



**Fundo de Pensões
Aberto Golden SGF
Reforma Conservadora**
Relatório & Contas 2025



ÍNDICE

ÂMBITO

RELATÓRIO DE GESTÃO

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

POLÍTICA DE INVESTIMENTOS

COMENTÁRIO FINANCEIRO

ÂMBITO

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

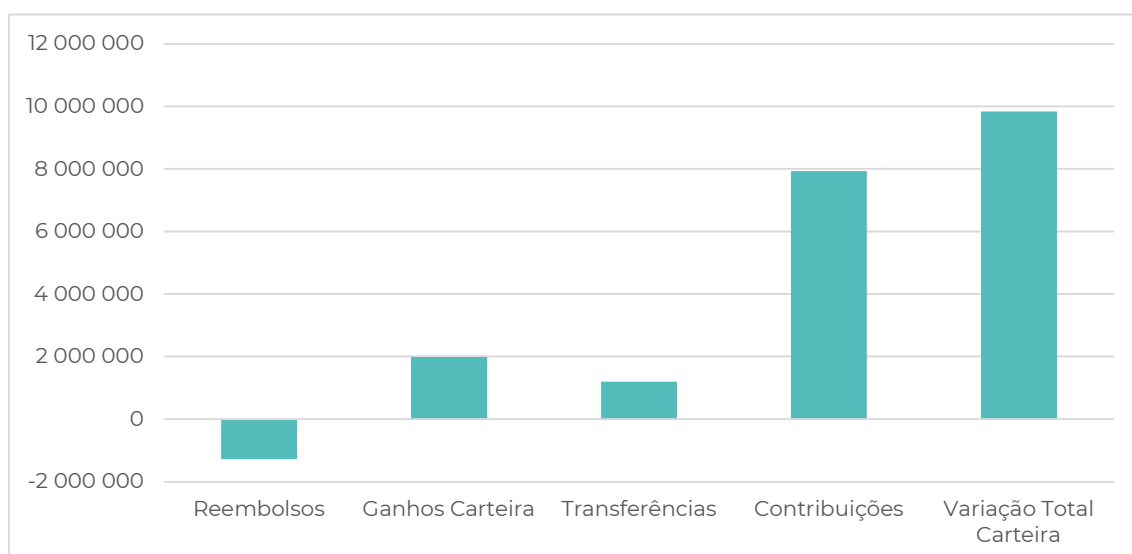
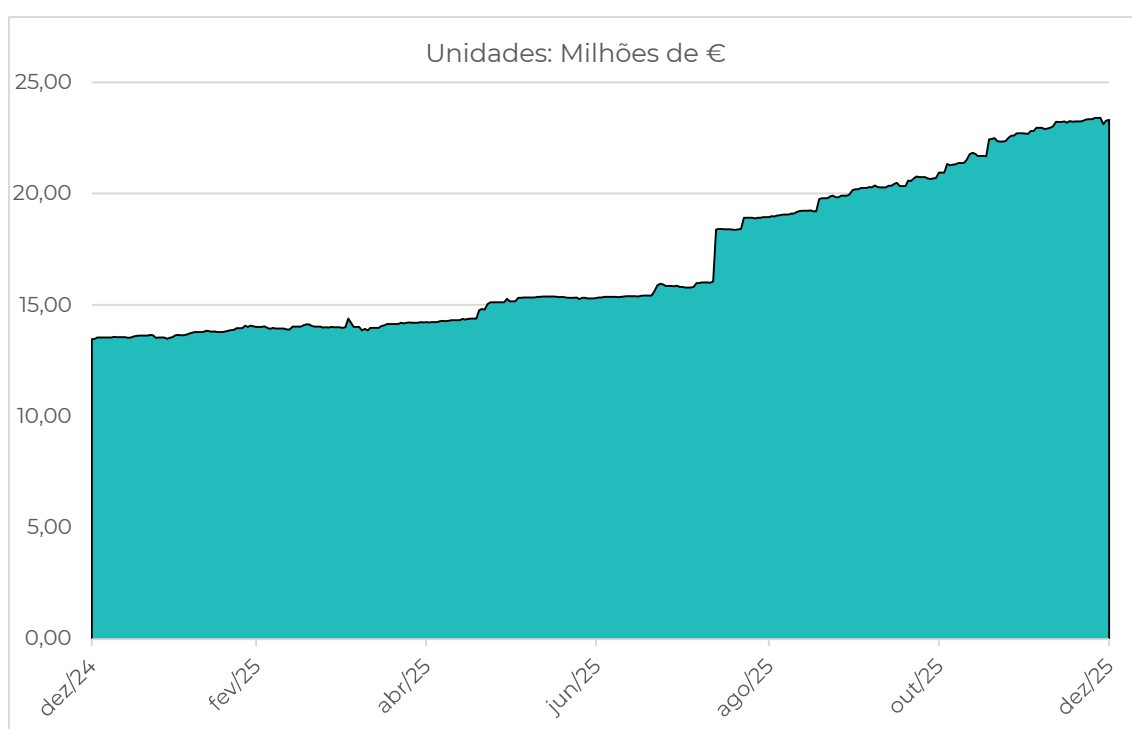
O seu conteúdo foi preparado dando cumprimento à Norma Regulamentar n.º 7/2010-R, de 4 de junho, emitida pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões.

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 2025 foi um ano muito positivo para o Fundo de Pensões Aberto Golden SGF Reforma Conservadora, que registou uma rentabilidade de 11,47%. Verificou-se um aumento do valor do Fundo, dado que os ganhos de carteira e as novas subscrições e transferências, superaram largamente os reembolsos realizados.



Alterações com Impacto Significativo

Considera-se não terem ocorrido alterações com impacto que possa ser classificado de significativo no exercício em análise. As alterações ocorridas com carácter corrente são detalhadas adiante.

Política de Investimentos

A Política de Investimentos do Fundo de Pensões Aberto Golden SGF Reforma Conservadora está detalhada em Anexo ao presente relatório.

Cumprimento das Regras Prudenciais

O Fundo de Pensões Aberto Golden SGF Reforma Conservadora cumpriu todos os limites legais.

Desvios face à Política de Investimentos

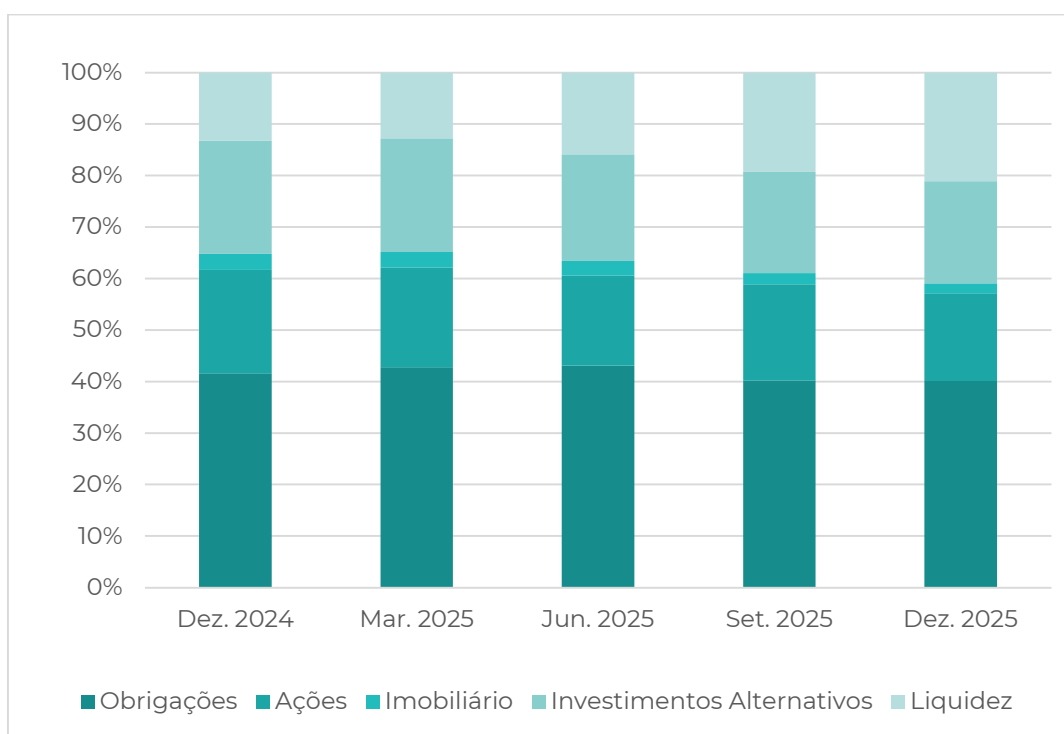
A 31 de dezembro de 2025, registaram-se os seguintes desvios à Política de Investimentos definida no Contrato de Gestão:

Classe de Ativos	Carteira de Investimentos	Alocação Base	Desvio em relação à Base	Alocação Máxima
Obrigações	40,1%	65,0%	-24,9%	90,0%
Ações	17,0%	10,0%	7,0%	30,0%
Imobiliário	1,9%	10,0%	-8,1%	20,0%
Investimentos Alternativos	19,8%	7,5%	12,3%	25,0%
Liquidez	21,1%	7,5%	13,6%	25,0%

