



GOLDEN SGF

Fundo de Pensões PPR Golden SGF Poupança Dinâmica

Relatório & Contas 2025

ÍNDICE

ÂMBITO

RELATÓRIO DE GESTÃO

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

NOTAS ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

POLÍTICA DE INVESTIMENTOS

COMENTÁRIO FINANCEIRO

ÂMBITO

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

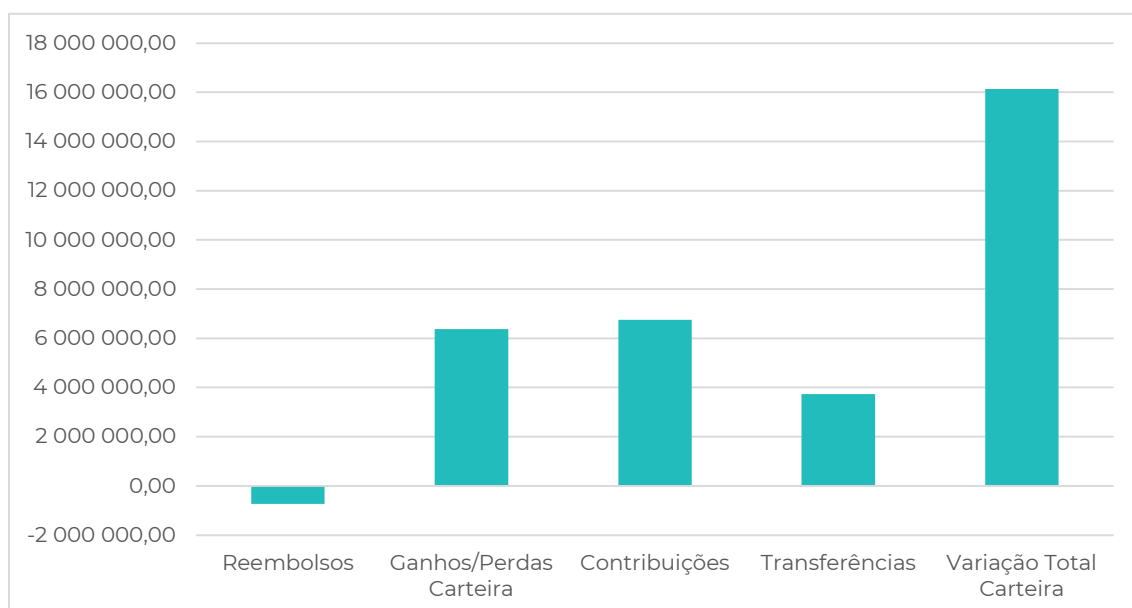
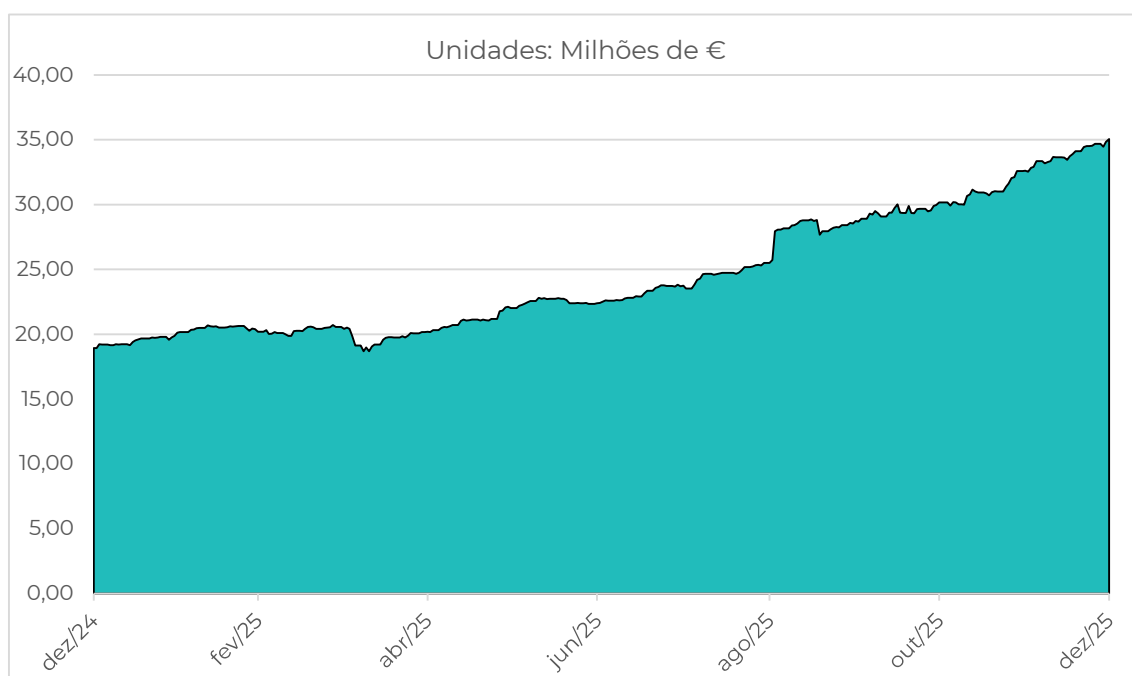
O seu conteúdo foi preparado dando cumprimento à Norma Regulamentar n.º 7/2010-R, de 4 de junho, emitida pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões.

