGAL DAS CONTAS



ÂMBITO

O objetivo deste relatório é apresentar os resultados da gestão do Fundo de Pensões PPR SGF Poupança Equilibrada, refletindo de forma verdadeira e apropriada, o ativo, as responsabilidades e a situação financeira do Fundo.

O seu conteúdo foi preparado dando cumprimento à Norma Regulamentar Nº 7/2010-R de 4 de junho, emitida pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões.

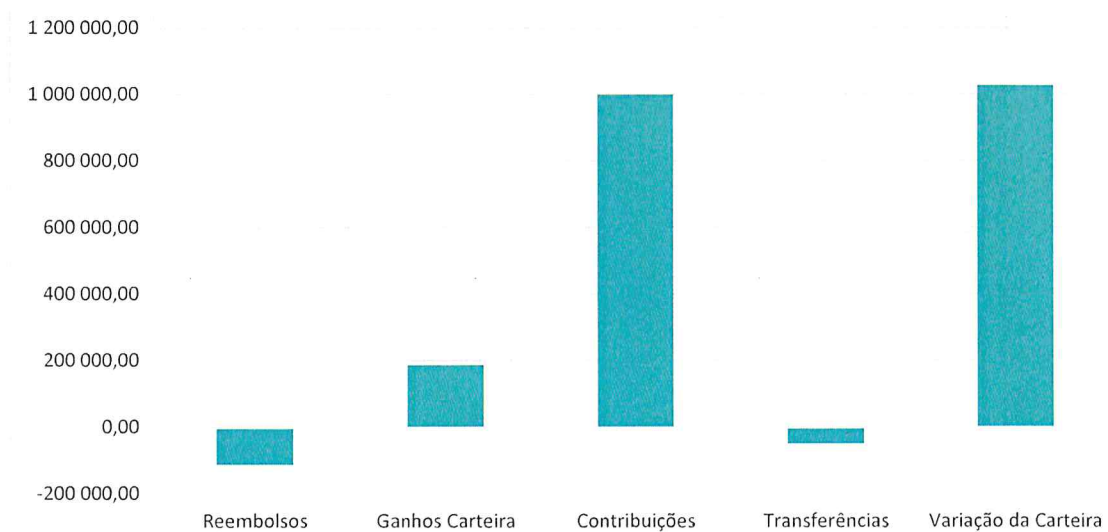
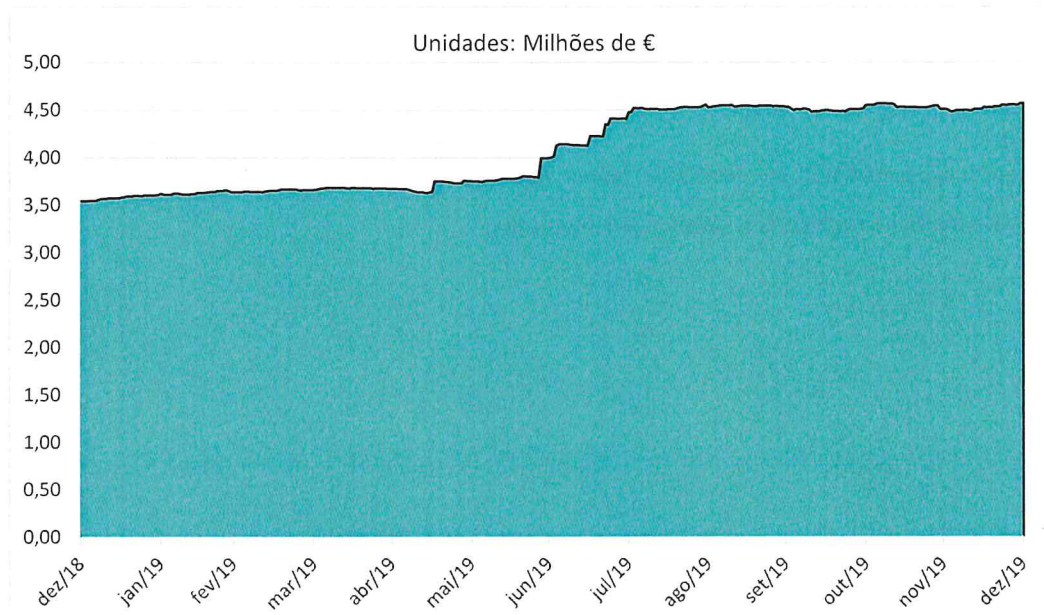
Adicionalmente apresentamos os principais factos ocorridos no período bem como os elementos relevantes para melhor compreensão da situação do Fundo.

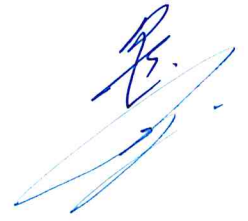


RELATÓRIO DE GESTÃO

Evolução Geral do Fundo de Pensões

O ano de 2019 foi um ano positivo para o Fundo de Pensões PPR SGF Poupança Equilibrada, com uma rentabilidade de 5,26%. Verificou-se um acréscimo de valor do Fundo, já que as subscrições, contribuições e ganhos da carteira superaram os reembolsos e transferências.





Alterações com Impacto Significativo

Em setembro de 2019 o Fundo de Pensões PPR Património Reforma Equilibrado mudou de nome para o Fundo de Pensões PPR SGF Poupança Equilibrada.

Política de Investimentos

A Política de Investimentos contratada para o Fundo de Pensões PPR SGF Poupança Equilibrada está detalhada em Anexo ao presente relatório.

Cumprimento das Regras Prudenciais

O Fundo de Pensões PPR SGF Poupança Equilibrada cumpriu todos os limites estabelecidos durante 2019.

Desvios face à Política de Investimentos

A 31 de dezembro de 2019, registam-se os seguintes desvios à Política de Investimentos definida no Contrato de Gestão:

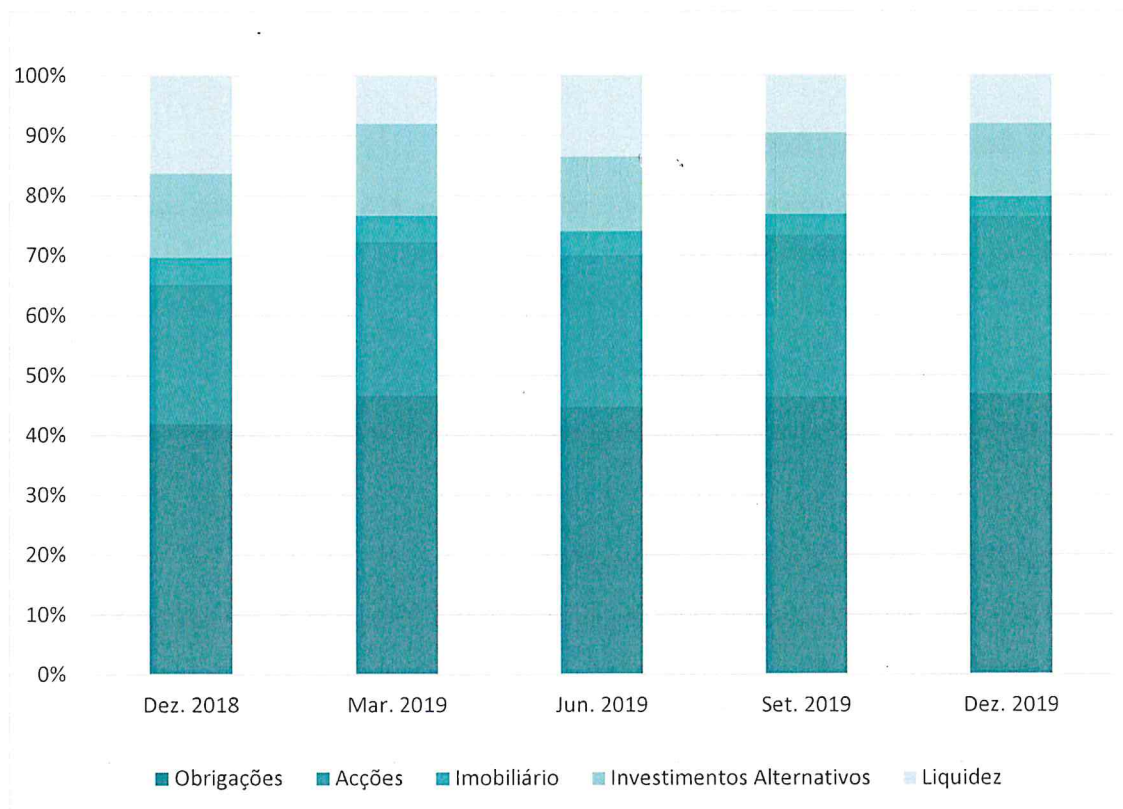
Classe de Ativos	Carteira de Investimentos	Alocação Base	Desvio em relação à Base	Alocação Máxima
Obrigações	46,9%	55%	-8,2%	70%
Ações	29,6%	20%	9,6%	30%
Imobiliário	3,3%	7,5%	-4,2%	15%
Investimentos Alternativos	12,2%	10%	2,2%	15%
Liquidez	8,1%	7,5%	0,6%	25%

Não se considera que tenham existido desvios significativos face aos limites legais definidos no contrato de gestão. Destaque para a subexposição na classe de obrigações que continua a ser opção de gestão, uma vez que acreditamos que este segmento se encontra algo valorizado pelas baixas taxas de juros. Relativamente ao Imobiliário, o peso tem vindo a diminuir uma vez que dois dos fundos presentes na carteira se encontram em processo de liquidação. Na classe Ações, a sobreponderação visou aproveitar o bom momento do mercado acionista.

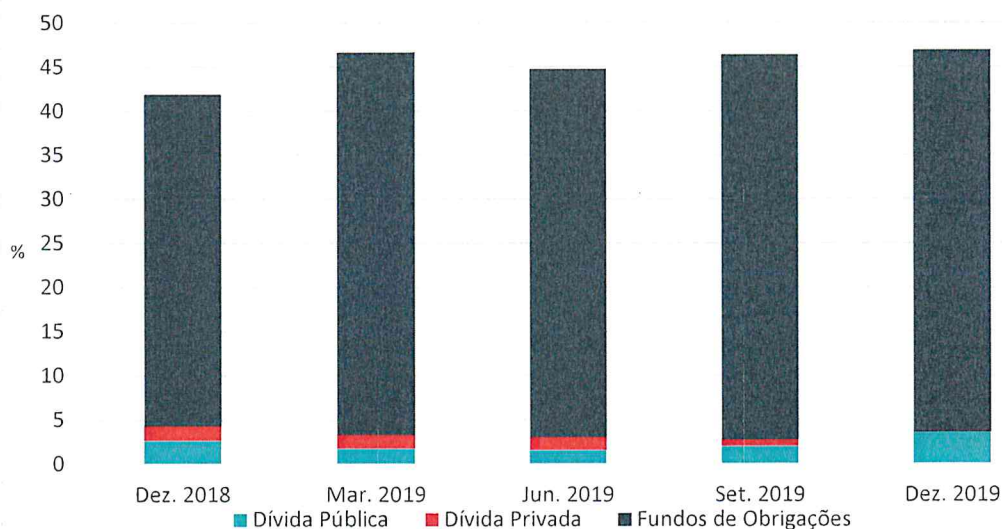


Evolução da Estrutura da Carteira

O ano de 2019 manteve a estrutura da carteira do Fundo de Pensões PPR SGF Poupança Equilibrada.