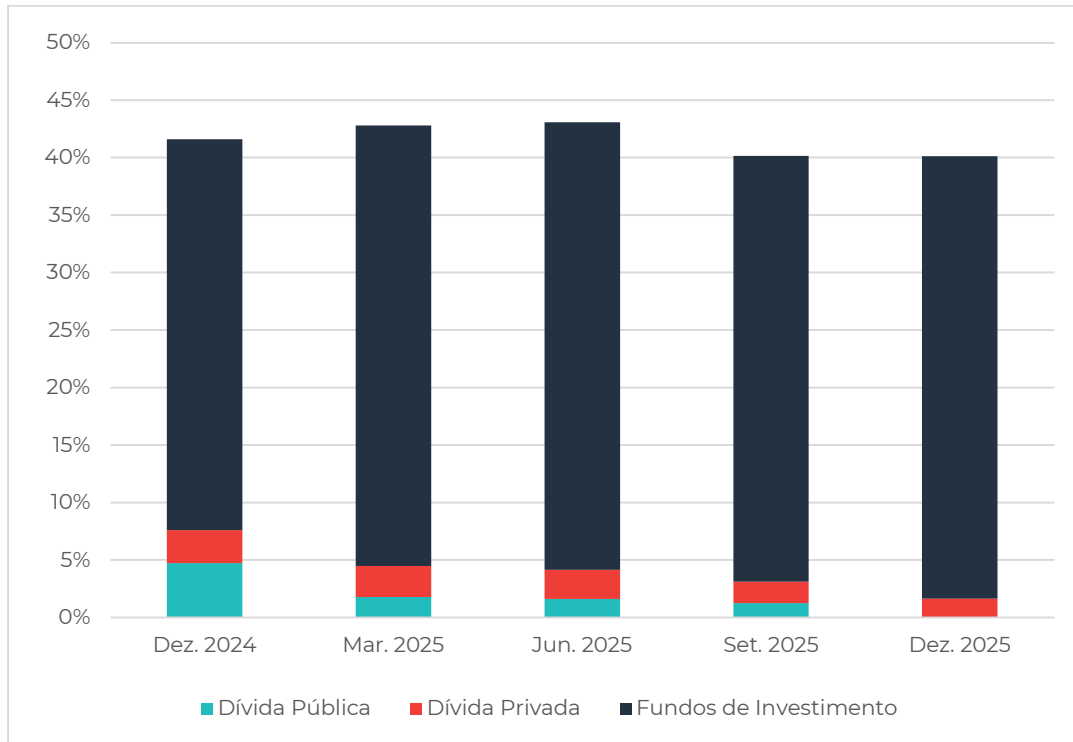
No final de 2025, a carteira de ativos não apresentava desvios para além dos limites definidos no Contrato de Gestão para cada classe de ativos. Relativamente à alocação base, a componente obrigacionista registava o desvio negativo mais significativo, refletindo uma decisão de gestão perante a baixa expectativa para esta classe: preocupações referentes à sustentabilidade da dívida pública, num contexto de taxas ainda elevadas e exigências orçamentais pesadas e de compressão de *spreads* para níveis mínimos na dívida corporativa no final do ano, após um momento inicial de alargamento com o anúncio da imposição de tarifas aduaneiras. Em contrapartida, as restantes classes de ativos apresentavam um peso superior à alocação base, em particular o Monetário e os Investimentos Alternativos. Esta situação não se verificou no imobiliário, classe em que o Fundo tem uma exposição limitada.

Evolução da Estrutura da Carteira

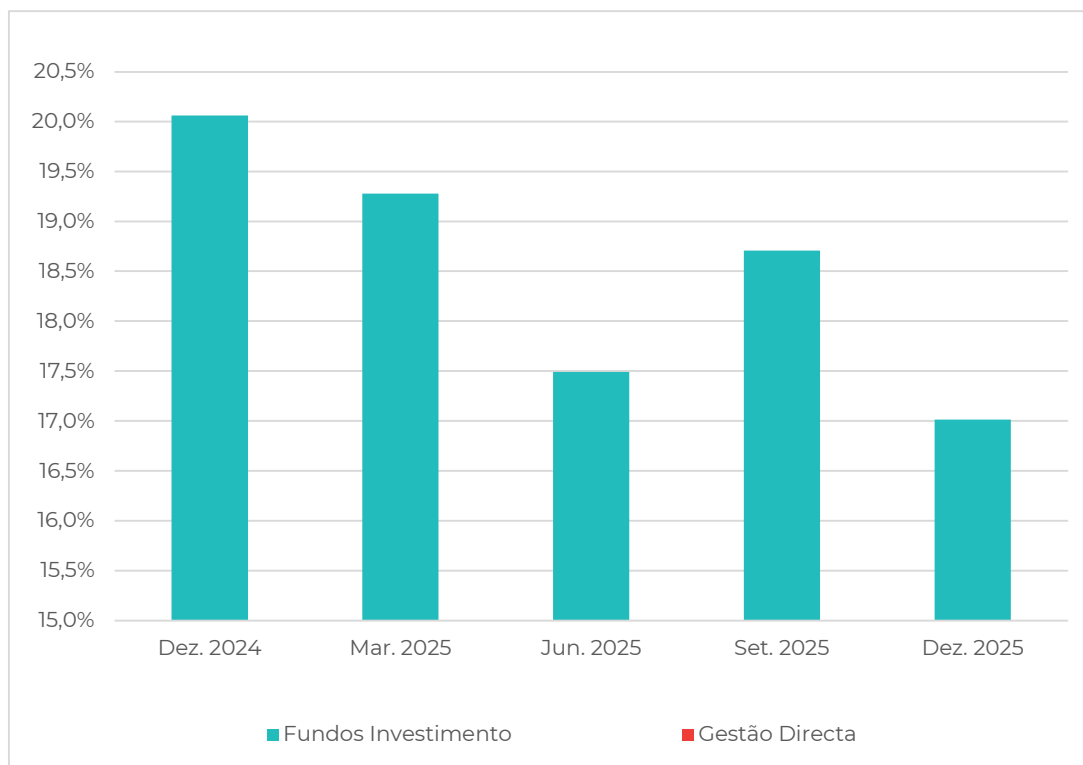
A estrutura da carteira do FPA Golden SGF Reforma Conservadora manteve-se relativamente estável ao longo de 2025, sendo de destacar o aumento da exposição a Liquidez no final do ano, por contrapartida da redução da exposição às restantes classes de ativos.

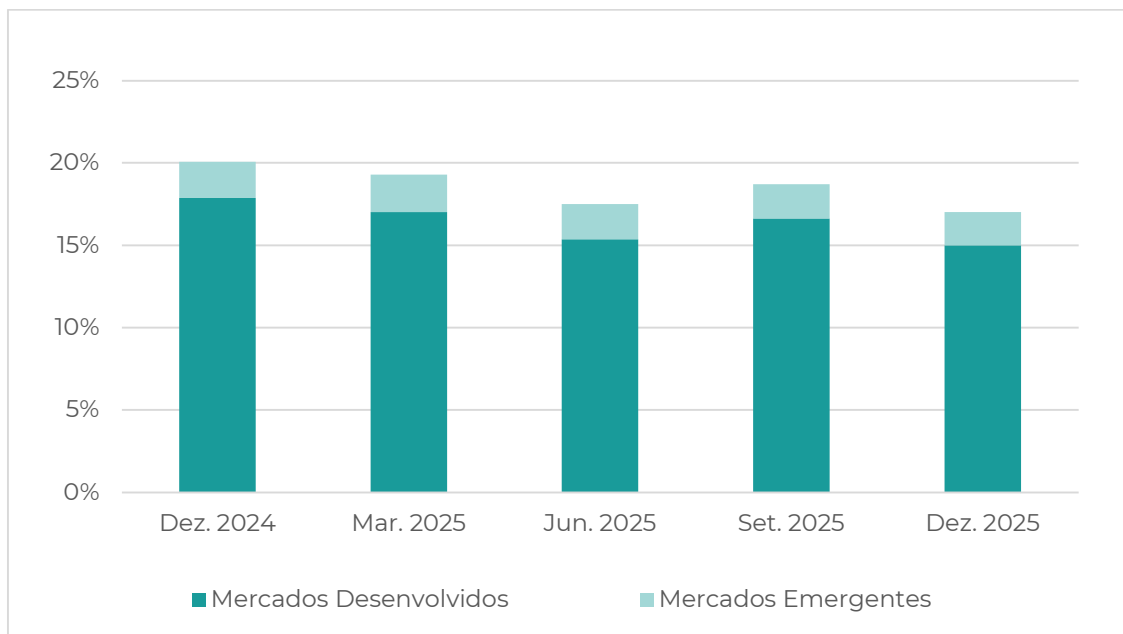


Mantendo a política já implementada em anos anteriores, a carteira de obrigações manteve-se maioritariamente investida através de fundos de investimento. No que respeita ao investimento direto, na componente de dívida pública esteve em carteira, até ao último trimestre, uma obrigação do tesouro francesa, não existindo qualquer investimento nesta componente no final do ano. No que respeita ao segmento de dívida privada, esteve essencialmente representado por uma emissão de obrigações adquirida no ano anterior, permanecendo ainda em carteira o título OREY Best Of 08/07/2031 (ex-2018, ex-2021), com um valor residual, após aprovação da extensão da sua maturidade, no âmbito de um Processo Especial de Revitalização do emitente.



A preferência pelo investimento indireto também esteve evidenciada na componente acionista, com o objetivo de obter uma maior diversificação, bem como uma dispersão geográfica superior.