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 Fundo de Pensões PPR Golden SGF Poupança Dinâmica, que registou uma rentabilidade de 27,68%. 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 contratada para o Fundo de Pensões PPR Golden SGF Poupança Dinâmica está detalhada em Anexo ao presente relatório.

Cumprimento das Regras Prudenciais

O Fundo de Pensões PPR Golden SGF Poupança Dinâmica cumpriu todos os limites estabelecidos durante 2025.

Desvios face à Política de Investimentos

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

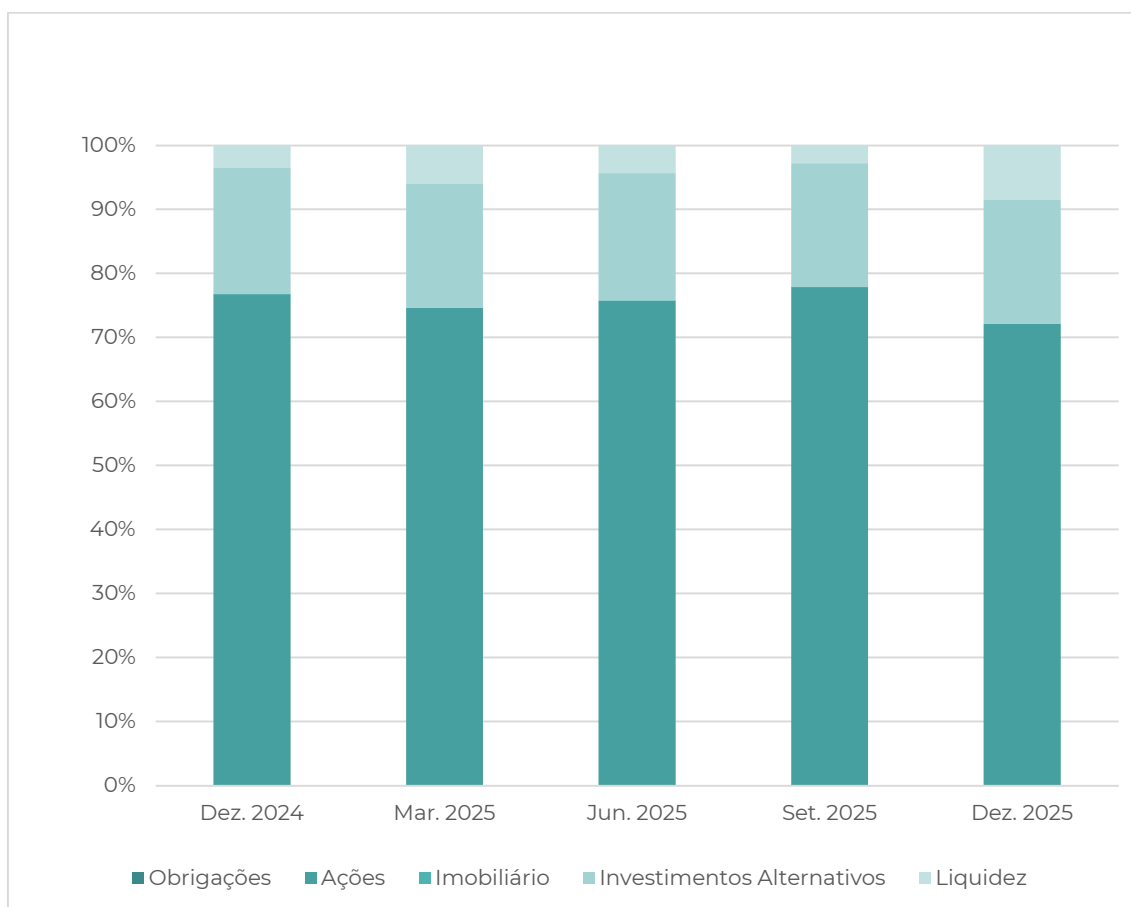
| Classe de Ativos | Carteira de Investimentos | Alocação Base | Desvio em relação à Base | Alocação Máxima |
|-----------------------------------|---------------------------|---------------|--------------------------|-----------------|
| Obrigações | 0,00% | 10,00% | -10,00% | 50% |
| Ações | 72,11% | 70,00% | 2,11% | 99% |
| Imobiliário | 0,00% | 5,00% | -5,00% | 15% |
| Investimentos Alternativos | 9,13% | 5,00% | 4,13% | 30% |
| Matérias-Primas | 10,32% | 5,00% | 5,32% | 15% |
| Monetário | 8,44% | 5,00% | 3,44% | 20% |