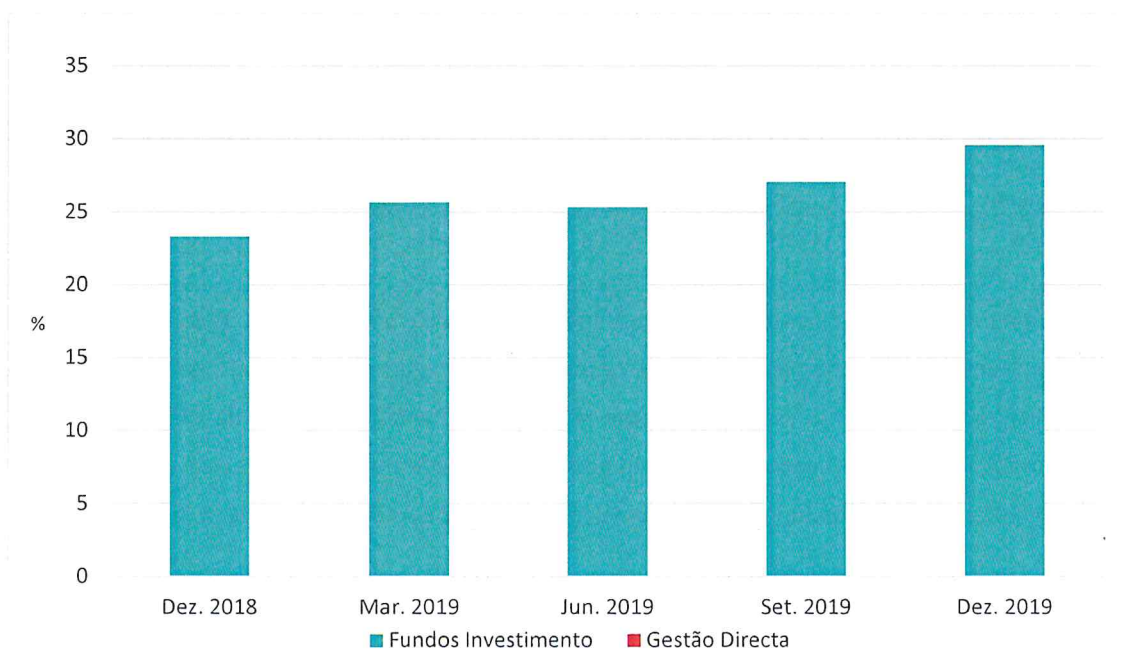
Mantendo a política implementada no ano anterior, a carteira de obrigações continuou a estar maioritariamente investida através de fundos de investimentos para ir de encontro às necessidades de menor risco, maior diversificação e uma carteira mais líquida.



Relativamente à componente de dívida pública via investimento direto deve-se a vários trades temáticos, que incluem posições em obrigações denominadas em reais brasileiros, libras esterlinas e coroas norueguesas, com vista a oferecer exposição à dívida denominada nas divisas previamente mencionadas.

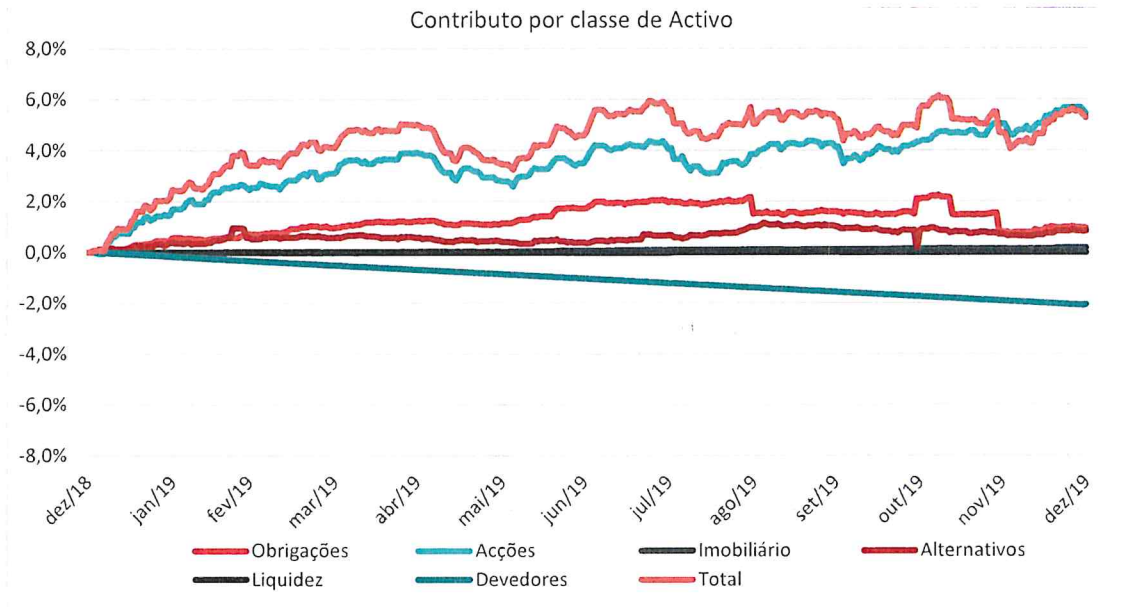
O valor residual de dívida privada diz respeito ao título OREY Best Of 08/07/2031 (ex-2018, ex-2021). Na sequência de uma Assembleia Geral da Empresa foi decidida uma extensão da sua maturidade, sendo que a exposição residual a este título se tornou ainda mais residual após o Processo de Revitalização Especial requerido pela sociedade Orey Antunes perto do final de 2019.

Também no que respeita à componente acionista, a primazia pelo investimento indireto continuou a ser opção, visando sobretudo uma maior diversificação e também uma maior dispersão geográfica.



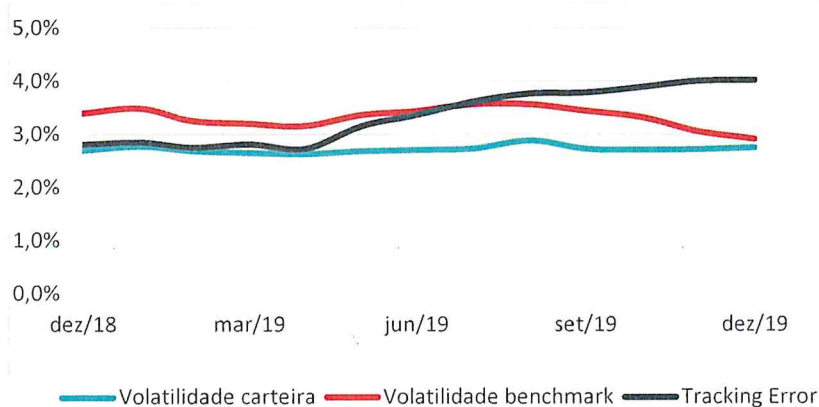
Rendibilidade e Risco

O desempenho de 5,26% ficou, de sobremaneira, a dever-se ao forte desempenho das classes acionista e obrigacionista que beneficiaram de valorizações bastante positivas durante o ano de 2019, resultado do dissipar da forte volatilidade/incerteza que pautou os mercados no final do ano de 2018, resultando em valorizações nas principais classes de ativos.



	Obrigações	Acções	Imobiliário	Alternativos	Liquidez	Custos
Contributo	0,93%	5,45%	0,17%	0,82%	-0,03%	-2,07%
Rendibilidade	2,04%	23,15%	4,32%	6,15%	-0,45%	N/D
Peso Médio	46,48%	26,34%	3,74%	13,01%	8,82%	N/D

Ao contrário do ano de 2018, o ano de 2019 termina como um dos melhores anos desta década para os mercados. Num ano marcado pelas temáticas como o Brexit, as guerras comerciais, em especial entre EUA e China, o abrandamento económico global sincronizado e ainda o regresso da política monetária mais acomodaticia, 2019 terminou em território positivo para praticamente todas as classes de ativos. No ano de 2019, a carteira do fundo registou uma volatilidade abaixo da volatilidade do benchmark.

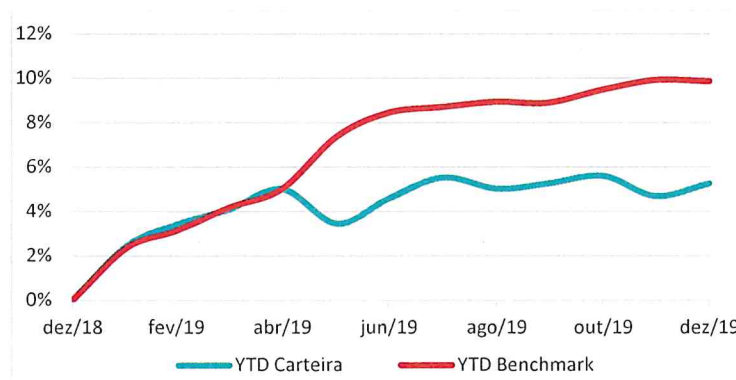


O *Sharpe Ratio* da carteira terminou o ano positivo, inferior ao do *benchmark* dada a menor rendibilidade no período. Em consequência, o *Information ratio* ficou em terreno negativo.

	Carteira	Benchmark
Volatilidade	2,72%	2,76%
Tracking Error	3,92%	-
Alpha Jensen	3,85%	-
Sharpe Ratio	1,37	3,35
Information R.	-1,42	-
Beta	-0,02	-

Benchmark

No que respeita ao desempenho relativo face ao *benchmark*, o Fundo terminou o ano abaixo do desempenho do seu índice de referência, apesar de o ter acompanhado durante os primeiros 4 meses do ano.



Nota: O *benchmark* do Fundo, conforme definido no Contrato de Gestão, é o seguinte:

Obrigações	25,0%	Barclays Euro Treasury (iShares Core Euro Government Bond)
	25,0%	Barclays Euro Corporate (iShares Core Euro Corporate Bond)
	2,5%	Markit iBoxx Eur Liquid High Yield (iShares Euro High Yield Corporate Bond)
	2,5%	JPMorgan GBI-EM Global Diversified (WisdomTree Emerging Markets Local Debt Fund)
Ações	17,5%	MSCI World 100 - Hedged To Euro (iShares MSCI World EUR Hedged)
	2,50%	MSCI Emerging Markets US dollar Hedged (Deutsche x-trackers MSCI Emerging Markets Hedged)
Imobiliário	7,5%	Euribor 12M +1%
Alternativos	10,0%	HFRX Global Hedge Fund (UBS ETFs plc - HFRX Global Hedge Fund Index)
Monetário	7,5%	Euribor 1M

O retorno composto do mesmo foi de 9,86%, em 2019.

Evolução de Riscos Materiais

Evolução dos Principais riscos do Fundo:

Tipo de Risco	% da Carteira Sujeita	
	Em 2018	Em 2019
Taxa de juro	41,9%	46,9%
Crédito	41,9%	46,9%
Cambial	5,1%	13,2%
Mercado Accionista	23,3%	29,6%
Imobiliário	4,5%	3,3%
Liquidez	83,7%	91,9%

Gestão de Riscos Materiais

Os métodos utilizados para a gestão dos principais riscos materiais do Fundo são:

Tipo de Risco	Políticas e medidas de avaliação e mitigação
Taxa de juro	Controlo de Duration – Gestão de duration das obrigações em carteira
Crédito	Controlo de Rating global – Recomposição da carteira
Cambial	Controlo de Perda Cambial – Recurso a coberturas cambiais
Mercado Accionista	Controlo de Volatilidade da Classe - Primazia pelo investimento indireto, visando sobretudo uma maior diversificação e também uma dispersão geográfica.
Imobiliário	Avaliação do Mercado Imobiliário – Desinvestimento
Liquidez	Controlo Liquidez Global – Recurso a instrumentos com liquidez contínua, diária e semanal

Nota: Não são utilizados quaisquer derivados ou operações de reporte e empréstimo de valores.