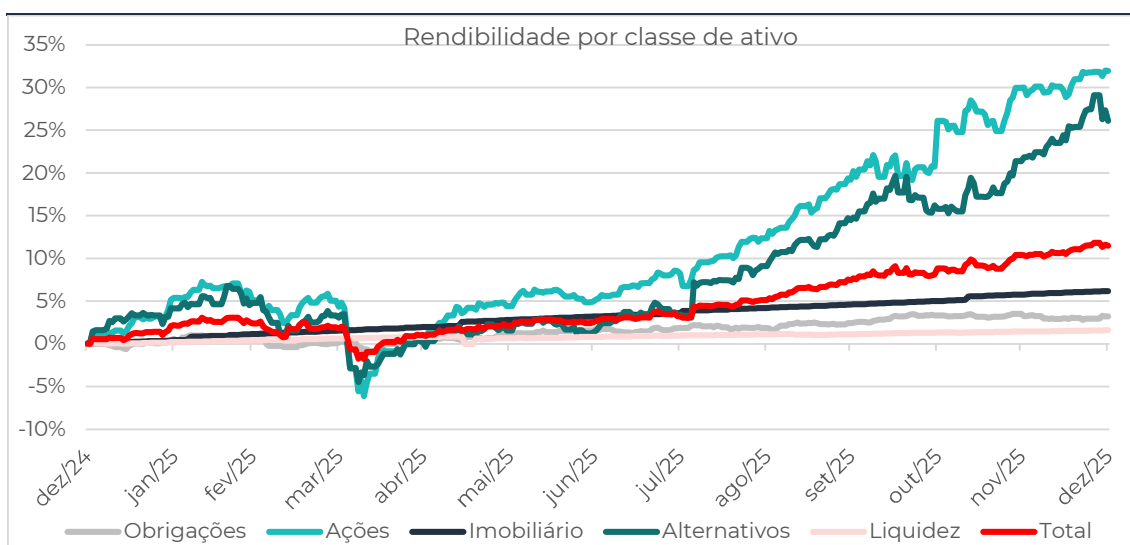




Rendibilidade e Risco

O desempenho positivo de 11,47% registado em 2025 ficou sobretudo a dever-se a dever-se a forte desempenho das classes de Ações e de Alternativos, que beneficiaram de valorizações significativas ao longo do ano e, em menor escala, ao bom comportamento das Obrigações.

	Obrigações	Ações	Imobiliário	Alternativos	Liquidez	Devedores	Derivados
Contributo	1,41%	5,29%	0,17%	4,94%	0,16%	-1,48%	0,98%
Rendibilidade	3,22%	31,94%	6,18%	26,10%	1,58%	n.d.	n.d.
Peso Médio	43,90%	16,58%	2,80%	18,92%	10,24%	n.d.	n.d.



Em 2025, manteve-se o clima de incerteza económica e geopolítica observado no ano anterior. O aumento de tarifas alfandegárias por parte da Administração dos EUA, com a aplicação de taxas gerais por país e tarifas diferenciadas sobre determinados setores, como o aço e os automóveis, para além do natural impacto a nível económico e monetário, foram também um instrumento de influência e pressão política.

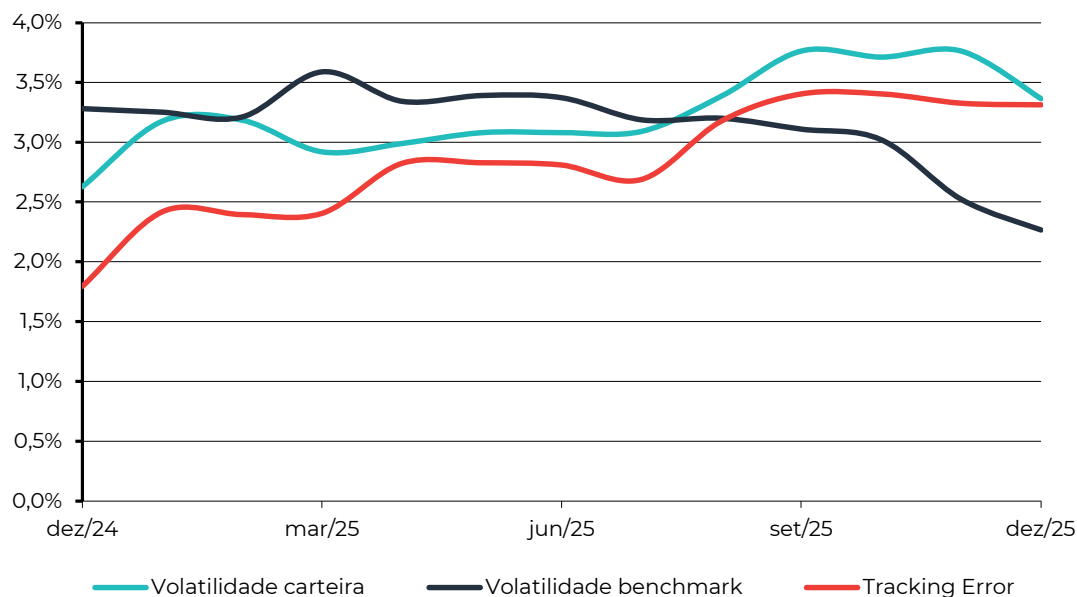
Apesar da prevalência de conflitos militares e geopolíticos, nomeadamente na Ucrânia, e da reconfiguração dos fluxos comerciais resultante das novas tarifas, os dados sugerem que a economia global terá apresentado, nos principais blocos, um desempenho mais favorável do que o esperado no início do ano.

A capacidade de adaptação dos agentes económicos e a atuação dos bancos centrais, esta última cada vez mais condicionada por fatores políticos, em particular nos EUA, contribuíram para o alívio das pressões sobre a economia. Na Europa, o Banco Central Europeu realizou quatro cortes na sua taxa de referência durante o primeiro semestre, estabilizando a taxa em 2% durante o 2º semestre. Nos EUA, perante sinais de moderação da atividade e de degradação gradual no mercado de trabalho, a FED cortou as taxas de juro por três vezes (25 pontos base cada), a partir do terceiro trimestre.

Não obstante o contexto de elevada volatilidade, em que contrastaram momentos de grande incerteza, como foi o caso de “Liberation Day” em abril, com períodos de alguma euforia, com as ações ligadas ao tema da inteligência artificial a atingirem valorizações muito pouco confortáveis e de sustentação duvidosa, manteve-se a apetência pelo risco e os mercados acionistas terminaram o ano com valorizações importantes, tendo atingido, em muitos casos, máximos históricos. Em termos setoriais, a liderança esteve concentrada no setor tecnológico e em setores orientados para o crescimento, mas, no final do ano, o interesse alargou-se ao resto do mercado, em particular para mercados mais orientados para “value stocks”, onde as valorizações mais contidas e a melhoria de fundamentais atraíram o interesse dos investidores. Em termos geográficos, registou-se uma rotação parcial dos EUA para a Europa, Japão e Mercados Emergentes, estes últimos beneficiando da descida do dólar norte-americano e da valorização de mercados específicos, orientados para o setor tecnológico, como a Coreia do Sul e Taiwan.

Por sua vez, os mercados obrigacionistas refletiram de forma mais imediata as mudanças de regime, em termos de enquadramento macroeconómico e de perceção do risco. As curvas de *yields* da dívida soberana das economias desenvolvidas aumentaram de inclinação ao longo do ano. O ouro e a prata tiveram um desempenho excepcional em 2025, beneficiando da incerteza económica e geopolítica ao longo do ano. O ouro beneficiou do reforço das compras por parte dos bancos centrais, da depreciação do dólar e da inflação. O petróleo terminou o ano em queda.

Em 2025, a volatilidade do Fundo aumentou ligeiramente face a 2024, em particular no primeiro e terceiro trimestres, situando-se, no final do ano, em 3,36%, acima da volatilidade do *benchmark*, que terminou o ano em queda face a 2024. O *tracking-error* aumentou em 2025, tendo terminado o ano em 3,31%

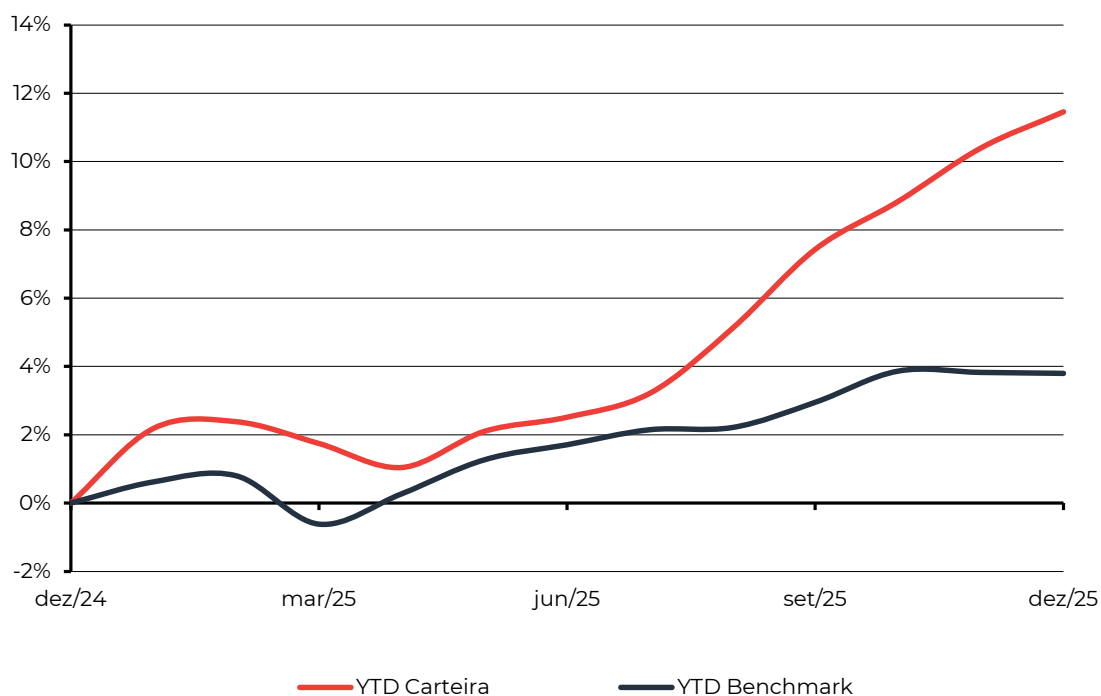


	Carteira	Benchmark
Volatilidade	3,36%	2,27%
Tracking Error	3,31%	-
Alpha Jensen	8,22%	-
Sharpe Ratio	2,63	0,74
Information R	2,31	-
Beta	0,67	-

O *Sharpe Ratio* da carteira foi positivo e apresentou um valor mais de três vezes superior ao do *benchmark* em 2025. O *Alpha de Jensen* registou um valor elevado, refletindo um desempenho claramente superior ao esperado para o nível de risco da carteira, fruto de decisões de investimento eficazes.