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

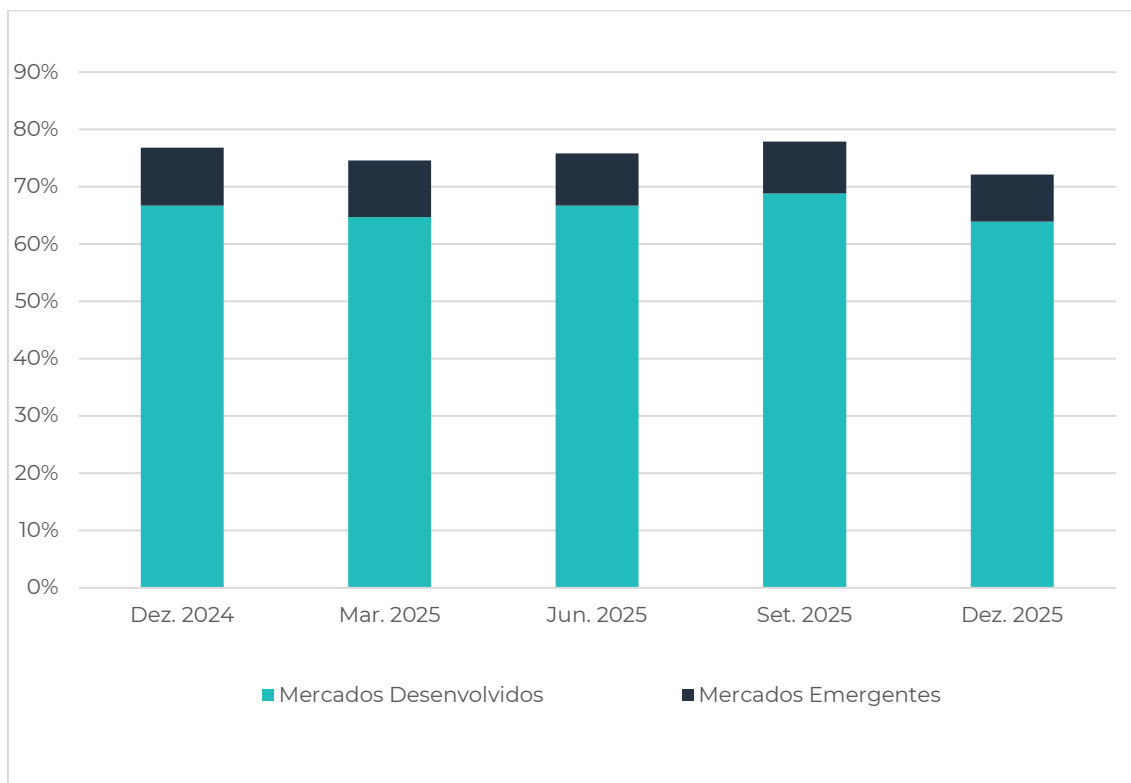
particular os Investimentos Alternativos e as Ações. Esta situação não se verificou no imobiliário, a que o Fundo praticamente não tem exposição.

Evolução da Estrutura da Carteira

A estrutura da carteira do F.P. PPR Golden SGF Poupança Dinâmica manteve-se relativamente estável ao longo de 2025, sendo de destacar a redução da exposição a Ações no final do ano, por contrapartida do aumento de Liquidez.



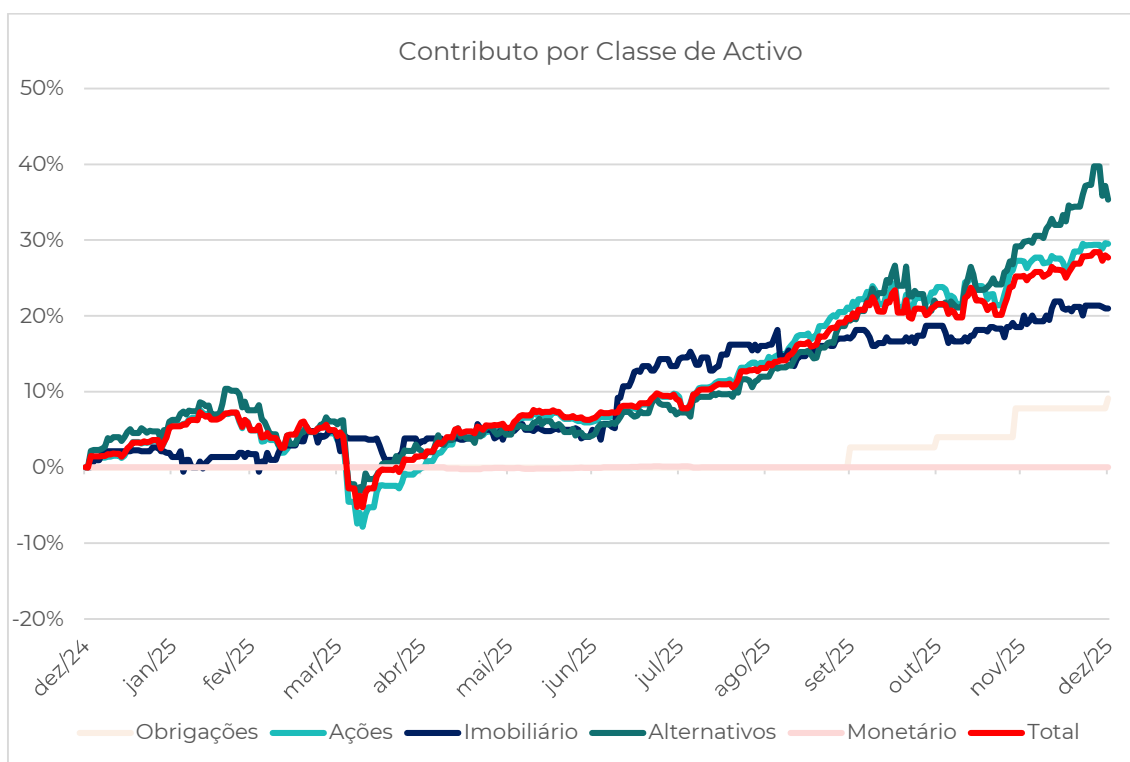
A preferência pelo investimento indireto esteve evidenciada na componente acionista, com o objetivo de obter uma maior diversificação, bem como uma dispersão geográfica superior.