Responsabilidades e Nível de Financiamento do Fundo de Pensões

- a) Não aplicável.
- b) Não aplicável.
- c) Não aplicável.

RELATÓRIO ELABORADO PELOS SERVIÇOS DA SGF

Lisboa, 18 de junho de 2020



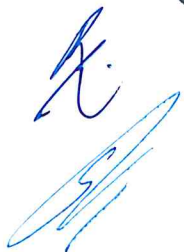


DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Demonstração da Posição Financeira

Unidade monetária: Euros

	Notas	2019	2018
Ativos		4.571.935,44	3 542 812,48
Investimentos		4.562.624,86	3 541 705,73
Terrenos e edifícios	f)		
Instrumentos de capital e unidades de participação	e)	4.029.583,11	2 804 805,05
Títulos de dívida pública	e)	160.092,27	91 928,40
Outros títulos de dívida	e)	3.000,00	60 000,00
Empréstimos concedidos			
Numerário, depósitos em instituições de crédito e aplicações MMI		369 949,48	584 972,28
Outras aplicações			
Outros ativos		9.310,58	1 106,75
Devedores		8.599,72	0,00
Entidade gestora		1.374,94	0,00
Estado e outros entes públicos		91,45	0,00
Depositários			
Associados			
Participantes e beneficiários			
Outras entidades		7.133,33	0,00
Acréscimos e diferimentos	d)	710,86	1 106,75
Passivos		10.327,73	7 745,58
Credores		10.327,73	7 745,58
Entidade gestora		6.674,69	4 819,55
Estado e outros entes públicos		307,14	222,14
Depositários		1.002,12	552,50
Associados			
Participantes e beneficiários			
Outras entidades		2.343,78	2 151,39
Acréscimos e diferimentos	d)		
Valor do Fundo	g)	4.561.607,71	3 535 066,90
Valor da unidade de participação		6,28	5,97



Demonstração de Resultados

Unidade monetária: Euros

	Notas	2019	2018
Contribuições	l)	1.001.866,11	991 127,52
Pensões, capitais e prémios únicos vencidos	m)	-162.087,51	-346 947,37
Ganhos líquidos dos investimentos	j)	240.089,51	-165 520,34
Rendimentos líquidos dos investimentos	j)	29.237,05	26 822,73
Outros rendimentos e ganhos	d) q)	-1 362,23	0,00
Outras despesas	d) q)	-81.202,12	-65 947,83
Resultado líquido		1.026.540,81	439 534,71

Demonstração de Fluxos de Caixa

Unidade monetária: Euros

	2019	2018
Atividades operacionais		
Contribuições	1.001.866,11	369 536,66
Associados		
Participantes	1.001.866,11	369 536,66
Beneficiários		
Transferências	0,00	621 590,86
De Fundos de Pensões	0,00	43 206,43
De Seguros	0,00	167 333,70
De Fundos de Investimento PPR/E	0,00	411 050,73
Pensões, capitais e prémios únicos vencidos		
Pensões pagas		
Prémios únicos para aquisição de rendas vitalícias		
Capitais vencidos	58.434,20	226 355,91
Remições		
Vencimentos	58.434,20	226 355,91
Transferências	103.653,31	67 969,24
Para Fundos de Pensões	16.364,20	21 429,49
Para Seguros	5.408,03	2 913,87
Para Fundos de Investimento PPR/E	28.465,26	43 625,88
Encargos inerentes ao pagamento das pensões		
Subsídios por morte		
Prémios de seguros de risco de invalidez ou morte		
Indemnizações resultantes de seguros contratados pelo Fundo		
Participação nos resultados dos contratos de seguro emitidos em nome do Fundo		
Reembolsos fora das situações legalmente previstas	53.415,82	56 622,22
Devolução por excesso de financiamento		
Remunerações	76.196,20	60 077,30
De gestão	71.620,35	57 631,99
De depósito e guarda de ativos	3.213,62	2 445,31
Outros rendimentos e ganhos	-1.362,23	0,00
Outras despesas	6.368,15	5 897,63
Fluxo de caixa líquido das atividades operacionais	757.214,25	574 205,22
Atividades de investimento		
Recebimentos	1.450.103,14	786 456,13
Alienação / reembolso dos investimentos	1.420.866,09	759 633,40
Rendimentos dos investimentos	29.237,05	26 822,73
Pagamentos	2.426.926,22	1 032 553,16
Aquisição de investimentos	2.426.926,22	1 032 553,16
Comissões de transação e mediação		
Outros gastos com investimentos		
Fluxo de caixa líquido das atividades de investimento	-976.823,08	-246 097,03
Variações de caixa e seus equivalentes	-219.608,83	328 108,19
Efeitos de alterações da taxa de câmbio	3.211,09	12 907,96
Caixa no início do período de reporte	584.972,28	243 956,13
Caixa no fim do período de reporte	369.949,48	584 972,28



NOTAS ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

a) Fundo de Pensões PPR Património Reforma Equilibrado

Entidade Gestora: SGF - Sociedade Gestora de Fundos de Pensões, S.A..

b) Não se verificaram alterações no plano de pensões durante o ano.

c) Não se verificaram concentrações de atividade empresarial nem reestruturações, que envolvam alterações de ativos, responsabilidades e/ou riscos do Fundo de Pensões.

d) As demonstrações financeiras foram preparadas de acordo com os princípios contabilísticos estabelecidos pelo Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões através das normas em vigor.

Os acréscimos e decréscimos são registados de acordo com o princípio da especialização dos exercícios, sendo reconhecidas á medida que são geradas independentemente do momento do seu recebimento ou pagamento.

Os juros decorridos relativos a títulos adquiridos, são registados na rubrica “Juros decorridos”, tendo em conta que a periodificação dos juros a receber é efetuada desde o início do período de contagem de juros dos respetivos títulos.

Não foi efetuada qualquer alteração das políticas contabilísticas durante o ano.

e) Na carteira de ativos, são utilizados os seguintes métodos de avaliação:

Classe de Ativos	Métodos	Pressupostos
Obrigações	Valor de Mercado	Cotação de mercado nos mercados habitualmente utilizados
Obrigações	Custo Amortizado	Ajustamento do Preço de Aquisição ao valor de reembolso na maturidade
Acções	Valor de Mercado	Última cotação da respetiva bolsa de valores
Unidades de Participação	Valor de Mercado	Para unidades de participação negociadas em bolsa de valores, a última cotação
Unidades de Participação	Valor Patrimonial	Valor patrimonial divulgado pelo respetivo emitente
Imobiliário	Independente	Método Comparativo de Mercado e de Rendimentos Dinâmicos

f) O Fundo de Pensões não possui quaisquer terrenos ou edifícios.

g) Inventário dos Investimentos ao justo valor à data de reporte, alterações e realizações efetuadas:

Tipo de Activo	Valor Inicial	Valor Final	Valia Cambial	Valia Capital	Rendimento
Numerário, Depósitos e Aplicações no MM	584 972,28 €	369 949,48 €	307,55 €	- €	414,40 €
Outras Aplicações	6 638,83 €	1 017,15 €	4,12 €	- €	- €
Títulos de Dívida do Estado e Outros Emissores Públicos	91 926,40 €	160 092,27 €	2 667,15 €	997,41 €	2 963,63 €
Títulos de Dívida Privada	60 000,00 €	3 000,00 €	- €	433,53 €	57 000,00 €
UPs em FI	160 553,83 €	151 804,10 €	- €	15 448,38 €	8 749,73 €
UPs em FIM Harmonizados Instrumentos Capital	794 433,82 €	1 348 799,80 €	421,56 €	2 152,85 €	202 581,54 €
UPs FIM Harmonizados Outros	442 404,47 €	400 484,94 €	0,01 €	7,84 €	7 061,93 €
UPs FIM Harmonizados Títulos de Dívida	1 327 080,77 €	1 973 510,85 €	400,70 €	3 211,85 €	76 962,53 €
UPs FIM Não Harmonizados Instrumentos Capital	33 307,53 €	33 307,29 €	- €	7 133,33 €	0,22 €
UPs Hedge Funds	47 014,63 €	121 676,13 €	0,01 €	734,60 €	16 684,23 €
	3 535 066,90 €	4 561 607,71 €	3 205,96 €	29 237,05 €	240 089,51 €

h) Tributação dos rendimentos obtidos por Fundos de Pensões

IRC – Estatuto dos Benefícios Fiscais, art.º 16º, isenta de IRC os Fundos de Pensões e equiparáveis. No entanto, podem vir a ser tributados autonomamente, à taxa de 20%, os lucros distribuídos por entidades sujeitas a IRC, a Fundos de Pensões, quando as partes sociais a que respeitam os dividendos não tenha permanecido na titularidade do mesmo sujeito passivo, de modo ininterrupto, durante o ano anterior à data da sua colocação à disposição e não venham a ser mantidas durante o tempo necessário para completar esse período.

IVA – Código do Imposto do Valor Acrescentado, n.º 29, art.º 9º, isenção com possibilidade de renúncia.

IMT – Estatuto dos Benefícios Fiscais, art.º 49º, está isenta de imposto a aquisição de imóveis dos Fundos de Pensões e equiparáveis.

IMI – Estatuto dos Benefícios Fiscais, art.º 49º, isenta os prédios integrados em Fundos de Pensões.