Benchmark

No que respeita ao desempenho relativo face ao *benchmark*, a rentabilidade do Fundo esteve, durante todo o ano, em *outperformance*, tendo terminado o ano com um desempenho superior ao do seu índice de referência em 7,67 pontos percentuais.



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

Obrigações	32.5% Barclays Euro Treasury (iShares Core Euro Government Bond) 32.5% Barclays Euro Corporate (iShares Core Euro Corporate Bond)
Ações	10% MSCI World 100% Hedged To Euro (iShares MSCI World EUR Hedged)
Imobiliário	10% Euribor 12M + 1%
Alternativos	7.5% HFRX Global Hedge Fund
Monetário	7.5% Euribor 1M

Em 2025, o retorno composto do mesmo foi de 3,80%.

Evolução de Riscos Materiais

Evolução dos principais riscos do Fundo:

Tipo de Risco	% da Carteira Sujeita	
	Em 2024	Em 2025
Taxa de juro	51,5%	54,4%
Crédito	36,9%	40,1%
Cambial	10,6%	11,9%
Mercado Accionista	20,1%	17,0%
Imobiliário	3,1%	1,9%
Liquidez	96,7%	93,3%

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 <i>Duration</i> – Gestão de <i>duration</i> das obrigações em carteira
Crédito	Controlo de <i>Rating</i> 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

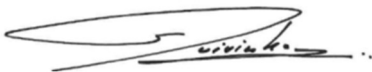
Nota: Não são utilizadas quaisquer operações de reporte e empréstimo de valores.

Responsabilidades e Nível de Financiamento do Fundo de Pensões

As Adesões Coletivas do Fundo financiam planos de contribuição definida, aos quais não é aplicável a análise ao valor das responsabilidades e respetivo nível de Financiamento.

RELATÓRIO ELABORADO PELOS SERVIÇOS DA GOLDEN SGF

Lisboa, 15 de abril de 2026



Paulo Vallejo Faria

António Sérgio Regalado Campos (Presidente)

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Demonstração da Posição Financeira

Unidade monetária: Euros	Notas	31.12.2025	31.12.2024
Ativos		23 479 936,14	13 510 269,98
Investimentos		23 453 451,76	13 497 361,68
Terrenos e edifícios	f)	-	-
Instrumentos de capital e unidades de participação	e)	17 998 606,08	10 685 027,07
Títulos de dívida pública	e)	3 332 741,25	1 975 243,50
Outros títulos de dívida	e)	375 619,10	376 262,40
Empréstimos concedidos		-	-
Numerário, depósitos em instituições de crédito e aplicações MMI		1 731 549,16	460 828,71
Outras aplicações		14 936,17	-
Outros ativos		26 484,38	12 908,29
Devedores		-	3 983,81
Entidade gestora		-	3 702,41
Estado e outros entes públicos		-	281,40
Depositários		-	-
Associados		-	-
Participantes e beneficiários		-	-
Outras entidades		-	-
Acréscimos e diferimentos	d)	26 484,38	8 924,48
Passivos		180 479,57	52 739,15
Credores		179 003,57	51 263,15
Entidade gestora		9 251,91	10 480,65
Estado e outros entes públicos		3 026,50	2 092,18
Depositários		2 100,31	1 980,51
Associados		-	-
Participantes e beneficiários		-	-
Outras entidades		164 624,85	36 709,81
Acréscimos e diferimentos	d)	1 476,00	1 476,00
Valor do Fundo	g)	23 299 456,57	13 457 530,82
Valor da unidade de participação	a)	6,64421	5,96248



António Sérgio Pereira Campos

David Veloso Faria

Demonstração de Resultados

Unidade monetária: Euros	Notas	2025	2024
Contribuições	l)	9 280 090,63	2 000 806,64
Pensões, capitais e prémios únicos vencidos	m)	-1 435 405,86	-1 577 391,69
Ganhos/Perdas Líquidos dos investimentos	j)	2 040 700,27	663 027,97
Rendimentos líquidos dos investimentos	j)	223 431,42	67 721,10
Outros rendimentos e ganhos	d) q)	26,36	472,32
Outras despesas	d) q)	-266 917,08	-198 737,43
Resultado líquido		9 841 925,74	955 898,90



Manoel António Regalado Campos (ex-Mor. Presidente)

Paula Veloso Faria

Demonstração de Fluxos de Caixa

Unidade monetária: Euros	2025	2024
Atividades operacionais		
Contribuições	7 932 876,71	1 042 152,14
Associados	12 444,15	18 411,37
Participantes	7 920 432,56	1 023 740,77
Beneficiários	-	-
Transferências	1 347 213,92	958 654,50
De Fundos de Pensões	1 347 213,92	958 654,50
De Seguros	-	-
De Fundos de Investimento PPR/E	-	-
Pensões, capitais e prémios únicos vencidos	703 518,09	677 169,69
Pensões pagas	703 518,09	677 169,69
Prémios únicos para aquisição de rendas vitalícias	-	-
Capitais vencidos	583 934,36	418 961,72
Remições	13 668,88	-
Vencimentos	570 265,48	418 961,72
Transferências	147 953,41	481 260,28
Para Fundos de Pensões	147 953,41	481 260,28
Para Seguros	-	-
Para Fundos de Investimento PPR/E	-	-
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	-	-
Devolução por excesso de financiamento	-	-
Remunerações	256 820,48	196 213,03
De gestão	244 793,75	186 980,67
De depósito e guarda de ativos	12 026,73	9 232,36
Outros rendimentos e ganhos	3 722,41	10,00
Outras despesas	10 047,69	44 954,55
Fluxo de caixa líquido das atividades operacionais	7 581 539,01	182 257,37
Atividades de investimento		
Recebimentos	5 613 206,10	4 627 983,59
Alienação / reembolso dos investimentos	5 416 183,67	4 593 144,48
Rendimentos dos investimentos	197 022,43	34 839,11
Pagamentos	11 921 278,54	4 493 560,03
Aquisição de investimentos	11 921 278,54	4 493 560,03
Comissões de transação e mediação	-	-
Outros gastos com investimentos	-	-
Fluxo de caixa líquido das atividades de investimento	- 6 308 072,44	134 423,56
Variações de caixa e seus equivalentes	1 273 466,57	316 680,93
Efeitos de alterações da taxa de câmbio	- 2 746,12	- 193,13
Caixa no início do período de reporte	460 828,71	144 340,91
Caixa no fim do período de reporte	1 731 549,16	460 828,71



Manoel António Pereira Campos (ex-Administrador)

David Veloso Faria

NOTAS ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

a) Fundo de Pensões Aberto Golden SGF Reforma Conservadora

O Fundo prevê a possibilidade de adesões individuais e adesões coletivas.

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

Adesão Coletiva	Designação do Plano de Pensões
STAS - Sindicato dos Trabalhadores da Actividade Seguradora	Contribuição definida
Renolit Portugal Lda.	Contribuição definida
SITese - Sindicato dos Trabalhadores de Escritório, Comércio, Hotelaria e Serviços	Contribuição definida
Towers Watson Portugal, Unipessoal	Contribuição definida
Golden SGF - Sociedade Gestora de Fundos de Pensões	Contribuição definida
KinetiFrontier Unipessoal	Contribuição definida
INOVYN PORTUGAL, Unipessoal, Lda	Contribuição definida
Société Générale	Contribuição definida
Propostas Vantajosas	Contribuição definida
Time Mysteries	Contribuição definida
Trilogy Writing Consulting GMBH	Contribuição definida
Pop Mais	Contribuição definida
Lehmus, Lda	Contribuição definida
SCHOCKWAVE	Contribuição definida
GENERATION	Contribuição definida
EFFICIO	Contribuição definida
INVOX	Contribuição definida
FORMULA SUCESSO	Contribuição definida

As Demonstrações Financeiras em 31 de dezembro de 2025 são comparáveis em todos os aspetos materialmente relevantes com as de 31 de dezembro de 2024.

O número de unidades de participação em circulação, à data de 31 de dezembro de 2025, era de 3.506.731,94052 unidades.

b) Não se verificaram alterações nos planos de pensões financiados pelo Fundo.