Rendibilidade e Risco

O desempenho positivo de 27,68% registado em 2025 ficou sobretudo a dever-se a forte desempenho das classes de Ações e de Alternativos, que beneficiaram de valorizações significativas ao longo do ano.

| | Ações | Imobiliário | Alternativos | Obrigações | Monetário | Derivados | Devedores |
|----------------------|--------|-------------|--------------|------------|-----------|-----------|-----------|
| Contributo | 21,19% | 0,00% | 6,60% | 0,00% | 0,00% | 2,36% | -2,47% |
| Rendibilidade | 29,52% | 20,98% | 35,33% | 9,12% | 0,00% | n.d. | n.d. |
| Peso Médio | 71,79% | 0,00% | 18,67% | 0,00% | 0,00% | 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.

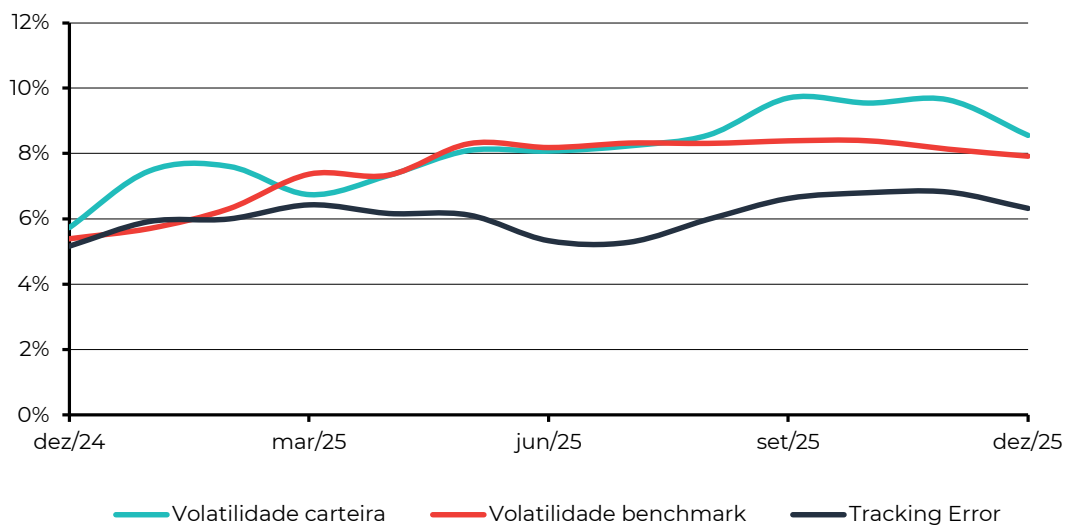
Apesar da prevalência de conflitos militares e geopolíticos, nomeadamente na Ucrânia, e da reconfiguração dos fluxos comerciais resultante das novas tarifas, os dados sugerem que a economia global terá apresentado, nos principais blocos, um desempenho mais favorável do que o esperado no início do ano.

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 início do ano e durante o mês de setembro, situando-se, no final do ano, em 8,55%, acima da volatilidade do *benchmark*.



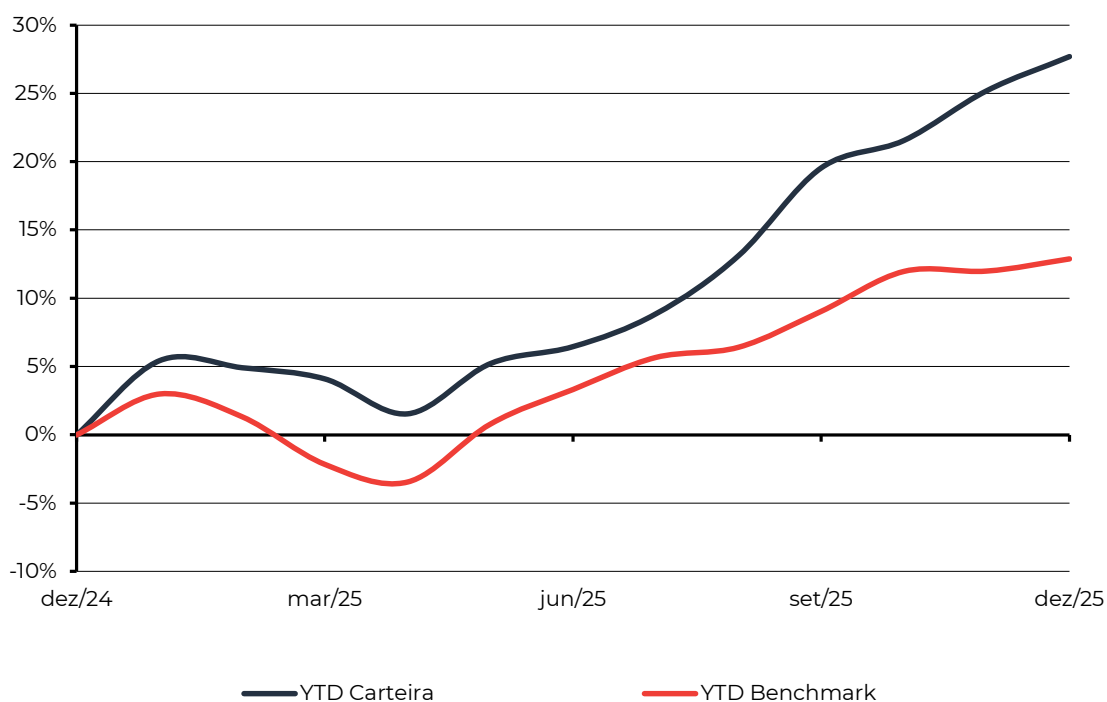
O *tracking-error* aumentou ligeiramente ao longo do ano, situando-se em 6,33% em 31 de dezembro de 2025.