IMPOSTO DE SELO – sujeição a Imposto de Selo nas operações de arrendamento e subarrendamento de imóveis, verba 2 da tabela geral do Imposto de Selo.

i) Riscos associados a instrumentos financeiros:

Tipo de Risco	% da Carteira Sujeita		Políticas e medidas de avaliação e mitigação
	Em 2018	Em 2019	
Taxa de juro	41,9%	46,9%	Controlo de Duration – Gestão de duration das obrigações em carteira
Crédito	41,9%	46,9%	Controlo de Rating global – Recomposição da carteira
Cambial	5,1%	13,2%	Controlo de Perda Cambial – Recurso a coberturas cambiais
Mercado Accionista	23,3%	29,6%	Controlo de Volatilidade da Classe - Primazia pelo investimento indireto, visando sobretudo uma maior diversificação e também uma dispersão geográfica.
Imobiliário	4,5%	3,3%	Avaliação do Mercado Imobiliário – Desinvestimento
Liquidez	83,7%	91,9%	Controlo Liquidez Global – Recurso a instrumentos com liquidez contínua, diária e semanal

j) Rendimentos, Ganhos e Perdas por Categoria de Investimento:



	Rendimentos líquidos	Ganhos líquidos resultantes da valorização e da alienação ou reembolso
Instrumentos de capital		
Títulos de dívida do Estado ou de Outros Emissores Públicos	997,41 €	2 963,63 €
Títulos de dívida de Emissores Privados	-433,53 €	-57 000,00 €
Papel Comercial		
Produtos Estruturados com risco accionista		
Produtos Estruturados com risco de taxa de juro		
Produtos Estruturados com risco cambial		
Produtos Estruturados com risco de crédito		
Produtos Estruturados com outros riscos		
Unidades de Participação em FII	15 448,38 €	-8 749,73 €
Unidades de Participação em FIM (Harmonizados) maioritariamente de instrumentos de capital	2 152,85 €	202 581,54 €
Unidades de Participação em FIM (Harmonizados) maioritariamente de títulos de dívida	3 211,85 €	76 962,53 €
Unidades de Participação em FIM (Harmonizados) - Outros	-7,84 €	7 061,93 €
Unidades de Participação em FIM (Não Harmonizados) maioritariamente de instrumentos de capital	7 133,33 €	-0,22 €
Unidades de Participação em FIM (Não Harmonizados) maioritariamente de títulos de dívida		
Unidades de Participação em FIM (Não Harmonizados) - Outros		
Unidades de Participação em Hedge Funds	734,60 €	16 684,23 €
Instrumentos Financeiros Derivados		
Terrenos e edifícios		
Empréstimos Hipotecários		
Outros Empréstimos		
Numerário, Depósitos em Instituições de Crédito e Aplicações no MM		-414,40 €
Outras Aplicações		
	29 237,05 €	240 089,51 €

k) Segmentação das Comissões Pagas:

COMISSÕES DE GESTÃO

Administrativa	-	€ NA
Financeira	71.620,35 €	art.º 16º do regulamento de gestão 1,8% do valor da carteira anual.
TOTAL	71.620,35 €	

COMISSÕES DE DEPÓSITO

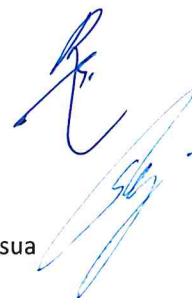
Depósito BBVA	200,00 €	n.º 5 do contrato de depósito de valores mobiliários 0,10% valor carteira
Depósito MBCEP	2.890,78 €	cláusula 4.ª, n.º 1 contrato de depósito de valores mobiliários 0,08% do valor da carteira
Depósito CGD	122,84 €	cláusula 4.ª do contrato de presatação de serviços depositario de acordo com a tabela em vigor
TOTAL	74.833,97 €	

l) No decorrer do ano de 2019, foram feitas contribuições dois participantes no valor de 1.001.866,11€.

m) No decorrer do ano de 2019 foram pagos 108.671,69€. Deste valor 58.434,20€ respeitam a vencimentos, 16.364,20€ a transferências para outros Fundos de Pensões, 5.408,03€ a transferências para Seguros, 28.465,26€ a transferências para Fundos de Investimento PPR/E e 53.415,82€ a reembolsos fora das situações legalmente previstas.

n) O Fundo não realizou qualquer operação com os seus Associados.

o) O Fundo não possuía nenhum ativo contingente nem em incumprimento a 31/12/2019.



p) Este Fundo não beneficia de qualquer tipo de garantia de rendimento ou capital por parte da sua entidade gestora.

q) Natureza e montantes dos itens incluídos nas rubricas “Outros Rendimentos e Ganhos” e “Outras Despesas”:

OUTROS RENDIMENTOS E GANHOS	
Juros de depósitos à ordem	-
Juros de depósitos a prazo	-
TOTAL	-
OUTRAS DESPESAS	
Comissões administrativas	-
Comissões de gestão	71.620,35
Comissões de depósito	3.213,62
Impostos	3.512,63
Despesas bancárias	571,98
Auditoria	2.283,54
Outras despesas	-
TOTAL	81.202,12

r) Acontecimentos Subsequentes

No final do primeiro trimestre de 2020 a Organização Mundial de Saúde declarou pandemia em resultado da propagação do novo coronavírus (“COVID-19”). Esta pandemia terá inevitavelmente um impacto negativo na economia global e nos mercados financeiros em geral. Até à presente data, não é possível estimar com razoável grau de confiança razoável os eventuais impactos desta pandemia na performance do Fundo.

Não obstante, gostaríamos de realçar que este evento não coloca em causa a continuidade do Fundo nem origina qualquer tipo de ajustamento às Demonstrações Financeiras com referência à data de 31 de dezembro de 2019.

POLÍTICA DE INVESTIMENTOS

Anexo I

Política de Investimentos

Composição e Avaliação dos Ativos

1. Objetivos

- 1.1. Maximizar o retorno do capital no médio/longo prazo, através do investimento nas diversas classes de ativos, procurando simultaneamente minimizar a volatilidade/risco, através da diversificação de classes de ativos, zonas geográficas e gestores.
- 1.2. As aplicações dos ativos que integram o património do Fundo serão efetuadas pela Entidade Gestora, segundo uma política de segurança, maior rentabilidade, liquidez e diversificação e com respeito da legislação em vigor.
- 1.3. A Entidade Gestora compromete-se, ainda, a seguir um padrão ou objetivo de investimento de acordo com o definido no presente Anexo o qual tem em consideração o tipo de Fundo em causa.
- 1.4. A Entidade Gestora não assume qualquer obrigação de resultado, nem oferece qualquer garantia quanto ao nível de performance ou rentabilidade da sua gestão.

2. Composição da carteira de ativos

- 2.1. Os ativos e composição do Fundo, assim como os seus limites, são os descritos na tabela seguinte:

<i>Ativos</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Benchmark Central</i>	<i>Máximo</i>
Obrigações	30%	55%	70%
Ações	10%	20%	30%
Imobiliário	0%	7,5%	15%
Investimentos Alternativos	0%	10%	15%
Monetário	1%	7,5%	25%

- a. Os investimentos desta carteira abrangem as principais zonas geográficas (América do Norte, Europa Ocidental e Japão), podendo ser efetuados investimentos menos relevantes (máximo 25%), noutras zonas geográficas (Mercados Emergentes como a Europa de Leste, a América Latina, Países Asiáticos e outros) sem prejuízo dos limites legais estabelecidos para a negociação em mercados não regulamentados;
- b. Os limites apresentados, máximos e mínimos, poderão ser excedidos de forma passiva em resultado de valorizações/desvalorizações dos ativos, entradas ou saídas de capital ou por

justificadas situações de instabilidade dos mercados financeiros, por períodos de tempo razoáveis;

- c. O investimento em ativos em moeda não euro será sempre inferior a 30%, exceto quando para o excesso se recorra à adequada metodologia de cobertura de risco cambial.

2.2. A Entidade Gestora efetuará a gestão de acordo com os princípios estabelecidos no presente documento. Contudo o presente documento poderá ser objeto de atualizações motivadas por alterações ao quadro legal e com pedido à Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões. Até que se proceda a qualquer alteração, o Fundo respeitará a política de investimentos em vigor e restrições de carácter legal e/ou regulamentar.

2.3. Descrição dos ativos

- a. Na categoria de Obrigações estarão contidas emissões de Dívida Pública, Dívida Privada, Obrigações de Cupão Zero, Produtos Estruturados emitidos sob a forma de Obrigações, Fundos de Investimento que invistam exclusivamente em emissões de Obrigações e, também, outros ativos de características idênticas;
- b. Na categoria de Ações estarão contidas emissões de Ações representativas de Capital Social de Sociedades Anónimas, Obrigações Convertíveis, Direitos de Subscrição e Incorporação, *Warrants* e, também, Fundos de Investimento e Produtos Estruturados que invistam maioritariamente em instrumentos como os descritos;
- c. Na categoria de Imobiliário poderão incluir-se investimentos em Fundos Imobiliários, respeitando sempre os limites legais ao investimento em vigor;
- d. Na categoria de Monetário poderão incluir-se os Depósitos à Ordem e a Prazo, Papel Comercial, Bilhetes do Tesouro, Fundos de Tesouraria/Monetário e valores em Numerário, respeitando sempre os limites legais ao investimento em vigor;
- e. Por Investimentos Alternativos entendem-se ativos alternativos às tradicionais classes de ativos clássicas e incluem-se ativos tais como: investimentos indiretos em matérias-primas, *Hedge-Funds*, *Private Equity*, divisas, entre outros. Igualmente, poderão ser incluídos Produtos Estruturados que invistam nos ativos descritos;
- f. Os investimentos serão efetuados em mercados regulamentados, operacionais e abertos ao público, podendo ainda ser efetuados investimentos em valores mobiliários que não se encontrem admitidos à negociação em mercados regulamentados até 10% do valor do Fundo.

2.4. O Fundo poderá ainda recorrer à utilização de instrumentos financeiros derivados para uma gestão agregada ou individualizada de risco financeiro (risco de variação de preços dos ativos da carteira, risco de variação das taxas de juro, risco de crédito e risco de flutuação cambial), nos seguintes termos:

- a. A utilização de instrumentos derivados terá sempre presente as regras prudenciais em vigor;

- b. Instrumentos – futuros e opções padronizados sobre ações, índices de ações, taxas de juro, obrigações ou taxas de câmbio, *forwards* cambiais, *swaps* cambiais de curto prazo e *swaps* de longo prazo de taxa de juro ou de taxa de juro e de taxa de câmbio, derivados para cobertura de risco de crédito, designadamente “*Credit Default Swaps*”;
 - c. Para além dos instrumentos acima referidos, o Fundo poderá ainda investir em obrigações cujo padrão de valorização assente na utilização de um ou mais instrumentos derivados com o objetivo de capturar o perfil de risco associado a um determinado mercado ou a rentabilidade esperada desse mercado, de forma a proteger a valorização do Fundo;
 - d. Limites de utilização – o Fundo poderá utilizar os instrumentos definidos em b) até ao limite máximo estabelecido legalmente;
 - e. O acréscimo da perda potencial máxima resultante da utilização dos instrumentos definidos em b) não pode exceder, a todo o momento, no âmbito de uma gestão agregada dos riscos afetos aos ativos, 20% da perda potencial máxima a que, sem a utilização desses produtos, a carteira estaria exposta;
 - f. Mercados – os instrumentos financeiros derivados serão transacionados num mercado regulamentado ou com uma instituição financeira legalmente autorizada para o efeito, desde que possua um *rating* mínimo de BBB, nos termos definidos no normativo em vigor;
 - g. Os ativos mencionados nas alíneas b) e c), serão incluídos na categoria respetiva, conforme a natureza e risco inerente ao ativo subjacente.
- 2.5. Sem prejuízo da legislação em vigor e dos limites definidos no número 2.1., o Fundo poderá investir em organismos de investimento alternativos até um máximo de:
- a. 15% em Unidades de Participação de organismos de investimento alternativo de índices, que não façam uso do efeito de alavancagem;
 - b. 15% em Unidades de Participação de organismos de investimento alternativo que se enquadrem no âmbito do artigo 50.º da Diretiva n.º 2009/65/CE, de 13 de julho, alterada pelas Diretivas n.º 2010/78/EU, de 24 de novembro de 2010, n.º 2011/61/EU, de 8 de junho de 2011 e n.º 2013/14/EU, de 21 de maio de 2013;
 - c. 5% noutros organismos de investimento alternativo:
 - i. As estratégias de investimento a prosseguir por estes organismos podem ser, nomeadamente, arbitragem de mercados, arbitragem estatística, apostas direcionais em ações, índices, sectores, moedas, taxas de juro ou matérias-primas e estratégias de valor relativo. Estes organismos podem ainda ter uma filosofia de gestão multi-estratégia ou investir noutros organismos de investimento alternativos;
 - ii. O principal risco que decorre do investimento nestes organismos assenta no facto destes não estarem sujeitos aos mesmos limites prudenciais a que estão sujeitos os

organismos de investimento coletivo harmonizados e, nessa medida, poderão ficar expostos a riscos de mercado mais elevados;

- iii. 5% de investimento em Unidades de Participação de organismos de investimento alternativo de matérias primas;
- d. O investimento em Unidades de Participação de um único organismo de investimento alternativo não pode representar mais de 2% do valor do património do Fundo;
- e. Aquando do investimento em organismos de investimento alternativo que invistam noutros organismos de investimento alternativos, as Unidades de Participação nestes últimos organismos de investimento alternativo que lhe estão subjacentes não poderão ultrapassar 2% do valor do património do Fundo.