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 reconhecidos à medida que são gerados 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
Ações	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 respetivamente emitente, para os restantes casos
Imobiliário	Avaliação Perito Independente	Método comparativo de Mercado e 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 Ativo	Valor Inicial	Valor Final	Valias Capital	Rendimento
Obrigações de Dívida Pública	1 975 243,50	3 332 741,25	17 408,83	7 548,92
Obrigações de Empresas	376 262,40	375 619,10	-643,30	21 861,98
Ações e Outros Títulos de Capital	295 000,00	-	-	168 491,36
Fundos de Ações	2 404 647,73	3 963 582,92	714 156,47	-
Fundos de Dívida	4 574 790,04	8 964 847,73	162 104,29	2 276,54
Fundos Imobiliários	423 508,06	449 487,54	25 979,48	182,25
Fundos Alternativos	1 670 656,03	1 724 315,17	144 655,33	5 570,37
Fundos Private Equity	460 358,40	994 971,39	146 073,85	17 500,00
Outros Fundos	856 066,81	1 901 401,33	800 066,84	-
Instrumentos Financeiros Derivados	-	14 936,17	-7 083,78	-
Numerário, Depósitos em Instituições de Crédito e Aplicações MMI	460 828,71	1 731 549,16	-	-
Outros	-39 830,86	-153 995,19	-	-
	13 457 530,82	23 299 456,57	2 002 718,01	223 431,42

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 2024	Em 2025	
Taxa de juro	51,5%	54,4%	Controlo de <i>Duration</i> – Gestão de <i>duration</i> das obrigações em carteira
Crédito	36,9%	40,1%	Controlo de <i>Rating</i> global – Recomposição da carteira
Cambial	10,6%	11,9%	Controlo de Perda Cambial – Recurso a coberturas cambiais
Mercado Accionista	20,1%	17,0%	Controlo de Volatilidade da Classe - Primazia pelo investimento indireto, visando sobretudo uma maior diversificação e também uma dispersão geográfica.
Imobiliário	3,1%	1,9%	Avaliação do Mercado Imobiliário – Desinvestimento
Liquidez	96,7%	93,3%	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
Obrigações de Dívida Pública	7 548,92	25 194,21
Obrigações de Empresas	21 861,98	-643,30
Ações e Outros Títulos de Capital	168 491,36	-
Fundos de Ações	-	775 742,95
Fundos de Dívida	2 276,54	192 135,33
Fundos Imobiliários	182,25	25 979,48
Fundos Alternativos	5 570,37	114 992,70
Fundos Private Equity	17 500,00	158 191,18
Outros Fundos	-	800 066,85
Instrumentos Financeiros Derivados	-	127 818,56
Numerário, Depósitos em Instituições de Crédito e Aplicações MMI	-	-178 777,69
	223 431,42	2 040 700,27

k) Segmentação das Comissões Pagas:

COMISSÕES DE GESTÃO

Financeira 234 197,15 art.º 19º do regulamento de gestão 1,5% do valor da carteira anual

COMISSÕES DE DEPÓSITO

Depósito MBBCP 6 592,28 cláusula 4.ª, n.º 1 contrato de depósito de valores mobiliários 0,08% do valor da carteira
 Depósito CGD 4,92 cláusula 4.ª do contrato de prestação de serviços depositario de acordo com a tabela em vigor
 Depósito BBVA 24,60 n.º 5 do contrato de depósito de valores mobiliários 0,10% valor carteira
 Depósito Golden Broker 5 261,05 contrato de depósito de valores mobiliários 0,05% do valor da carteira

TOTAL 246 080,00

l) No decorrer do ano foram feitas contribuições no valor 9.280.090,63€. Deste montante, 12.444,15€ respeitam a contribuições de Associados, 7.920.432,56€ a contribuições de Participantes e 1.347.213,92€ a transferência de outros Fundos de Pensões.

m) No decorrer do ano foram pagos reembolsos no valor de 1.435.405,86€. Deste montante, 703.518,09€ respeitam a Pensões Pagas, 13.668,88€ a Remissões, 570.265,48€ a Vencimentos e 147.953,41€ a transferências para Fundos de Pensões.

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

o) O Fundo não possuía nenhum ativo contingente ou em incumprimento.

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	
Outros rendimentos e ganhos	26,36
TOTAL	26,36

OUTRAS DESPESAS	
Comissões de gestão	234 197,15
Comissões de depósito	11 882,85
Impostos	12 565,91
Despesas bancárias	6 795,17
Auditoria	1 476,00
TOTAL	266 917,08



David Vallejo Faria

Manoel António Pereira Campos (ex-Arso Pereira)

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 rendibilidade, 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 assegura que os ativos que integram o património do fundo sejam adequados às responsabilidades decorrentes do fundo, tendo em conta:
 - o A natureza dos benefícios previstos;
 - o O horizonte temporal das obrigações;
 - o A política de investimento estabelecida e os riscos a que os ativos financeiros estão sujeitos;
 - o O nível de financiamento das responsabilidades.
- 1.5. A adequação do investimento é assegurada pela Entidade Gestora através da utilização de métodos e técnicas que considera consentâneos para a prossecução do fim do fundo e com um nível de elevada razoabilidade para fazer face a eventuais oscilações desfavoráveis no valor do património.
- 1.6. A Entidade Gestora não assume qualquer obrigação de resultado, nem oferece qualquer garantia quanto ao nível de performance ou rendibilidade 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	15%	65%	90%
Ações	0%	10%	30%
Imobiliário	0%	10%	20%
Investimentos Alternativos	0%	7,5%	25%
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 (no 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.

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 de autorização à ASF. Até que se proceda a qualquer alteração, o fundo respeitará a política de investimentos em vigor e restrições de carácter legal e/ou regulamentar.

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 idênticos.

- 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 Monetário poderão incluir-se os Depósitos à Ordem e a Prazo, Papel Comercial, Bilhetes do Tesouro, Fundos de Tesouraria/Monetário e valores em Numerário.
- d. Na categoria Imobiliário inclui-se investimentos diretos em terrenos, edifícios e créditos decorrentes de empréstimos e investimentos em Organismos de Investimento Imobiliário (OII).
- e. Na categoria de Investimentos Alternativos incluem-se as estratégias de investimento que envolvam a utilização de classes de ativos ou tipo de operações não tradicionais ou não clássicos, nomeadamente, o investimento indireto em matérias-primas, Hedge-Funds, Private Equity, divisas, produtos estruturados que invistam nos ativos descritos, as unidades de participação de Organismo de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários (OICVM) harmonizados e não harmonizados.
- f. O Fundo poderá ainda recorrer à utilização de instrumentos financeiros derivados, onde estarão contidas os 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 e obrigações cujo padrão de valorização assenta 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.

3. Limites Legais

3.1. Gerais

- a. Os investimentos em valores mobiliários que não se encontrem admitidos à negociação em mercados regulamentados não representam mais do que 15% do valor do património do Fundo.
- b. O investimento em ativos em moeda não euro será sempre inferior a 30% do valor do património do Fundo, exceto quando para o excesso se recorra à adequada metodologia de cobertura de risco cambial.
- c. O investimento em unidades de participação de Organismos de Investimento Alternativo (OIA) não pode representar mais do que 10% do valor do património do Fundo (este limite não se aplica a Organismos de Investimento Alternativo que sejam Organismos de Investimento Imobiliário (OII). Em relação a OIA não contemplados em 3.1 alínea d):
 - 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.
- d. O limite geral de 10% consagrado em 3.1. alínea c) não se aplica aos seguintes instrumentos financeiros, devendo considerar-se as seguintes percentagens:
 - o Fundos de investimento Imobiliário (OII): até 20% do valor do património do Fundo;



- OIA de índices que não façam uso de efeito de alavancagem; até 15% do valor do património do Fundo;

- OIA 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: até ao limite de 25% do valor do património do Fundo.

3.2. De concentração:

- a. Sem prejuízo do disposto na alínea c) do número 3.1. [limite geral de 10%], o investimento em unidades de participação de OIA e também em unidades de participação em Organismos Especiais de Investimento Imobiliário (OEII) pressupõe os seguintes limites de concentração:
 - Um único organismo não pode representar mais de 2% do valor do património do Fundo;
 - No caso de OIA/OEII que invista noutro OIA/OEII não é aplicável o limite 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.
- b. Sem prejuízo do disposto no número 3.1.:
 - No seu conjunto, os valores mobiliários e o papel comercial emitidos por uma mesma sociedade e os empréstimos concedidos a essa mesma sociedade não podem representar mais de 10% do valor do património do fundo (5% quando se tratar de investimentos em associados do fundo de pensões ou em sociedades que se encontrem em relação de domínio ou de grupo com esses associados);
 - O limite fixado no ponto anterior é de 20% relativamente ao conjunto das sociedades que se encontrem entre si ou com a entidade gestora em relação de domínio ou de grupo. (10% quando se tratar de investimentos em associados do fundo de pensões ou em sociedades que se encontrem em relação de domínio ou de grupo com esses associados);

Estes limites previstos na alínea b) podem ser ultrapassados, desde que, relativamente aos excessos, as entidades gestoras apliquem metodologias adequadas à cobertura do risco de contraparte.

3.3. Utilização de instrumentos derivados:

- a. O Fundo poderá utilizar instrumentos derivados, com os seguintes objetivos:
 - o Proceder à cobertura do risco de investimento;
 - o Proceder à gestão eficaz de carteira.
- b. Para efeitos do número anterior entende-se como risco financeiro, designadamente, o seguinte:
 - o Risco de variação de preços dos ativos que compõem a carteira, sejam eles ações, obrigações ou outros ativos;
 - o Risco de variação das taxas de juro de curto ou de longo prazo, que se traduz em risco de reinvestimento dos fundos em cada momento aplicados;
 - o Risco de crédito, que decorre do risco de incumprimento por parte das empresas emitentes das respetivas obrigações ou do risco de descida das cotações pelo efeito de degradação da qualidade de crédito;
 - o Risco de flutuações cambiais, que se traduz em alterações no valor das posições em moeda estrangeira, quando convertidas para euros.
- c. A utilização de derivados está condicionada ao limite de 20% no que respeita ao aumento percentual do acréscimo da perda potencial máxima a que o património do Fundo sem instrumentos financeiros derivados estaria exposto.
- d. As operações com produtos derivados são realizadas num mercado regulamentado ou com uma instituição financeira legalmente autorizada para o efeito num Estado membro do Espaço Económico Europeu ou noutro país da OCDE, desde que o rating dessas instituições seja qualitativamente igual ou superior a “BBB” / “BAA2”.

4. Restrições à política de investimentos

- 4.1. Não serão efetuadas operações de reporte ou empréstimo de valores mobiliários
- 4.2. O investimento direto em terrenos, edifícios e créditos decorrentes de empréstimos hipotecários será sempre inferior a 5%.

5. Avaliação da rendibilidade

- 5.1. Como base de cálculo da rendibilidade dos ativos financeiros deverá ser utilizada a Time Weighted Return (TWR).
- 5.2. Os índices de referência serão os seguintes:

Obrigações	32.5% Barclays Euro Treasury (iShares Core Euro Government Bond) 32.5% Barclays Euro Corporate (iShares Core Euro Corporate Bond)
Ações	10% MSCI World 100% Hedged To Euro (iShares MSCI World EUR Hedged)
Imobiliário	10% Euribor 12M + 1%
Alternativos	7.5% HFRX Global Hedge Fund
Monetário	7.5% Euribor 1M

6. Medição e controlo de risco

- 6.1. 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 5.2. 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.
- 6.2. 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.