| | Carteira | Benchmark |
|----------------|----------|-----------|
| Volatilidade | 8,55% | 7,92% |
| Tracking Error | 6,33% | - |
| Alpha Jensen | 18,03% | - |
| Sharpe Ratio | 2,68 | 1,36 |
| Information R. | 2,34 | - |
| Beta | 0,70 | - |

O *Sharpe Ratio* da carteira foi positivo e apresentou um valor cerca de duas vezes superior ao do *benchmark* em 2025. O *Alpha de Jensen* registou um valor muito 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 14,8 pontos percentuais.



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

| | | |
|---------------------|-------|---|
| Obrigações | 5.00% | Markit iBoxx Eur Liquid High Yield (iShares Euro High Yield Corporate Bond) |
| | 5.00% | Bloomberg Barclays EM Local Currency liquid Govt index (SPDR BBG BARC EM local Bond) |
| Ações | 60.0% | MSCI World 100% Hedged To Euro (iShares MSCI World EUR Hedged) |
| | 10.0% | MSCI Emerging Markets (Amundi MSCI Emerging Markets UCITS ETF) |
| Imobiliário | 5.0% | Euribor 12M +1% |
| Alternativos | 5.0% | HFRX Global Hedge Fund |
| Mercadorias | 5.0% | Bloomberg Commodity Index Total Return (iShares Diversified Commodity Swap UCITS ETF) |
| Monetário | 5.0% | Euribor 1M |

Em 2025, o retorno composto do mesmo foi de 12,87%.

Evolução de Riscos Materiais

Evolução dos principais riscos do Fundo:

| Tipo de Risco | % da Carteira Sujeita | |
|--------------------|-----------------------|---------|
| | Em 2024 | Em 2025 |
| Taxa de juro | 0,0% | 0,0% |
| Crédito | 0,0% | 0,0% |
| Cambial | 15,8% | 17,9% |
| Mercado Accionista | 75,6% | 72,1% |
| Imobiliário | 0,0% | 0,0% |
| Liquidez | 96,5% | 91,6% |

Gestão de Riscos Materiais

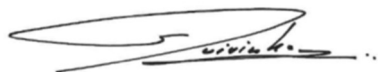
Os métodos utilizados para a gestão dos principais riscos materiais do Fundo são:

| 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.

RELATÓRIO ELABORADO PELOS SERVIÇOS DA GOLDEN SGF

Lisboa, 15 de abril de 2026



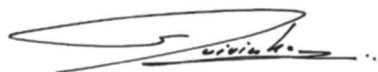
António Sérgio

David Vallejo Fúñez

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Demonstração da Posição Financeira

| Unidade monetária: Euros | Notas | 31.12.2025 | 31.12.2024 |
|--|-----------|----------------------|----------------------|
| Ativos | | 35 725 068,21 | 19 052 519,20 |
| Investimentos | | 35 698 818,21 | 19 051 922,88 |
| Terrenos e edifícios | f) | - | - |
| Instrumentos de capital e unidades de participação | e) | 32 109 586,36 | 18 312 941,93 |
| Títulos de dívida pública | e) | - | - |
| Outros títulos de dívida | e) | 329,00 | 343,50 |
| Empréstimos concedidos | | - | - |
| Numerário, depósitos em instituições de crédito e aplicações MMI | | 3 460 562,43 | 738 637,45 |
| Outras aplicações | | 128 340,43 | - |
| Outros ativos | | 26 250,00 | 596,33 |
| Devedores | | - | 596,33 |
| Entidade gestora | | - | - |
| Estado e outros entes públicos | | - | 596,33 |
| Depositários | | - | - |
| Associados | | - | - |
| Participantes e beneficiários | | - | - |
| Outras entidades | | - | - |
| Acréscimos e diferimentos | d) | 26 250,00 | - |
| | | - | 0,00 |
| Passivos | | 653 621,00 | 117 899,02 |
| Credores | | 652 145,00 | 116 423,02 |
| Entidade gestora | | 42 546,47 | 49 383,66 |
| Estado e outros entes públicos | | 529,66 | 106,93 |
| Depositários | | 3 318,24 | 2 979,04 |
| Associados | | - | - |
| Participantes e beneficiários | | - | - |
| Outras entidades | | 605 750,63 | 63 953,39 |
| Acréscimos e diferimentos | d) | 1 476,00 | 1 476,00 |
| Valor do Fundo | g) | 35 071 447,21 | 18 934 620,18 |
| Valor da unidade de participação | a) | 10,30943 | 8,07622 |