3. Restrições à política de investimentos

- 3.1. Não serão efetuados investimentos diretos em terrenos, edifícios e empréstimos hipotecários.
- 3.2. Não serão efetuadas operações de reporte ou empréstimo de valores mobiliários.

4. Avaliação da rentabilidade

- 4.1. Como base de cálculo da rentabilidade dos ativos financeiros deverá ser utilizada a Taxa Interna de Rentabilidade, considerando todos os *cashflows* da carteira.
- 4.2. Os índices de referência serão os seguintes:

Obrigações	25,0%	Barclays Euro Treasury (iShares Core Euro Government Bond)
	25,0%	Barclays Euro Corporate (iShares Core Euro Corporate Bond)
	2,50%	Markit iBoxx Eur Liquid High Yield (iShares Euro High Yield Corporate Bond)
	2,50%	JPMorgan GBI-EM Global Diversified (WisdomTree Em. Markets Local Debt Fund)
Ações	17,5%	MSCI World 100% Hedged To Euro (iShares MSCI World EUR Hedged)
	2,50%	MSCI Em. Markets US dollar Hedged (Deutsche x-traders MSCI Em. Mark. Hedged)
Imobiliário	7,50%	Euribor 12M +1%
Alternativos	10,00%	HFRX Global Hedge Fund (UBS ETFs plc - HFRX Global Hedge Fund Index)
Monetário	7,5%	Euribor 1M

5. Medição e controlo de risco

- 5.1. A avaliação do risco de investimento da carteira do Fundo terá uma periodicidade trimestral, uma vez que os investimentos são realizados numa ótica de médio/longo prazo. A avaliação será efetuada por comparação com o benchmark definido no número 4.2. deste Anexo, em termos de rentabilidade, volatilidade, *tracking error* e *information ratio* e através da monitorização dos limites impostos no número 2.1.. Em situações de maior instabilidade dos mercados, este prazo de avaliação poderá ser reduzido.
- 5.2. A gestão de risco será efetuada com base na avaliação do risco de investimento definida no ponto anterior ajustando, caso a caso, a estratégia de investimento com o objetivo de manter as medidas de *tracking error* e *information ratio* positivas.

6. Intervenção e exercício de direitos de voto

- 6.1. A Entidade Gestora poderá representar o Fundo nas assembleias gerais de acionistas ou de obrigacionistas das sociedades cujos títulos pertencem ao Fundo e exercer o seu direito de voto sempre que este se apresente como vantajoso para os interesses do Fundo.
- 6.2. No exercício do direito de voto referido no ponto anterior, a Entidade Gestora não exercerá uma influência significativa na gestão dessas sociedades, nomeadamente:
- Em regra, a Entidade Gestora não participará nas assembleias gerais;
 - Sem prejuízo da alínea anterior, a Entidade Gestora poderá fazer-se representar e participar em assembleias gerais de cujas ordens de trabalho constem pontos sobre alterações do contrato de sociedade, processos de cisão, fusão e aquisição, transformação e dissolução da sociedade, políticas de remuneração e benefícios, responsabilidade social e outros assuntos para os quais a legislação exija maioria qualificada;
 - A representação em assembleias gerais será efetuada nos termos gerais de direito. O representante da Entidade Gestora encontrar-se-á vinculado às instruções escritas, emitidas por esta;
 - Em princípio e para efeitos de uma gestão no exclusivo interesse do Fundo, o direito de voto da Entidade Gestora não será exercido no sentido de apoiar a inclusão ou manutenção de cláusulas estatutárias de intransmissibilidade, cláusulas limitativas do direito de voto ou outras suscetíveis de impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição.
- 6.3. A Entidade Gestora poderá pronunciar-se relativamente a decisões que conduzem à nomeação, designação ou eleição de órgãos de administração e fiscalização, bem como no que respeita aos auditores das sociedades emitentes dos valores mobiliários que integrem o património do Fundo, sempre que o considere relevante na defesa do interesse exclusivo do Fundo.

COMENTÁRIO FINANCEIRO

Mercados Financeiros em 2019

ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

Nos EUA apesar do receado abrandamento do ritmo de crescimento (face aos valores registados em 2018 se ter confirmado), a economia mostrou uma incrível resiliência e estabilidade durante todo o ano de 2019 e a taxa de crescimento real anualizada manteve-se sempre ligeiramente acima da fasquia dos 2.0% em todos os trimestres. Assim durante o ano de 2019, a economia americana cresceu em média 2.3% o que compra com um valor de 2.9% em 2018. Se o abrandamento é indiscutível temos, contudo, de evidenciar que continuamos perante o maior período de expansão económica da história americana que já se prolonga há mais de uma década! A generalidade dos indicadores macroeconómicos continua bem suportados e o mercado laboral continua fortíssimo com a taxa de desemprego a atingir os 3.5%, valor mais baixo dos últimos 50 anos. Na vertente política e relativamente à administração liderada por Donald Trump, 2019 foi um ano rico em incidências, tendo funcionado como uma grande nuvem a fazer sombra e reduzir a visibilidade dos vários agentes económicos, com as múltiplas polémicas que acompanharam o presidente americano. Desde o mais longo shutdown dos serviços federais da história (35 dias), às polémicas associadas aos vários membros e ex-membros da sua equipa, passando pelos vários avanços e recuos nas negociações de acordos comerciais com todos os principais parceiros comerciais (China, México, Canadá, União Europeia, Japão, etc.), incluindo ainda os polémicos tweets e as controvérsias internas que acabaram por culminar num processo formal de impeachment com o objetivo de destituir o Presidente, este foi um ano desafiante para Trump em múltiplas frentes. Contudo, as últimas semanas do ano foram extremamente importantes no capítulo da guerra comercial sino-americana, tendo as duas nações finalmente alcançado um acordo preliminar / de primeira fase, que veio a ser oficializado durante o mês de janeiro de 2020, deixando perspetivas positivas para a evolução económica nos primeiros trimestres de 2020. No entanto, com o aparecimento do novo coronavírus na China, no final do ano, o grande nível de incerteza dos seus impactos para a economia global podem comprometer o bom desempenho da economia americana no próximo ano.

Na Europa, a evolução das variáveis macroeconómicas foi claramente menos animadora com a principal economia da zona Euro (a Alemanha) a roçar persistentemente a estagnação ao longo de 2019 e isto na sequência de um ano de 2018 que também já não deixara saudades. Assim, a economia da zona euro avançou a um ritmo ténue e este baixo crescimento foi acompanhado de uma inflação anémica em torno dos 1.0%. Destaque positivo, contudo, para a lenta, mas continuada, descida das taxas de desemprego e principalmente para diminuição do desemprego jovem. Na Europa, a nível político, o ano ficou marcado

pelo arrastar do processo do Brexit, por importantes manifestações de descontentamento popular nas ruas (evidente na crise da Catalunha, nos protestos dos coletes amarelos em França e greves de várias categorias profissionais em Portugal) e ainda pelas manifestações climáticas nas várias capitais europeias que contribuíram para um agravar da sensação de insatisfação generalizada com o atual estado de situação na União Europeia (EU). E por falar em EU, destaque também para a dança de cadeiras nos lugares cimeiros das principais instâncias europeias. Com as eleições para Parlamento Europeu, cujos resultados se traduziram no Parlamento mais fragmentado de sempre, a alemã Ursula Von der Leyen assumiu a presidência da Comissão Europeia e fez do combate às alterações climáticas, um dos pontos centrais da sua agenda (comparando os esforços de descarbonização e projetos verdes que serão implementados na Europa na próxima década à corrida espacial dos anos 60 e ao Programa Apollo dos EUA). Enquanto a agenda política europeia andou preenchida com estas iniciativas grandiosas a verdade é que o PIB da Zona Euro cresceu apenas 1.2% em 2019, o valor mais baixo dos últimos 6 anos. Assim, os números confirmam o abrandamento da economia do velho continente no quarto trimestre, período no qual o crescimento foi de 0,1% na área da moeda única aproximando-se perigosamente da estagnação / recessão. Destaque para a situação, já referida anteriormente, da Alemanha cuja economia conseguiu evitar a entrada numa recessão técnica, mas com o seu setor industrial a persistir num estado muito débil e mergulhado numa prolongada sequência de trimestres em contração da atividade. Numa nota mais positiva, o consumo privado continuou a mostrar resiliência, assim como o mercado de trabalho, em que a taxa de desemprego continuou a recuar. Segundo as projeções da Comissão Europeia, a Zona Euro irá manter a taxa de crescimento de 1.2% do PIB tanto em 2020 como em 2021. É de notar que estas previsões não incorporam os possíveis efeitos da epidemia do novo coronavírus, sendo muito provável que os números venham a ser revistos em baixa principalmente devido ao colapso da 3ª mais importante economia da zona euro, a Itália.

No Reino Unido e como já foi referido, inevitavelmente o ano ficou marcado pelo longo e tedioso processo de saída da União Europeia. A passagem de testemunho de Theresa May para Boris Johnson na liderança do executivo britânico a meio do ano acabou por ditar uma mudança de rumo nas negociações do Brexit. Depois de muitas dificuldades em obter progressos nas negociações com a EU, a alteração do chefe de governo e, posteriormente, a convocação (e resultados clarificadores com uma vitória esmagadora com maioria absoluta do partido Conservador liderado por Boris Johnson) de Eleições Gerais antecipadas permitiu finalmente obter avanços! Após a saída formal do Reino Unido da União Europeia a 31 de janeiro, Boris Johnson quer implementar o Brexit o mais rapidamente possível e já avançou com uma proposta de alteração à lei do Brexit que visa impedir que sejam negociadas mais extensões entre Londres e Bruxelas. Esta medida torna ilegal qualquer pedido de extensão das negociações, que terão de ficar concluídas até ao fim de 2020. Durante esse período, o Reino Unido permanecerá na união aduaneira da União Europeia e no mercado único, mas o governo não terá direito a voto nas instituições do bloco. Espera-se assim que em 2020 se encerrem alguns capítulos desta longa novela, com o que se espera que seja uma saída feita de forma controlada e não descoordenada, mas dado que ainda é preciso negociar o acordo de saída

durante os próximos 12 meses, facto que muitas pessoas consideram extremamente ambicioso, pode resultar num ressurgir de tensões no final de 2020.

Nota final para a economia nipónica que permanece num marasmo, acabando mesmo por ter no 4º trimestre uma contração, com o consumo a reagir violentamente ao agravamento do imposto sobre as vendas (Sales tax) similar ao IVA e aos efeitos do tufão Hagibis que atingiu duramente a zona de Tóquio condicionando toda a atividade económica nesta importantíssima área metropolitana durante mais de uma semana.