7. Sustentabilidade – risco e impactos

- 7.1. Risco de sustentabilidade – risco que um acontecimento ou condição de natureza ambiental, social ou de governação provoque um impacto negativo significativo efetivo ou potencial no valor do investimento.

7.2. É tido em conta o risco de sustentabilidade no processo de tomada de investimento, seja na escolha de instrumentos, seja na alocação estratégica do fundo.

- a. Na definição da alocação estratégia e escolha de instrumentos, seja títulos diretos (ações e obrigações) ou instrumentos coletivos, são analisadas as práticas das instituições objeto de investimento nas áreas da responsabilidade social, ambiental e de boa governação, nomeadamente os setores de atividade, a política de sustentabilidade, o grau de divulgação de informação não financeira, o desempenho obtido em matéria de eficiência ambiental, classificações de ratings de sustentabilidade divulgadas por instituições de notação de referência.
- b. É assegurada a monitorização regular da carteira de investimento em termos de métricas de princípios de responsabilidade social, ambiental e de boa governação (ESG), da mesma forma que outras métricas de rentabilidade e risco.

7.3. Atendendo ao descrito no ponto 7.2, a GOLDEN SGF entende que o risco em matérias de sustentabilidade é baixo. No entanto, o Fundo não prossegue uma política de investimento que vise a promoção de objetivos em termos de sustentabilidade, seja em termos de questões sociais, governance ou matérias ambientais, nos termos dos artigos 8º e 9º do Regulamento 2019/2088, de 27 de novembro de 2019.

8. Intervenção e exercício de direitos de voto

- 8.1. 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.
- 8.2. A Entidade Gestora não exercerá uma influência significativa na gestão dessas sociedades, nomeadamente:
 - a. A Entidade Gestora decidirá casuisticamente a participação nas assembleias-gerais;
 - b. 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



GOLDEN SGF

benefícios, responsabilidade social e outros assuntos para os quais a legislação exija maioria qualificada;

- c. 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;
- d. 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.

8.3. 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 2025

Envolvente Económica e Geopolítica

O ano de 2025 ficará assinalado como um período de alteração estrutural nas dinâmicas económicas e geopolíticas globais. Mais do que ajustes incrementais, assistiu-se à redefinição efetiva de vários princípios que enquadravam o funcionamento da economia internacional nas últimas décadas. O regresso de Donald Trump à presidência dos Estados Unidos, com a tomada de posse a 20 de janeiro, constituiu assim um dos eventos mais determinantes do ano, estabelecendo o enquadramento para mudanças subsequentes na política norte-americana em múltiplas vertentes com enormes impactos nos mercados financeiros globais. O momento mais marcante e simbólico ocorreu, logo no início de abril, com o denominado **“Liberation Day”**, um pacote alargado de tarifas alfandegárias que alterou profundamente o modo como os EUA passaram a enquadrar as suas relações económicas com parceiros internacionais. O impacto inicial foi significativo, configurando um verdadeiro teste de resistência para cadeias de valor e fluxos de comércio globais. Apesar disso, a reação dos mercados evoluiu de um enquadramento de risco para um processo de ajustamento gradual, à medida que foram anunciadas isenções, exceções e novas rondas de negociação. Este padrão — escalada inicial, flexibilização parcial e subsequente procura de compromisso — evidenciou a natureza cada vez mais estratégica das tarifas, agora utilizadas como instrumentos de influência e pressão política, para além da sua função económica tradicional. Num contexto internacional marcado por crescente fragmentação, este tipo de abordagem comercial introduziu maior incerteza sobre expectativas, estabilidade das cadeias de abastecimento e níveis de confiança, produzindo efeitos que extravasam o comércio e se repercutem nos mercados financeiros. O enfraquecimento dos mecanismos multilaterais que, durante décadas, sustentaram o sistema internacional tornou-se evidente criando-se um ambiente global menos baseado em regras e mais condicionado por dinâmicas de força entre Estados. Esta transição teve implicações relevantes não apenas na geopolítica, mas

também na arquitetura monetária internacional, influenciando padrões de liquidez, movimentos de capitais e percepções de risco dos investidores.

Paralelamente, o ano de 2025 foi também caracterizado pela continuação da guerra na Ucrânia e instabilidade no Médio Oriente, situações que em grande medida já foram interiorizadas pelos agentes do mercado, mas que continuaram, a espaços, a funcionar como fonte de incerteza e volatilidade.



The image shows Donald Trump at a podium with the Presidential Seal, pointing to a large digital display titled 'Reciprocal Tariffs'. The display shows a table comparing 'Tariffs Charged' and 'U.S. Reciprocal Proposed Tariffs' for various countries.

Country	Tariffs Charged	U.S. Reciprocal Proposed Tariffs
China	87%	20%
European Union	39%	26%
Germany	38%	85%
Japan	64%	32%
Japan	46%	24%
India	52%	26%
India	56%	25%
South Korea	23%	36%
Thailand	23%	31%
Switzerland	61%	11%
Taiwan	64%	32%
Malaysia	67%	24%
Canada	97%	49%
United Kingdom	49%	18%
South Africa	69%	30%
Brazil	19%	18%
Israel	24%	37%
Singapore	16%	10%
	31%	17%
	32%	17%
	19%	18%
	18%	16%
	18%	16%
	58%	29%
	19%	18%
	88%	41%
	18%	18%

Economia Global e Dados Económicos

Apesar do contexto político e geopolítico particularmente exigente, a economia global apresentou, em 2025, uma evolução globalmente mais favorável do que antecipado no início do ano. Nos Estados Unidos, o crescimento económico mostrou resiliência face ao impacto inicial das novas tarifas, beneficiando de um fator determinante: o ciclo de investimento associado à Inteligência Artificial, abrangendo *hardware*, *software* e infraestrutura. Este fenómeno constituiu uma das marcas distintivas do ano, evidenciando como desenvolvimentos de natureza “micro” — nomeadamente investimentos tecnológicos específicos — passaram a exercer influência direta sobre variáveis “macro”, com efeitos na formação de expectativas de crescimento e na valorização de ativos financeiros.

Na Zona Euro, o crescimento surpreendeu pela positiva, contrastando com os cenários mais conservadores que prevaleciam no final de 2024. Ainda assim, a evolução manteve-se heterogénea: observou-se fragilidade persistente no núcleo industrial, em especial na Alemanha, enquanto economias com maior peso do setor dos serviços registaram desempenhos mais robustos. Na China, o setor imobiliário continuou a representar um constrangimento significativo, condicionando a procura interna e limitando a capacidade de aceleração do crescimento. Contudo, o país

demonstrou capacidade de ajustamento ao novo enquadramento comercial global, reforçando o contributo das exportações e redirecionando fluxos para mercados menos afetados pela pressão tarifária.

No seu conjunto, 2025 caracterizou-se por dinâmicas económicas particularmente complexas de interpretar. Os números de crescimento e de comércio revelaram-se difíceis de ler de forma linear, uma vez que fatores externos — desde a implementação das tarifas norte-americanas ao impacto dos ganhos de produtividade associados à Inteligência Artificial — distorceram relações tradicionais da atividade económica. Em vários casos, indicadores que historicamente evoluíam de forma consistente passaram a refletir um conjunto mais amplo de choques estruturais, exigindo uma leitura mais prudente e uma maior atenção à qualidade e sustentabilidade dos dados subjacentes.

Política Monetária: do “manual” ao regime

A política monetária constituiu um dos eixos centrais do enquadramento macroeconómico de 2025. O ano evidenciou de forma clara um regime em que as decisões dos principais bancos centrais se encontraram cada vez mais condicionadas pelo contexto político e pelas implicações orçamentais. Dois conceitos ganharam particular relevância ao longo do ano: “independência do banco central” e “fiscal dominance”, refletindo a crescente interação — e por vezes tensão — entre autoridades monetárias e os respetivos executivos governamentais. Este fenómeno foi especialmente visível nos Estados Unidos, onde a Reserva Federal (FED) enfrentou um ambiente de pressão política sem precedentes recentes. A relação entre a administração Trump e vários membros do Conselho de Governadores deteriorou-se ao longo do ano, incluindo episódios de críticas públicas, declarações hostis e tentativas explícitas de influenciar a orientação da política monetária. Jerome Powell, tornou-se o principal foco desta tensão institucional, alimentando um debate intenso sobre os limites da independência da autoridade monetária e os riscos associados à interferência política. No que respeita às decisões de política monetária, a Reserva Federal optou por manter as taxas diretoras inalteradas durante o primeiro semestre, num contexto de elevada incerteza quanto ao impacto inflacionista das novas tarifas alfandegárias. A partir do terceiro trimestre, e perante sinais de deterioração gradual no mercado de trabalho e moderação da atividade, a FED iniciou um ciclo de flexibilização, concretizando três cortes de 25 pontos base cada. Paralelamente,

anunciou medidas de flexibilização do seu balanço, reforçando a perceção de que as condições financeiras tenderiam a tornar-se menos restritivas no horizonte.

Na Europa, o Banco Central Europeu seguiu uma trajetória distinta. Após quatro cortes de taxas no primeiro semestre, justificados pela consolidação da trajetória desinflationista e pela necessidade de apoiar economias mais expostas a fragilidades industriais, o BCE estabilizou a taxa de depósito em 2% na segunda metade do ano. A comunicação manteve um tom prudente, sublinhando que novos ajustamentos dependeriam da evolução dos dados económicos e do equilíbrio entre os riscos para a inflação e para o crescimento.