David Vellep Fonseca

Manoel António Pereira Campos, Sr. Presidente

Demonstração dos Resultados

| Unidade monetária: Euros | Notas | 2025 | 2024 |
|---|-------|----------------------|---------------------|
| Contribuições | l) | 12 254 421,15 | 5 315 327,14 |
| Pensões, capitais e prémios únicos vencidos | m) | -2 494 154,01 | -1 398 344,72 |
| Ganhos/Perdas líquidos dos investimentos | j) | 6 651 703,67 | 1 179 092,70 |
| Rendimentos líquidos dos investimentos | j) | 247 452,63 | 56 545,44 |
| Outros rendimentos e ganhos | d) q) | 50,00 | 25,59 |
| Outras despesas | d) q) | -522 646,42 | -356 025,67 |
| Resultado líquido | | 16 136 827,03 | 4 796 620,48 |



António Sérgio Regalado Campos (Vice-Presidente)

David Veloso Fonseca

Demonstração dos Fluxos de Caixa

| Unidade monetária: Euros | 2025 | 2024 |
|---|-----------------------|-----------------------|
| Atividades operacionais | | |
| Contribuições | 6 754 723,77 | 2 677 765,82 |
| Associados | - | - |
| Participantes | 6 754 723,77 | 2 677 765,82 |
| Beneficiários | - | - |
| Transferências | 5 499 697,38 | 2 637 561,32 |
| De Fundos de Pensões | 2 082 874,67 | 1 541 400,44 |
| De Seguros | 493 804,33 | 464 493,63 |
| De Fundos de Investimento PPR/E | 2 923 018,38 | 631 667,25 |
| Pensões, capitais e prémios únicos vencidos | - | - |
| Pensões pagas | - | - |
| Prémios únicos para aquisição de rendas vitalícias | - | - |
| Capitais vencidos | 35 627,74 | 158 624,39 |
| Remições | - | - |
| Vencimentos | 35 627,74 | 158 624,39 |
| Transferências | 2 458 526,27 | 1 239 720,33 |
| Para Fundos de Pensões | 1 718 078,66 | 226 671,15 |
| Para Seguros | 2 678,01 | 1 237,72 |
| Para Fundos de Investimento PPR/E | 52 841,12 | 51 728,89 |
| 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 | 684 928,48 | 960 082,57 |
| Devolução por excesso de financiamento | - | - |
| Remunerações | 516 858,30 | 318 083,36 |
| De gestão | 499 430,33 | 306 279,44 |
| De depósito e guarda de ativos | 17 427,97 | 11 803,92 |
| Outros rendimentos e ganhos | 50,00 | 25,00 |
| Outras despesas | 11 416,04 | 9 894,40 |
| Fluxo de caixa líquido das atividades operacionais | 9 232 042,80 | 3 589 029,66 |
| Atividades de investimento | | |
| Recebimentos | 5 264 336,93 | 4 373 299,74 |
| Alienação / reembolso dos investimentos | 5 048 776,51 | 4 328 030,08 |
| Rendimentos dos investimentos | 215 560,42 | 45 269,66 |
| Pagamentos | 11 762 735,04 | 8 631 645,96 |
| Aquisição de investimentos | 11 762 735,04 | 8 631 645,96 |
| Comissões de transação e mediação | - | - |
| Outros gastos com investimentos | - | - |
| Fluxo de caixa líquido das atividades de investimento | - 6 498 398,11 | - 4 258 346,21 |
| Variações de caixa e seus equivalentes | 2 733 644,69 | - 669 316,55 |
| Efeitos de alterações da taxa de câmbio | - 11 719,71 | 25 014,30 |
| Caixa no início do período de reporte | 738 637,45 | 1 382 939,70 |
| Caixa no fim do período de reporte | 3 460 562,43 | 738 637,45 |



António Sérgio, Presidente Conselho de Administração

João de Valle Faria

NOTAS ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

a) Fundo de Pensões PPR Golden SGF Poupança Dinâmica.

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

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 3.401.879,92051 unidades.

b) Não se verificaram alterações no plano de pensões.

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 pela 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 | - | - | - | 3 573,59 |
| Obrigações de Empresas | 343,50 | 329,00 | -14,50 | - |
| Ações e Outros Títulos Capital | 340 000,00 | - | - | 194 193,43 |
| Fundos de Ações | 13 982 303,10 | 25 289 725,16 | 4 643 403,49 | 2 306,37 |
| Fundos Imobiliários | 219 810,31 | 228,61 | -43,56 | 90,00 |
| Fundos Alternativos | 1 893 367,62 | 2 040 969,18 | 258 301,63 | 10 948,21 |
| Fundos Private Equity | 323 295,20 | 1 158 906,76 | 137 245,53 | 36 341,03 |
| Outros Fundos | 1 554 165,69 | 3 619 756,64 | 1 499 774,76 | - |
| Instrumentos Financeiros Derivados | - | 128 340,43 | -62 995,98 | - |
| Numerário, Depósitos em Instituições de Crédito e Aplicações MMI | 738 637,45 | 3 460 562,43 | - | - |
| Outros | -117 302,70 | -627 371,00 | - | - |
| | 18 934 620,18 | 35 071 447,21 | 6 475 671,37 | 247 452,63 |