Com as principais economias desenvolvidas a dar um contributo menos positivo para a performance económica global em 2019, o crescimento global registou o seu pior ano desde a grande crise financeira de 2007-2008. Esta performance foi muito influenciada pelos constantes atritos criados por Trump ao nível do comércio internacional que influenciaram significativamente o sentimento dos empresários e a atividade económica e vieram expor alguns problemas estruturais que persistem por resolver por falta de coragem política.

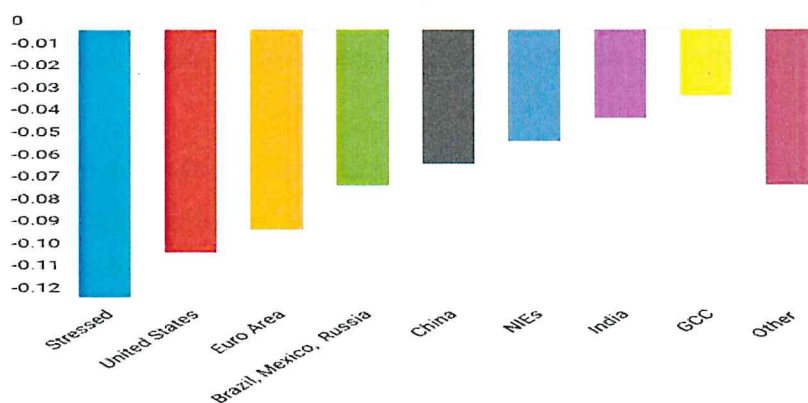
World Economic Outlook Projections

	Estimate		Projections		Difference from Oct 2019 WEO Projections 1/	
	2018	2019	2020	2021	2020	2021
World Output	3.6	2.9	3.3	3.4	-0.1	-0.2
Advanced Economies	2.2	1.7	1.6	1.6	-0.1	0.0
United States	2.9	2.3	2.0	1.7	-0.1	0.0
Euro Area	1.9	1.2	1.3	1.4	-0.1	0.0
Germany	1.5	0.5	1.1	1.4	-0.1	0.0
France	1.7	1.3	1.3	1.3	0.0	0.0
Italy	0.8	0.2	0.5	0.7	0.0	-0.1
Spain	2.4	2.0	1.6	1.6	-0.2	-0.1
Japan	0.3	1.0	0.7	0.5	0.2	0.0
United Kingdom	1.3	1.3	1.4	1.5	0.0	0.0
Canada	1.9	1.5	1.8	1.8	0.0	0.0
Other Advanced Economies 3/	2.6	1.5	1.9	2.4	-0.1	0.1

Fonte: Fundo Monetário Internacional, World Economic Outlook Update, janeiro 2020

Weaker and weaker

The slowdown in global growth in 2019 reflects lower growth in several key countries and regions.
(contributions to growth slowdown, percentage points, 2019)



Fonte: Blog Fundo Monetário Internacional, 2019 in Review: The Global Economy Explained in

Relativamente a bancos centrais, a Reserva Federal Norte-Americana (FED), em 2019, inverteu a política de normalização que já vinha desde 2015, com a FED a cortar 3 vezes a taxa de juro de referência, que começou o ano no intervalo 2.25%-2.5% e terminou no 1.5%-1.75%. Na última reunião de 2019, que não trouxe alterações de política monetária, Jerome Powell lembrou que a economia está a crescer há 11 anos — o mais longo ciclo de sempre — e que a FED vai continuar a monitorizar as implicações das informações que vai receber sobre as perspetivas económicas, incluindo desenvolvimentos globais e as ténues pressões da inflação. O banco central já tinha sinalizado que após o terceiro corte do ano poderia interromper o ciclo de descidas no custo do financiamento, adotando agora um posicionamento de “hold and see” e abrindo as portas para um movimento (que não deveria ocorrer antes de meados do novo ano) tanto poder ser de subida como descida, fazendo depender a sua ação apenas do desempenho da evolução da economia.

O Banco Central Europeu (BCE), por sua vez também sentiu necessidade de manter a sua política monetária acomodatória, materializando-a através da implementação de um novo programa de operações de financiamento de longo prazo ao setor financeiro europeu (TLTROs), garantindo liquidez abundante no mercado, acompanhado de um corte na taxa de juro de referência para os depósitos para um nível ainda mais negativo (de -0.4% para -0.5%). Outra mudança importante foi a saída de Mario Draghi e a entrada de Christine Lagarde para o cargo de Presidente do BCE. Nos seus primeiros discursos após assumir a liderança do BCE, Lagarde tem indicado que pretende manter o guião deixado pelo seu antecessor com o objetivo de suportar a economia europeia prometendo rever a estratégia de atuação do BCE e a utilização de novas possibilidades de ação de política monetária, mas com um mandato eventualmente mais amplo abarcando agora uma responsabilidade adicional para o BCE de promover / apoiar projetos que visem combater as alterações climáticas. Para 2020, é esperado que a política monetária europeia se mantenha inalterada até ao princípio de verão, seguindo a mesma abordagem da americana.

Relativamente ao Reino Unido, no que diz respeito a política monetária, o ano foi pobre em novidades, com a taxa de juro de referência a manter-se ao longo de todo inalterada nos 0.75%. As preocupações do banco central incidem sobre o desfecho do Brexit e começam a aumentar as expectativas que teremos um corte já em 2020, com o objetivo de responder aquilo que poderão ser os efeitos adversos sobre a economia britânica.

No Japão, o banco central (BoJ), manteve a política monetária inalterada ao longo de todo o ano com a manutenção dos seus programas de compras de ativos para manter as taxas de juro a 10 anos a níveis residuais. A política monetária parece não conseguir apresentar soluções para a evolução económica dececionante do país nos últimos anos, então o primeiro ministro japonês Shinzo Abe, decidiu implementar um plano “poderoso” e “ousado” para reanimar a economia, estimando investir Eur 108 mil milhões. Cerca de 50% desse valor deve ser gasto a modernizar e renovar as infraestruturas do país. Claro

que este tipo de intervenção também tem os seus aspetos negativos pois vem somar à já enorme dívida que o país detém (238% do PIB, em 2018). Assim, resta esperar para ver os resultados de mais este pacote de iniciativas.

Em resumo, 2020 a economia mundial deve continuar a crescer, mas a um ritmo mais moderado. Com o atenuar das tensões comerciais e com um maior esclarecimento sobre o Brexit, a economia mundial parecia estar encaminhada para um bom desempenho em 2020, com uma ligeira aceleração da atividade face a 2019.

No entanto, o aparecimento e disseminar global do coronavírus Covid19 veio trazer turbulência social e económica, incerteza e imprevisibilidade que certamente irá condicionar de uma forma relevante as principais métricas económicas globais.



OECD Interim Economic Outlook projections

Real GDP growth

%, year-on-year. Arrows indicate the direction of revisions since the November 2019 Economic Outlook

	2019	2020	2021		2019	2020	2021
World	2.9	2.4 ↓	3.3 ↑	G20	3.1	2.7 ↓	3.5 ↑
Australia	1.7	1.8 ↑	2.6 ↑	Argentina	-2.7	-2.0 ↑	0.7 →
Canada	1.6	1.3 ↓	1.9 ↑	Brazil	1.1	1.7 →	1.8 →
Euro area	1.2	0.8 ↓	1.2 →	China	6.1	4.9 ↓	6.4 ↑
Germany	0.6	0.3 ↓	0.9 →	India¹	4.9	5.1 ↓	5.6 ↓
France	1.3	0.9 ↓	1.4 ↑	Indonesia	5.0	4.8 ↓	5.1 →
Italy	0.2	0.0 ↓	0.5 →	Mexico	-0.1	0.7 ↓	1.4 ↓
Japan	0.7	0.2 ↓	0.7 →	Russia	1.0	1.2 ↓	1.3 ↓
Korea	2.0	2.0 ↓	2.3 →	Saudi Arabia	0.0	1.4 →	1.9 ↑
United Kingdom	1.4	0.8 ↓	0.8 ↓	South Africa	0.3	0.6 ↓	1.0 ↓
United States	2.3	1.9 ↓	2.1 ↑	Turkey	0.9	2.7 ↓	3.3 ↓

↓ downward by 0.3 pp and more ↓ downward by less than 0.3 pp → no change ↑ upward by less than 0.3 pp ↑ upward by 0.3 pp and more

Fonte: OCDE, Interim Economic Outlook, março 2020

A ECONOMIA PORTUGUESA

A economia portuguesa cresceu 2,2% em 2019, uma décima acima do estimado pelo Governo, mas menos do que os 2.6% de crescimento que ocorreu em 2018. É de notar que estes são os dados revistos pelo Instituto Nacional de Estatística (INE), divulgados em fevereiro. Assim, Portugal continua a convergir com a Zona Euro, pelo 4º ano consecutivo. Isto é muito positivo já que é conseguido ao mesmo tempo que o país vai equilibrando as suas contas publicas, reduz tanto a dívida pública como a privada e mantém as contas externas em relativo equilíbrio. No entanto, quando se tem em conta o restante contexto da União, este resultado não é assim tão brilhante. Em primeiro lugar, a economia portuguesa beneficiou, e continua a beneficiar, de um contexto externo mais favorável do que nunca, designadamente com a política de estímulos do BCE, os juros da dívida tem atingido valores residuais. Desta forma, Portugal acaba por não registar um crescimento assim tão exuberante quando comparado com as economias de igual nível de desenvolvimento, sendo que nos próximos dois anos, pelo menos cinco países da coesão com rendimento igual ou superior ao português que crescerão mais: Chipre, República Checa, Estónia, Eslovénia e Malta.

	% do PIB 2018	BE dezembro 2019					BE outubro 2019	BE junho 2019		
		2018	2019 ^(e)	2020 ^(e)	2021 ^(e)	2022 ^(e)	2019 ^(e)	2019 ^(e)	2020 ^(e)	2021 ^(e)
Produto interno bruto	100	2,4	2,0	1,7	1,6	1,6	2,0	1,7	1,6	1,6
Consumo privado	64,8	3,1	2,3	2,1	1,9	1,7	2,3	2,6	2,0	1,7
Consumo público	17,0	0,9	0,5	0,8	0,8	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5
Formação bruta de capital fixo	17,6	5,8	7,3	5,4	4,8	4,3	7,2	8,7	5,8	5,5
Procura interna	99,9	3,3	3,1	2,6	2,2	2,0	2,9	3,5	2,3	2,2
Exportações	43,5	3,8	2,8	2,6	2,8	3,0	2,3	4,5	3,1	3,4
Importações	43,4	5,8	5,4	4,6	4,2	3,9	4,6	8,0	4,3	4,4
Contributo para o crescimento do PIB, líquido de importações (em pp) ⁽¹⁾										
Procura interna		1,7	1,5	1,3	1,2	1,1	1,6	1,3	1,1	1,0
Exportações		0,8	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5
Emprego ⁽²⁾		2,3	1,0	0,8	0,4	0,1	0,9	1,3	0,8	0,4
Taxa de desemprego		7,0	6,3	5,9	5,6	5,6	6,4	6,3	5,7	5,3
Balança corrente e de capital (% PIB)		1,4	0,4	0,7	0,9	0,0	0,5	0,1	0,2	0,2
Balança de bens e serviços (% PIB)		0,8	-0,6	-1,2	-1,7	-2,1	-0,7	-0,5	-0,7	-1,1
Índice harmonizado de preços no consumidor		1,2	0,3	0,9	1,2	1,4	0,4	0,9	1,2	1,3
Fonte: Banco de Portugal, Boletim Estatístico, dezembro 2019. ⁽¹⁾							-0,7	-0,5	-0,7	-1,1
Índice harmonizado de preços no consumidor		1,2	0,3	0,9	1,2	1,4	0,4	0,9	1,2	1,3

O B: Fonte: Banco de Portugal, Boletim Estatístico, dezembro 2019. nou menos favorável ao longo de 2019, perspetivavao uma recuperação moesta ao ritmo de crescimento do PIB e do comercio mundial ao longo dos próximos 3 anos. No entanto, existe uma grande incerteza em torno da retoma do comércio mundial, e agora, das consequências da propagação do coronavírus pelas várias geografias. O abrandamento das exportações também se tem registado em Portugal. Em contraste, o setor dos serviços

permanece relativamente imune, o que tem permitido a continuação de uma situação favorável no mercado de trabalho. Neste contexto, a desaceleração da atividade em 2019 reflete a manutenção do dinamismo da procura interna e um menor crescimento das exportações. É antecipado uma desaceleração do consumo privado, em linha com o rendimento disponível, mas ainda assim deverá manter um contributo relativamente forte para o desempenho da economia nacional.