Comportamento das Principais Classes de Ativos em 2025

2025 foi, de forma inequívoca, um ano de *risk-on*: o risco foi assumido e, na generalidade dos casos, bem pago. Mas não foi um *risk-on* linear. Foi um ano de rotação, de reajustes e de mudanças de liderança, com vários momentos a testarem convicções e a reescreverem narrativas.

Ranking of asset classes in EUR

2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Crude oil	Small cap EUR	Gold	Crude oil	Gold	Crude oil	Crude oil	S&P 500	Gold	Gold
S&P 500	MSCI EM	Govies EUR	S&P 500	S&P 500	S&P 500	Gold	Small cap EUR	S&P 500	Euro stoxx 600
Gold	TOPIX	Cash 12m EUR	Small cap EUR	MSCI EM	MSCI Europe ex-EMU	Cash 12m EUR	TOPIX	TOPIX	Small cap EUR
MSCI EM	Euro stoxx 600	IG credit EUR	Euro stoxx 600	Small cap EUR	Small cap EUR	MSCI Europe ex-EMU	Euro stoxx 600	MSCI EM	MSCI EM
HY credit EUR	HY credit EUR	S&P 500	MSCI Europe ex-EMU	Govies EUR	Euro stoxx 600	HY credit EUR	HY credit EUR	HY credit EUR	MSCI Europe ex-EMU
IG credit EUR	S&P 500	HY credit EUR	Gold	IG credit EUR	TOPIX	TOPIX	Gold	Crude oil	TOPIX
TOPIX	MSCI Europe ex-EMU	TOPIX	TOPIX	HY credit EUR	HY credit EUR	Euro stoxx 600	MSCI Europe ex-EMU	Euro stoxx 600	HY credit EUR
Small cap EUR	IG credit EUR	MSCI Europe ex-EMU	MSCI EM	TOPIX	Gold	IG credit EUR	IG credit EUR	IG credit EUR	S&P 500
Govies EUR	Govies EUR	MSCI EM	HY credit EUR	Cash 12m EUR	MSCI EM	S&P 500	Govies EUR	MSCI Europe ex-EMU	IG credit EUR
Cash 12m EUR	Cash 12m EUR	Euro stoxx 600	Govies EUR	Euro stoxx 600	Cash 12m EUR	Small cap EUR	Cash 12m EUR	Cash 12m EUR	Cash 12m EUR
Euro stoxx 600	Gold	Small cap EUR	IG credit EUR	MSCI Europe ex-EMU	IG credit EUR	MSCI EM	MSCI EM	Govies EUR	Govies EUR
MSCI Europe ex-EMU	Crude oil	Crude oil	Cash 12m EUR	Crude oil	Govies EUR	Govies EUR	Crude oil	Small cap EUR	Crude oil

Mercado Acionista: O ano começou com máximos históricos, neste mercado, e rapidamente viveu um dos episódios mais marcantes do ciclo: a correção nas ações ligadas à Inteligência Artificial (IA) no chamado “DeepSeek moment”. Pela primeira

vez, ficou explícito para o mercado que a liderança tecnológica norte-americana podia ser desafiada por soluções com custos muito mais baixos, sem degradação equivalente de *performance*. Este momento não foi apenas uma correção de preços, foi um choque conceptual, que colocou em causa a ideia de “excepcionalismo norte-americano” e introduziu a variável “eficiência”.

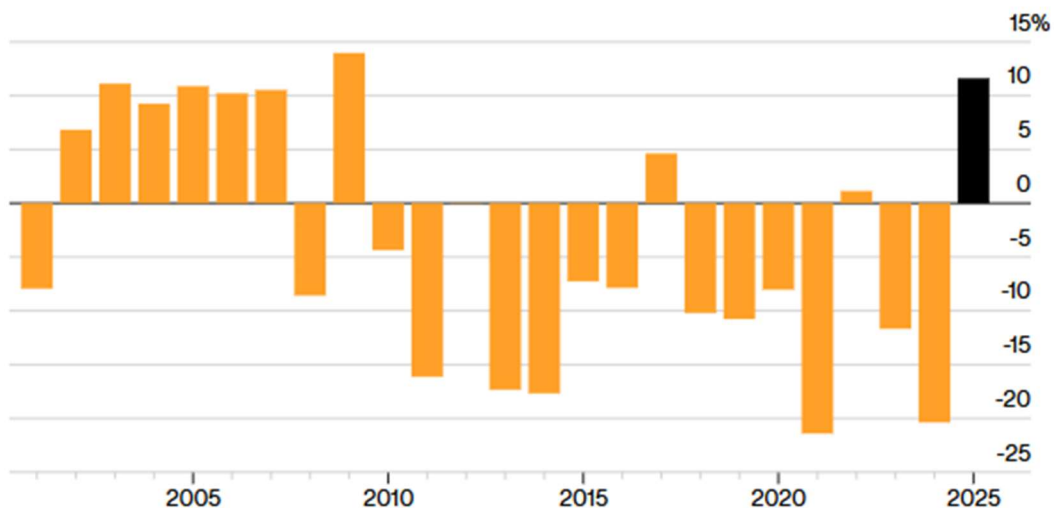
Mais tarde, já nos resultados do primeiro e segundo trimestre, as *megacaps* (empresas de grande capitalização bolsista) voltaram a validar a realidade dominante de 2025: o investimento em IA continuava “a todo o vapor”, com anúncios de investimentos de milhares de milhões de dólares, reancorando a narrativa positiva até ao final do ano.

Em termos geográficos, uma das surpresas foi a rotação parcial para fora dos Estados Unidos: Europa, Japão e Mercados Emergentes tiveram desempenhos muito mais fortes (principalmente quando medido em USD, devido à depreciação do dólar), mostrando apetite por risco fora do eixo tradicional e reforçando o valor da diversificação geográfica num ano de transição. Ainda nos EUA, a *performance* dos grandes índices ficou muito dependente de um número reduzido de *megacaps*, elevando o peso do setor tecnológico para níveis historicamente desconfortáveis.

International Stocks Outperform US Peers

MSCI ACWI ex-USA beat S&P 500 by highest margin since 2009

■ MSCI ACWI Excluding United States Index - S&P 500 Index



Mercado Obrigacionista

O mercado obrigacionista assumiu, em 2025, um papel central enquanto verdadeiro “detetor de mudança de regime”, revelando sinais estruturais que não foram tão visíveis nos mercados acionistas. Foi neste segmento que emergiram as indicações mais claras sobre a mudança do enquadramento macroeconómico e da perceção de risco por parte dos investidores.

Assim, um dos temas que ganhou maior preponderância ao longo do ano foi o da trajetória da dívida pública e da sua sustentabilidade. Tornou-se evidente a pressão crescente sobre os governos para gerir o custo do serviço da dívida, num contexto de taxas ainda elevadas e exigências orçamentais mais pesadas. Esta pressão traduziu-se, em vários casos, numa preferência por emissões com maturidades mais curtas, refletindo preocupações com o risco de refinanciamento e com a sensibilidade das contas públicas a variações nas condições financeiras. Este enquadramento reintroduziu no debate de mercado um conceito que desde a Crise das dívidas públicas da Zona Euro do início da última década estava quase esquecido: o risco soberano.

Em paralelo, o crédito corporativo mostrou-se relativamente resiliente. Após um alargamento inicial dos prémios de risco na sequência do choque das tarifas norte-americanas, assistiu-se a uma compressão gradual desses *spreads*, com o ano a terminar em níveis próximos dos mínimos do ciclo. Destacou-se o bom comportamento tanto do segmento *investment grade* como do *high yield*, favorecidos pela estabilização das expectativas de política monetária e pela ausência de sinais significativos de deterioração generalizada da qualidade creditícia.

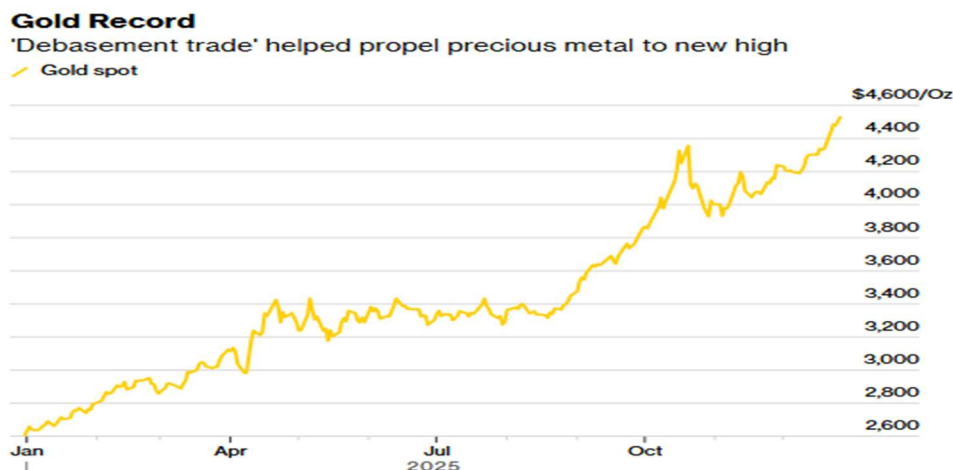
O Japão merece referência específica, dado o carácter estrutural das mudanças verificadas em 2025. Um pilar que durante décadas parecia imutável começou a revelar sinais de cedência. A curva japonesa enfrentou pressões relevantes, com as *yields* de longo prazo a atingirem máximos de várias décadas, refletindo a combinação entre fatores internos — dinâmica salarial, inflação mais persistente e reavaliação da política de controlo da curva de rendimentos — e fatores externos, incluindo o papel do Japão no financiamento global. Tornou-se mais claro que a função do país enquanto “âncora de liquidez” internacional está em transição, com potenciais implicações para os fluxos globais e para as condições financeiras de médio prazo.