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 | 0,0% | 0,0% | Controlo de <i>Duration</i> – Gestão de <i>duration</i> das obrigações em carteira |
| Crédito | 0,0% | 0,0% | Controlo de <i>Rating</i> global – Recomposição da carteira |
| Cambial | 15,8% | 17,9% | Controlo de Perda Cambial – Recurso a coberturas cambiais |
| Mercado Accionista | 75,6% | 72,1% | Controlo de Volatilidade da Classe - Primazia pelo investimento indireto, visando |
| Imobiliário | 0,0% | 0,0% | Avaliação do Mercado Imobiliário – Desinvestimento |
| Liquidez | 96,5% | 91,6% | Controlo Liquidez Global – Recurso a instrumentos com liquidez contínua, diária e |

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 | 3 573,59 | -4 238,41 |
| Obrigações de Empresas | - | -14,50 |
| Ações e Outros Títulos Capital | 194 193,43 | - |
| Fundos de Ações | 2 306,37 | 4 811 062,87 |
| Fundos Imobiliários | 90,00 | -43,56 |
| Fundos Alternativos | 10 948,21 | 300 285,64 |
| Fundos Private Equity | 36 341,03 | 130 716,52 |
| Outros Fundos | - | 1 499 774,76 |
| Instrumentos Financeiros Derivados | - | 303 704,12 |
| Numerário, Depósitos em Instituições de Crédito e Aplicações MMI | - | -389 543,77 |
| | 247 452,63 | 6 651 703,67 |

k) Segmentação das Comissões Pagas:
COMISSÕES DE GESTÃO

| | | |
|------------|------------|--|
| Financeira | 473 647,22 | art.º 17º do regulamento de gestão 2% do valor da carteira anual |
|------------|------------|--|

COMISSÕES DE DEPÓSITO

| | | |
|------------------------|-----------|--|
| Depósito BBVA | 24,60 | n.º 5 do contrato de depósito de valores mobiliários |
| Depósito MBCP | 10 777,62 | cláusula 4.ª, n.º 1 contrato de depósito de valores mobiliários 0,08% do valor da carteira |
| Depósito Golden Broker | 6 533,84 | contrato de depósito de valores mobiliários 0,05% do valor da carteira |

TOTAL 490 983,28

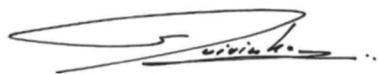
l) No decorrer do ano foram feitas contribuições no valor de 12.254.421,15€. Deste montante, 6.754.723,77€ respeitam a contribuições dos Participantes, 2.082.874,67€ a transferências de Fundos de Pensões, 493.804,33€ a transferências de Seguros e 2.923.018,38€ a transferência de Fundos de Investimento PPR/E.

m) No decorrer do ano foram pagos reembolsos no montante de 2.494.154,01€. Deste montante, 35.627,74€ respeitam a Vencimentos, 1.718.078,66€ a transferências para Fundos de Pensões, 2.678,01€ a transferências para Seguros, 52.841,12€ a transferências para Fundos de Investimento PPR/E e 684.928,48€ a Reembolsos Fora das Situações Legalmente Previstas.

- n) O Fundo não realizou qualquer operação com os seus Associados.
- o) O Fundo não possui ativos contingentes à data.
- 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 | 50,00 |
| TOTAL | 50,00 |

| | |
|-----------------------|-------------------|
| OUTRAS DESPESAS | |
| Comissões de gestão | 473 647,22 |
| Comissões de depósito | 17 336,06 |
| Impostos | 24 478,10 |
| Despesas bancárias | 5 709,04 |
| Auditoria | 1 476,00 |
| TOTAL | 522 646,42 |



David Veloso Faria

António António Pereira Gomes, Sr. Presidente

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 horizonte temporal das obrigações;
 - A política de investimento estabelecida e os riscos a que os ativos financeiros estão sujeitos;
- 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:

| Ativos | Mínimo | Benchmark Central | Máximo |
|----------------------------|--------|-------------------|--------|
| Obrigações | 0% | 10% | 50% |
| Ações | 0% | 70% | 99% |
| Imobiliário | 0% | 5% | 15% |
| Investimentos Alternativos | 0% | 5% | 30% |
| Mercadorias | 0% | 5% | 15% |
| Monetário | 1% | 5% | 20% |

- 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.

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.



GOLDEN SGF

- 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 hipotecários 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, 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. Na categoria Mercadorias incluem-se investimentos indiretos em matérias-primas, incluindo metais preciosos, através de fundos, ETFs, ETCs, ETNs e certificados.
- g. 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 de Estados membros da União Europeia, ou noutros mercados de outros Estados membros da OCDE com funcionamento regular, reconhecidos e abertos ao público, não representam mais do que 10% do valor do património do Fundo.
- b. Um máximo de 20% do valor do património do Fundo pode ser representado por instrumentos representativos de dívida de curto prazo, depósitos bancários e outros instrumentos monetários.
- c. 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.
- d. O investimento em unidades de participação de Organismos de Investimento Alternativo (OIA) não pode representar mais do que 5% do valor do património do Fundo. Em relação a OIA não contemplados em 3.1 alínea e):
 - 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.
- e. O limite geral de 5% consagrado em 3.1. alínea d) não se aplica aos seguintes instrumentos financeiros, devendo considerar-se as seguintes percentagens:
 - Fundos de investimento Imobiliário (OII): até 15% 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 d) do número 3.1. [limite geral de 5%], 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;
 - O limite fixado no ponto anterior é de 15% relativamente ao conjunto das sociedades que se encontrem entre si ou com a entidade gestora em relação de domínio ou de grupo, incluindo neste limite os depósitos em instituições de crédito em relação idêntica.