Ao nível do comércio externo, como nos últimos trimestres o crescimento das importações tem sido sistematicamente superior ao das exportações, o país tem assistido a um novo agravar das contas externas nomeadamente do défice da balança de bens e serviços destruindo os ganhos obtidos durante a implementação dos programas de estabilidade e crescimento negociados com Bruxelas durante a crise. Relativamente ao mercado de trabalho, antecipa-se que o emprego continue a crescer mas a um ritmo progressivamente mais lento e o Banco de Portugal estima que a taxa de desemprego passe de 7% em 2018 para 5.6% em 2022.

Os principais riscos para a economia portuguesa são maioritariamente externos, nomeadamente o fraco crescimento esperado da procura externa nomeadamente dos parceiros comerciais da UE. Apesar dos progressos alcançados nos últimos anos, o grande peso da dívida externa (que terá descido dos 122.2% em 2018 para próximo dos 120%) continua a ser um grande foco de preocupação, particularmente num cenário de abrandamento maior económico / choque externo adverso. Outro aspeto preocupante prende-se com a combinação deste elevado nível de endividamento (público e privado) da economia com uma baixa taxa de poupança de famílias e deficiente capitalização das empresas que resulta numa enorme dependência dos capitais externos. Finalmente, após vários anos a beneficiar de efeitos conjunturais positivos e do crescimento do turismo que acabaram por não ser aproveitados para implementar as necessárias reformas estruturais, com os investimentos estruturantes a ser adiados, em prol da reposição de gastos com salários e benesses para a Função Pública, o país encontra-se mais uma vez numa situação de fragilidade e particularmente exposto à já referida situação do Covid19.

EVOLUÇÃO DOS MERCADOS FINANCEIROS EM 2019

O ano de 2019 foi marcado por riscos e tensões, com o ciclo noticioso a ser povoado por “crises” e temáticas como o Brexit, as guerras comerciais, em especial entre EUA e China e o risco de abrandamento económico global sincronizado. No entanto, todas as classes de ativos terminaram com uma performance positiva, com os índices bolsistas a registarem avanços expressivos atingindo por diversas vezes máximos absolutos (nos EUA) e relativos (na Europa) ao longo do ano.

Como já foi referido, todas as classes de ativos apresentaram uma performance notável este ano, algo que não poderia ser mais contrastante com o que ocorreu no 2º semestre de 2018 e a subida expressiva das bolsas permitiu não só recuperar as perdas do ano passado como colocar a generalidade dos investidores em ganhos. A classe da dívida, mais especificamente os governos core, mostrou uma força

surpreendente ao valorizar quase 7% no ano, tendo perdido algum do desempenho que acumulara até ao final do verão nos últimos meses do ano. No entanto, esse é um valor muito acima do esperado, num ambiente considerado de “risk on” onde ativos menos expostos ao risco tendem a ter uma performance mais modesta. Ao nível da dívida corporativa, Investment Grade e High Yield, tanto denominada em euros como em dólares, os spreads continuam a comprimir e em trajetória decrescente, trazendo ganhos interessantes aos investidores. Finalmente, destaque para a performance da dívida emergente que, dado o ambiente de baixas taxas de juro, conjugados com um dólar estável e uma subida das matérias primas, apresenta uma performance invejável, subindo quase 15% no ano (para os investimentos realizados em ativos denominados em moeda local)!

Em termos de mercados acionistas o ano não poderia ter corrido mais de feição e ao encontro com as nossas expectativas e com o nosso outlook, onde antecipávamos (contra a opinião de analistas dos mais importantes bancos de investimento internacionais) que estavam criadas as condições para termos uma surpresa positiva nas bolsas!

O índice representativo de ações globais, o MCSI WORLD (Euro Hedged) terminou o ano a valorizar 23.7%, com o mês de dezembro a ser responsável por cerca de 1.5% da performance. No outro lado do Atlântico, os Estados Unidos viram os seus índices de referência a fazer máximos absolutos, com destaque para o NASDAQ 100, índice que engloba as principais empresas tecnológicas, que terminou o ano a subir quase 40%! No Japão, os investidores estão mais cuidadosos devido à prolongada fragilidade da economia nipónica, que nem o Banco Central do Japão, nem o seu governo parecem conseguir inverter. Assim o Nikkei 225 apresentou uma underperformance relativamente aos outros grandes índices mundiais e “apenas” subiu 15 % em 2019.

Na classe das matérias primas, o índice CRB - Thomson Reuters/Core Commodity Index, também apresentou uma performance positiva de 12.2% no ano, tendo subido 3.1% só em dezembro. O principal destaque vai para o petróleo a valorizar 36% no ano. O movimento principal ocorreu nos primeiros 3 meses do ano, recuperando da queda violenta dos últimos meses de 2018. O preço encontrou suporte no início do ano porque os membros da OPEP, nomeadamente a Arábia Saudita não estavam interessados num preço tão deprimido por motivos de equilíbrio orçamental. O fraco crescimento económico global, a crescente produção norte-americana (shale-oil) e a existência de capacidade produtiva excedentária mantiveram o preço do petróleo condicionado durante o segundo semestre, mas assistiram-se a alguns episódios de volatilidade ao longo do ano em momentos de tensão internacional.

Por fim, a nível cambial o ano foi relativamente estável, sendo que a volatilidade neste mercado se encontra perto de mínimos históricos. O dólar terminou o ano a apreciar 2.26% face ao euro, mas a depreciar 2.84% face à libra esterlina (GBP) que foi, entre as principais divisas (dos países do G7), a grande vencedora em 2019. Sendo que o Dollar Index terminou o ano a subir 0.38%.

Ano 2019

Classes de ativos	Sub-classes (benchmark)	Rentabilidades (EUR)	Rentabilidades Moeda local
Obrigações	Euro Treasury	6,76%	6,76%
	Euro Corporate	6,20%	6,20%
	Euro HY	9,69%	9,69%
	EM Local	14,48%	14,48%
Ações	MSCI World	23,65%*	28,14%
	MSCI EM	19,16%	18,20%
	S&P 500	26,31%*	31,22%
	EuroStoxx 600	25,45%	25,45%
	Nikkei 225	15,19%*	20,73%
Mercadorias	Commodities CRB	12,26%	10,03%
Alternativos	Hedge Funds	3,17%	7,74%
USD/EUR	USD/EUR	2,26%	

No que diz respeito ao Crescimento, a maioria dos outlooks antecipa um abrandamento económico generalizado, com o continuar da desaceleração estrutural que a economia global vinha a experienciar, com particular destaque para os países desenvolvidos. Acresce agora as disrupções causadas ao normal funcionamento das economias pelas medidas de combate à epidemia que se começou a propagar pelo mundo logo nas primeiras semanas do ano. Assim, é praticamente certo que várias geografias irão entrar em recessão durante o ano de 2020, o que vai criar ainda mais desafios para os vários agentes económicos, e por consequência, para a saúde dos mercados financeiros. É esperado que tanto os bancos centrais, como os governos dos diferentes países afetados pelo coronavírus, comecem a introduzir estímulos, sob a forma de uma política monetária ainda mais expansionista e através de incentivos fiscais respetivamente para a garantir e facilitar o acesso a liquidez para as empresas e tentar salvaguardar os rendimentos dos contribuintes. A duração deste travão na economia mundial é ainda incerto e está dependente de muitas variáveis não totalmente ainda conhecidas e por isso estão longe de ser controladas.!

Assim, é muito provável que o ano de 2020 será um dos mais desafiantes dos últimos tempos, com todo este nevoeiro a pairar sobre os mercados financeiros é expectável que haja um ressurgir da volatilidade que se tinha mantido muito amena em 2019. Este tipo de ambiente é muito desgastante para os investidores pois vêm grandes variações nas suas carteiras e têm que domar o impulso de vender quando o mercado mostra sinais de pânico e está muito deprimido e comprar quando o mercado mostra sinais



De poupança
sabemos nós

de exuberância temporária. Acreditamos, contudo, que o nosso cenário central mais positivo para o médio prazo se irá manter válido. É importante referir que nesta altura comportamentos emocionais são por vezes perigosos, na medida em que as reversões também podem ser bastante rápidas. Somos da opinião que este é um choque temporário nos mercados, ou seja, acreditamos que a postura correta perante a volatilidade e queda das bolsas das últimas sessões não é reduzir o risco da carteira / adotar uma postura mais cautelosa e defensiva, mas sim procurar identificar oportunidades que o movimento de correção gerou particularmente em ativos de setores mais cíclicos! No curto prazo a volatilidade é dolorosa, mas para triunfar nos mercados a médio / longo prazo o investidor de sucesso tem de estar disponível para tolerar estes episódios e manter, nesses momentos difíceis, uma postura ponderada, paciente e racional.

O desempenho de 5,26% do Fundo de Pensões PPR SGF Poupança Equilibrada ficou, de sobremaneira, a dever-se ao forte desempenho das classes acionista e obrigacionista que beneficiaram de valorizações bastante positivas durante o ano de 2019, resultado do dissipar da forte volatilidade/incerteza que pautou os mercados no final do ano de 2018, resultando em valorizações nas principais classes de ativos.

CERTIFICAÇÃO LEGAL DAS CONTAS

RELATO SOBRE A AUDITORIA DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Opinião

Auditámos as demonstrações financeiras anexas de **Fundo de Pensões PPR SGF Poupança Equilibrada** (adiante também designado por Fundo), gerido pela entidade gestora SGF – Sociedade Gestora de Fundos de Pensões, SA (adiante também designada por Entidade Gestora) que compreendem a demonstração da posição financeira em 31 de dezembro de 2019 (que evidencia um total de 4.571.935 euros e um valor do fundo de 4.561.608 euros, incluindo um resultado líquido de 1.026.541 euros, a demonstração dos resultados por naturezas, a demonstração das alterações no capital próprio e a demonstração dos fluxos de caixa relativas ao ano findo naquela data, e as notas anexas às demonstrações financeiras que incluem um resumo das políticas contabilísticas significativas.