Ouro e Metais Preciosos

O ouro foi uma das grandes histórias de 2025 - não apenas como proteção pontual, mas como sinal estrutural. O metal registou um dos melhores anos em várias décadas,

com um movimento amplificado também na prata e outros metais preciosos. Este comportamento teve múltiplos suportes, que já demos destaque: dúvidas sobre trajetórias de dívida pública, debate sobre independência de bancos centrais, incerteza geopolítica persistente e uma tendência de diversificação das reservas oficiais, com vários bancos centrais a reforçarem a sua exposição a ouro num contexto em que o dólar perdeu parte do seu estatuto como “porto seguro” incontestado, dada a maior volatilidade associada à política norte-americana.

Embora a narrativa do “debasement trade”, relacionada com a depreciação do dólar, se tenha popularizado, o metal precioso sinalizou uma tendência estrutural e não de curto prazo. O ouro não reagiu apenas à fraqueza do dólar e à inflação; reagiu a confiança, à fragmentação e à mudança de regime.



Commodities: energia e metais industriais

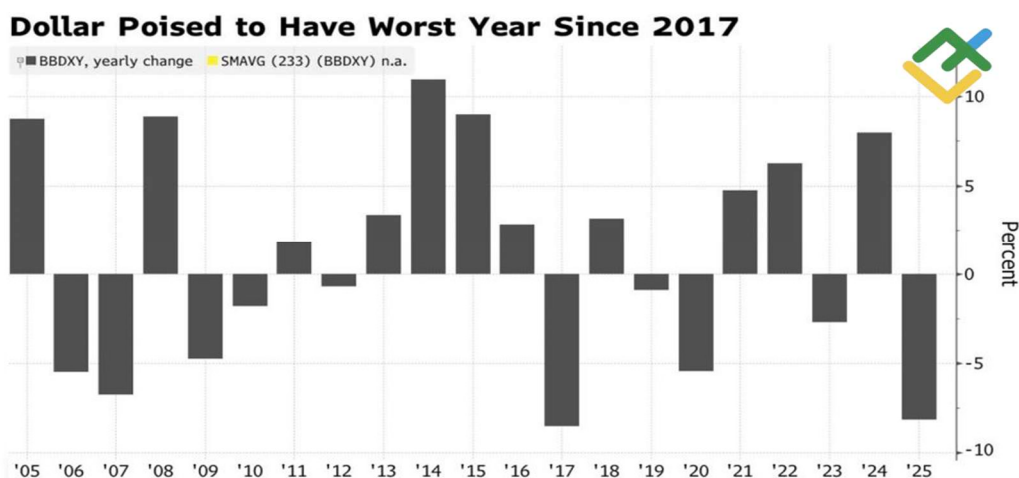
O índice das matérias-primas, no seu cômputo geral, teve um ano positivo, mas com grande dispersão interna. Os metais preciosos lideraram, já o petróleo terminou o ano em queda, refletindo um cenário em que a oferta cresceu mais do que a procura, com acumulação de excedentes. Saiu reforçada a ideia de que “commodities” não são uma única classe - são vários mercados com ciclos próprios, cada vez mais influenciados por geopolítica, investimento e restrições estruturais.

Mercados Cambiais

Se tivermos de escolher a maior surpresa de 2025, para muitos investidores globais, foi o comportamento do dólar americano. O consenso no início do ano era quase unânime: políticas “America First” significariam dólar mais forte. O que aconteceu foi

o oposto. O dólar depreciou-se de forma significativa em termos efetivos e perdeu mais de 10% face ao euro.

E isto é particularmente importante porque não resultou de uma “fuga” aos ativos americanos. Pelo contrário: o apetite por ações dos EUA manteve-se e a narrativa de IA continuou a atrair capital. O que mudou foi a leitura do regime: diferencial de taxas reais a estreitar, maior sensibilidade ao risco institucional e, acima de tudo, a perceção de que, num mundo de múltiplas esferas, a gestão cambial deixa de ser detalhe e passa a ser componente central do retorno.



Portugal: enquadramento e mercado

O ano de 2025 desenvolveu-se num enquadramento internacional desafiante, marcado por alterações estruturais na política comercial norte-americana, crescente fragmentação geopolítica e sinais de reconfiguração monetária global. Ainda assim, a economia portuguesa conseguiu preservar um desempenho relativamente sólido, beneficiando de fatores internos de resiliência e de um ambiente europeu que, apesar das fragilidades estruturais, revelou capacidade de estabilização cíclica.

A atividade económica nacional manteve-se sustentada por três pilares essenciais: exportações de serviços, em particular o turismo; consumo privado, apoiado pela recuperação do rendimento real; e investimento, beneficiando quer de condições financeiras menos restritivas na segunda metade do ano, quer da execução de projetos enquadrados no PRR. Embora o ambiente externo tivesse introduzido volatilidade adicional, sobretudo através da maior discriminação do mercado em relação ao risco soberano na Europa, Portugal conseguiu preservar um perfil de



estabilidade e previsibilidade que favoreceu o comportamento dos ativos financeiros nacionais.

Em termos de crescimento, a economia portuguesa deverá expandir-se em valores ligeiramente acima dos 2,0%, um pouco melhor que as estimativas mais consensuais apontavam. De acordo com o Boletim Económico do Banco de Portugal, as exportações de bens e serviços deverão crescer 3,2% em 2025, refletindo uma combinação de resiliência nos serviços — especialmente turismo e atividades associadas — e uma recuperação gradual na componente de bens, apesar da fragilidade persistente em alguns mercados europeus. O consumo privado deverá aumentar cerca de 2,7%, acompanhado por um crescimento do investimento de 5,4%, impulsionado por projetos públicos e privados, bem como pela maior previsibilidade na condução da política monetária europeia.

No plano dos preços, a inflação deverá manter-se num patamar moderado, convergindo para valores consistentes com o objetivo do Banco Central Europeu. A evolução dos preços da energia, a normalização das cadeias de abastecimento e a moderação da procura contribuíram para um ambiente inflacionista mais estável, reforçando o poder de compra das famílias e sustentando a dinâmica do consumo.

Apesar desta evolução favorável, o enquadramento externo continua a acarretar riscos relevantes. A trajetória da política comercial norte-americana, a incerteza geopolítica persistente e a maior sensibilidade dos mercados ao risco fiscal na Europa constituem fatores a monitorizar de perto. Ainda assim, Portugal manteve uma perceção de risco soberano relativamente estável, beneficiando de contas públicas equilibradas e de uma gestão prudente da política orçamental.

Desta forma, e apesar dos desafios internacionais, a economia portuguesa deverá continuar a convergir de forma gradual com a média europeia, que permanece penalizada pelo fraco desempenho das maiores economias do bloco. Para 2026, as previsões apontam para um crescimento da União Europeia, novamente abaixo do ritmo estimado para Portugal, reforçando o posicionamento relativo favorável da economia nacional no contexto europeu.



Fundo de Pensões Aberto Golden SGF Reforma Conservadora

Certificação Legal das Contas

2025

Certificação Legal das Contas

RELATO SOBRE A AUDITORIA DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Opinião

Auditámos as demonstrações financeiras anexas do **Fundo de Pensões Aberto Golden SGF Reforma Conservadora** (adiante, também, designado por “Fundo”), gerido pela **Golden SGF – Sociedade Gestora de Fundo de Pensões, S.A.** (adiante, também, designada por “Entidade gestora”) que compreendem a demonstração da posição financeira em 31 de dezembro de 2025 (que evidencia um total de 23.479.936,14 euros e um valor do fundo de 23.299.456,57 euros, incluindo um resultado líquido de 9.841.925,74 euros), a demonstração dos resultados 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 Aberto Golden SGF Reforma Conservadora** em 31 de dezembro de 2025 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 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 do Fundo e da Entidade Gestora 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.

Responsabilidades do órgão de gestão da Entidade gestora e do órgão de fiscalização da Entidade gestora pelas demonstrações financeiras

O órgão de gestão da Entidade gestora 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 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 distorções materiais devido a fraude ou a erro;
- adoção de políticas e critérios contabilísticos adequados nas circunstâncias; e
- avaliação da capacidade do Fundo 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 do Fundo.

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 a 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 gestora;
- avaliamos a adequação das políticas contabilísticas usadas e a razoabilidade das estimativas contabilísticas e respetivas divulgações feitas pelo órgão de gestão da Entidade gestora;

- concluímos sobre a apropriação do uso, pelo órgão de gestão da Entidade gestora, 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 do Fundo 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 o Fundo descontinue as suas atividades;
- avaliamos a apresentação, estrutura e conteúdo global das demonstrações financeiras, incluindo as divulgações, e se essas demonstrações financeiras representam as transações e os acontecimentos subjacentes de forma a atingir uma apresentação apropriada; e
- comunicamos com os encarregados da governação, incluindo o órgão de fiscalização da Entidade gestora, entre outros assuntos, o âmbito e o calendário planeado da auditoria, e as conclusões significativas da auditoria, incluindo qualquer deficiência significativa de controlo interno identificada durante a auditoria.

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

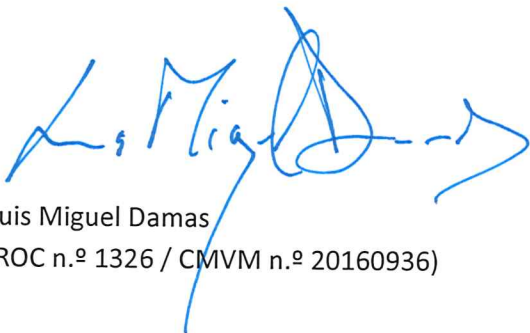
RELATO SOBRE OUTROS REQUISITOS LEGAIS E REGULAMENTARES

Sobre o relatório de gestão

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

Porto, 16 de abril de 2026

Luis Miguel Damas & Associados – SROC, Lda.
representada por:



Luis Miguel Damas
(ROC n.º 1326 / CMVM n.º 20160936)