Em nossa opinião, as demonstrações financeiras anexas apresentam de forma verdadeira e apropriada, em todos os aspetos materiais, a posição financeira do **Fundo de Pensões PPR SGF Poupança Equilibrada** em 31 de dezembro de 2019 e o seu desempenho financeiro e fluxos de caixa relativos ao ano findo naquela data de acordo com os princípios contabilísticos geralmente aceites em Portugal para os fundos de pensões estabelecidos pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (doravante designada apenas por “ASF”).

Bases para a opinião

A nossa auditoria foi efetuada de acordo com as Normas Internacionais de Auditoria (ISA) e demais normas e orientações técnicas e éticas da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas. As nossas responsabilidades nos termos dessas normas estão descritas na secção *Responsabilidades do auditor pela auditoria das demonstrações financeiras* abaixo. Somos independentes da Entidade nos termos da lei e cumprimos os demais requisitos éticos nos termos do código de ética da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas.

Estamos convictos de que a prova de auditoria que obtivemos é suficiente e apropriada para proporcionar uma base para a nossa opinião.

Ênfase

Chamamos a atenção para a informação divulgada na nota r) das Demonstrações Financeiras, relativa aos acontecimentos subsequentes, nomeadamente no que diz respeito aos impactos originados pela pandemia do vírus COVID-19 na economia e, conseqüentemente, quanto aos seus eventuais efeitos na performance futura do Fundo.

A nossa opinião não é modificada em relação a esta matéria.

Telefone: +351 213 182 720 | Email: info@pkf.pt | www.pkf.pt

PKF & Associados, SROC, Lda. | Edifício Atrium Saldanha, Praça Duque de Saldanha, n.º 1, 4.º H e O | 1050-094 Lisboa | Contribuinte n.º 504 046 683 | Capital Social €50.000 | Inscrição na OROC sob o n.º 152 e na CMVM sob o n.º 20161462

A PKF & Associados, SROC, Lda. é membro da PKF International Limited, uma rede de sociedades legalmente independentes, a qual não aceita quaisquer responsabilidades pelos atos ou omissões de qualquer sociedade ou sociedades membro.

1 | PKF.60.02

Matérias relevantes de auditoria

As matérias relevantes de auditoria são as que, no nosso julgamento profissional, tiveram maior importância na auditoria das demonstrações financeiras do ano corrente. Essas matérias foram consideradas no contexto da auditoria das demonstrações financeiras como um todo, e na formação da opinião, e não emitimos uma opinião separada sobre essas matérias.

Descrição dos riscos de distorção material mais significativos identificados	Síntese da resposta dada aos riscos de distorção material analisados
Valorização dos títulos registados na carteira de investimentos	
<p>Em 31 de dezembro de 2019 os ativos registados na carteira de títulos ascendiam a 4.192.675 euros, correspondente a cerca de 92% do total do ativo. A valorização destes ativos deve ser efetuada de acordo com o normativo aplicável, em particular (i) as normas estabelecidas pela ASF nomeadamente a norma regulamentar n.º 9/2007 de 28 de junho e (ii) o contrato de gestão.</p> <p>Nas circunstâncias acima referidas, a titularidade e valorização destes ativos são consideradas como matérias relevantes da auditoria às demonstrações financeiras.</p>	<p>Os nossos procedimentos de auditoria incluíram, entre outros:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Revisão dos procedimentos implementados pela Entidade Gestora, relacionados com a valorização destes ativos e obrigações acessórias; • Análise da reconciliação entre estes ativos, os registos contabilísticos e as respostas obtidas do banco depositário com referência a 31 de dezembro de 2019; • Revisão da valorização dos títulos em carteira de acordo com o normativo aplicável, as normas regulamentares da ASF e o contrato de gestão.
Cumprimentos dos limites legais ao investimento	
<p>O Fundo deve cumprir com as regras e os limites legais ao investimento definidos no seu contrato de gestão e na norma regulamentar n.º 9/2007, de 28 de junho. Compete à entidade gestora acompanhar o cumprimento destes requisitos.</p> <p>O não cumprimento das regras e limites legais referidos pode colocar em causa a autorização do Fundo bem como a continuidade das suas operações.</p>	<p>Os nossos procedimentos de auditoria incluíram, entre outros:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Revisão dos procedimentos implementados pela Entidade Gestora, relacionados com o cumprimento da legislação e regulamentação aplicáveis, nomeadamente sobre o cumprimento da (i) política de investimentos e (ii) das políticas de valorização dos ativos registados na carteira de investimentos; • Análise substantiva, do cumprimento daquelas disposições legais e regulamentares; • Revisão das atas das reuniões do Órgão de Gestão da Entidade Gestora;

Responsabilidades do órgão de gestão e do órgão de fiscalização pelas demonstrações financeiras

O órgão de gestão é responsável pela:

- preparação de demonstrações financeiras que apresentem de forma verdadeira e apropriada a posição financeira, o desempenho financeiro e os fluxos de caixa do Fundo de acordo com os princípios contabilísticos geralmente aceites em Portugal para os fundos de pensões estabelecidos pela ASF;
- elaboração do relatório de gestão nos termos legais e regulamentares aplicáveis;
- criação e manutenção de um sistema de controlo interno apropriado para permitir a preparação de demonstrações financeiras isentas de distorção material devido a fraude ou erro;
- adoção de políticas e critérios contabilísticos adequados nas circunstâncias; e
- avaliação da capacidade da Entidade de se manter em continuidade, divulgando, quando aplicável, as matérias que possam suscitar dúvidas significativas sobre a continuidade das atividades.

O órgão de fiscalização da Entidade Gestora é responsável pela supervisão do processo de preparação e divulgação da informação financeira da Entidade.

Responsabilidades do auditor pela auditoria das demonstrações financeiras

A nossa responsabilidade consiste em obter segurança razoável sobre se as demonstrações financeiras como um todo estão isentas de distorções materiais devido a fraude ou erro, e emitir um relatório onde conste a nossa opinião. Segurança razoável é um nível elevado de segurança mas não é uma garantia de que uma auditoria executada de acordo com as ISA detetará sempre uma distorção material quando exista. As distorções podem ter origem em fraude ou erro e são consideradas materiais se, isoladas ou conjuntamente, se possa razoavelmente esperar que influenciem decisões económicas dos utilizadores tomadas com base nessas demonstrações financeiras.

Como parte de uma auditoria de acordo com as ISA, fazemos julgamentos profissionais e mantemos ceticismo profissional durante a auditoria e também:

- identificamos e avaliamos os riscos de distorção material das demonstrações financeiras, devido a fraude ou a erro, concebemos e executamos procedimentos de auditoria que respondam a esses riscos, e obtemos prova de auditoria que seja suficiente e apropriada para proporcionar uma base para a nossa opinião. O risco de não detetar uma distorção material devido a fraude é maior do que o risco de não detetar uma distorção material devido a erro, dado que a fraude pode envolver conluio, falsificação, omissões intencionais, falsas declarações ou sobreposição ao controlo interno;
- obtemos uma compreensão do controlo interno relevante para a auditoria com o objetivo de conceber procedimentos de auditoria que sejam apropriados nas circunstâncias, mas não para expressar uma opinião sobre a eficácia do controlo interno da Entidade;
- avaliamos a adequação das políticas contabilísticas usadas e a razoabilidade das estimativas contabilísticas e respetivas divulgações feitas pelo órgão de gestão;
- avaliamos a apresentação, estrutura e conteúdo global das demonstrações financeiras, incluindo as divulgações, e se essas demonstrações financeiras representam as transações e acontecimentos subjacentes de forma a atingir uma apresentação apropriada;
- comunicamos com os encarregados da governação, incluindo o órgão de fiscalização, entre outros assuntos, o âmbito e o calendário planeado da auditoria, e as conclusões significativas da auditoria incluindo qualquer deficiência significativa de controlo interno identificado durante a auditoria;

- das matérias que comunicamos aos encarregados da governação, incluindo o órgão de fiscalização, determinamos as que foram as mais importantes na auditoria das demonstrações financeiras do ano corrente e que são as matérias relevantes de auditoria. Descrevemos essas matérias no nosso relatório, exceto quando a lei ou regulamento proibir a sua divulgação pública;
- concluímos sobre a apropriação do uso, pelo órgão de gestão, do pressuposto da continuidade e, com base na prova de auditoria obtida, se existe qualquer incerteza material relacionada com acontecimentos ou condições que possam suscitar dúvidas significativas sobre a capacidade da Entidade para dar continuidade às suas atividades. Se concluirmos que existe uma incerteza material, devemos chamar a atenção no nosso relatório para as divulgações relacionadas incluídas nas demonstrações financeiras ou, caso essas divulgações não sejam adequadas, modificar a nossa opinião. As nossas conclusões são baseadas na prova de auditoria obtida até à data do nosso relatório. Porém, acontecimentos ou condições futuras podem levar a que a Entidade descontinue as suas atividades;
- declaramos ao órgão de fiscalização que cumprimos os requisitos éticos relevantes relativos à independência e comunicamos todos os relacionamentos e outras matérias que possam ser percecionadas como ameaças à nossa independência e, quando aplicável, as respetivas salvaguardas.

A nossa responsabilidade inclui ainda a verificação da concordância da informação constante do relatório de gestão com as demonstrações financeiras.

RELATO SOBRE OUTROS REQUISITOS LEGAIS E REGULAMENTARES

Sobre o relatório de gestão

Em nossa opinião, o relatório de gestão foi preparado de acordo com as leis e regulamentos aplicáveis em vigor e a informação nele constante é coerente com as demonstrações financeiras auditadas, não tendo sido identificadas incorreções materiais.

Sobre os elementos adicionais previstos no artigo 10.º do Regulamento (UE) n.º 537/2014

Dando cumprimento ao artigo 10.º do Regulamento (UE) n.º 537/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, e para além das matérias relevantes de auditoria acima indicadas, relatamos ainda o seguinte:

- Fomos nomeados auditores do **Fundo de Pensões PPR SGF Poupança Equilibrada** pela primeira vez na assembleia geral de acionistas realizada em 20 de dezembro de 2017 para um mandato que compreende os exercícios de 2017 a 2019.
- O órgão de gestão confirmou-nos que não tem conhecimento da ocorrência de qualquer fraude ou suspeita de fraude com efeito material nas demonstrações financeiras. No planeamento e execução da nossa auditoria de acordo com as ISA mantivemos o ceticismo profissional e concebemos procedimentos de auditoria para responder à possibilidade de distorção material das demonstrações financeiras devido a fraude. Em resultado do nosso trabalho não identificámos qualquer distorção material nas demonstrações financeiras devido a fraude.
- Declaramos que não prestámos quaisquer serviços proibidos nos termos do n.º 8 do artigo 77.º do Estatuto da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas e que mantivemos a nossa independência face à Entidade durante a realização da auditoria.

- Confirmamos que a opinião de auditoria que emitimos é consistente com o relatório adicional que preparámos e entregámos ao órgão de fiscalização Entidade Gestora em 18 de junho de 2020.

Lisboa, 18 de junho de 2020



PKF & Associados, SROC, Lda.
Sociedade de Revisores Oficiais de Contas
Representada por
José de Sousa Santos (ROC n.º 804 / CMVM n.º 20160434)