3.3. Utilização de instrumentos derivados:

- a. O Fundo poderá utilizar instrumentos derivados, com os seguintes objetivos:
 - Proceder à cobertura do risco de investimento;
 - Proceder à gestão eficaz de carteira.



- b. Para efeitos do número anterior entende-se como risco financeiro, designadamente, o seguinte:
- Risco de variação de preços dos ativos que compõem a carteira, sejam eles ações, obrigações ou outros ativos;
 - 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;
 - 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;
 - 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 rentabilidade

- 5.1. Como base de cálculo da rentabilidade dos ativos financeiros deverá ser utilizada a Time Weighted Return (TWR).

5.2. Os índices de referência serão os seguintes:

| | | |
|---------------------|-------|---|
| Obrigações | 5.0% | Markit iBoxx Eur Liquid High Yield (iShares Euro High Yield Corporate Bond) |
| | 5.0% | Bloomberg Barclays EM Local Currency liquid Govt index (SPDR BBG BARC EM local Bond) |
| Ações | 60.0% | MSCI World 100% Hedged To Euro (iShares MSCI World EUR Hedged) |
| | 10,0% | MSCI Emerging Markets (Amundi MSCI Emerging Markets UCITS ETF) |
| Imobiliário | 5.0% | Euribor 12M +1% |
| Alternativos | 5.0% | HFRX Global Hedge Fund |
| Mercadorias | 5.0% | Bloomberg Commodity Index Total Return (iShares Diversified Commodity Swap UCITS ETF) |
| Monetário | 5.0% | 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

- 7.1. O Fundo não tem ambições de sustentabilidade, não promovendo características ambientais e sociais ou a combinação destas características, nem realizando investimentos sustentáveis.
- 7.2. Os investimentos subjacentes a este produto financeiro não têm em conta os critérios da UE aplicáveis às atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental.

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 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.



| Country | U.S. Tariff | Foreign Tariff |
|----------------|-------------|----------------|
| China | 25% | 20% |
| European Union | 25% | 20% |
| Vietnam | 30% | 65% |
| Taiwan | 65% | 32% |
| Japan | 40% | 32% |
| India | 52% | 26% |
| South Korea | 50% | 25% |
| Thailand | 22% | 36% |
| Indonesia | 62% | 32% |
| Indonesia | 64% | 32% |
| Malaysia | 42% | 24% |
| Cambodia | 97% | 49% |
| United Kingdom | 10% | 10% |
| South Africa | 40% | 30% |
| Brazil | 10% | 10% |
| Bangladesh | 24% | 32% |
| Indonesia | 16% | 10% |
| Singapore | 32% | 12% |
| | 34% | 12% |
| | 10% | 10% |
| | 50% | 29% |
| | 10% | 10% |
| | 88% | 44% |
| | 10% | 10% |

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 desinflacionista 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”.

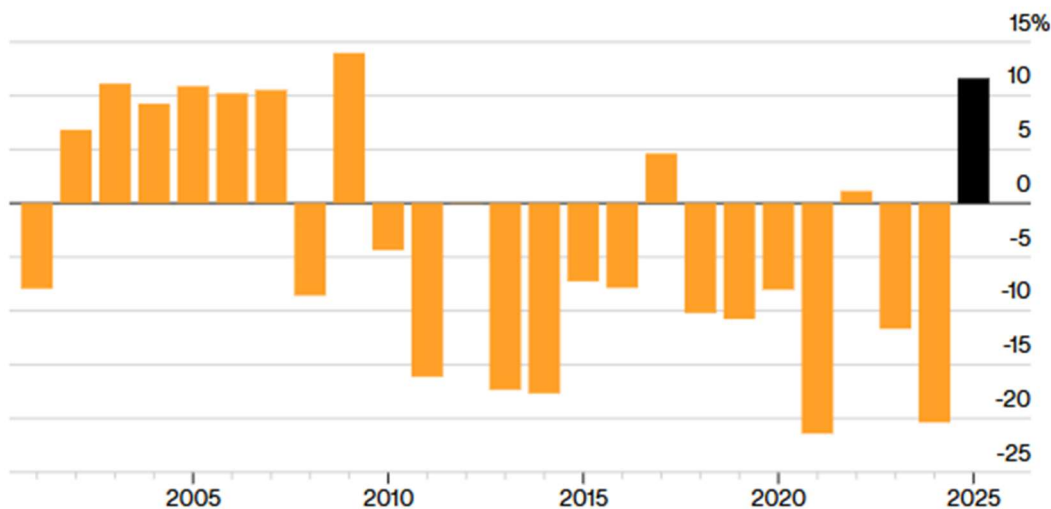
Mais tarde, já nos resultados do primeiro e segundo trimestre, as *megacaps* (empresas de grande capitalização bolsista) voltaram a validar a realidade dominante de 2025: o investimento em IA continuava “a todo o vapor”, com anúncios de investimentos de milhares de milhões de dólares, reancorando a narrativa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

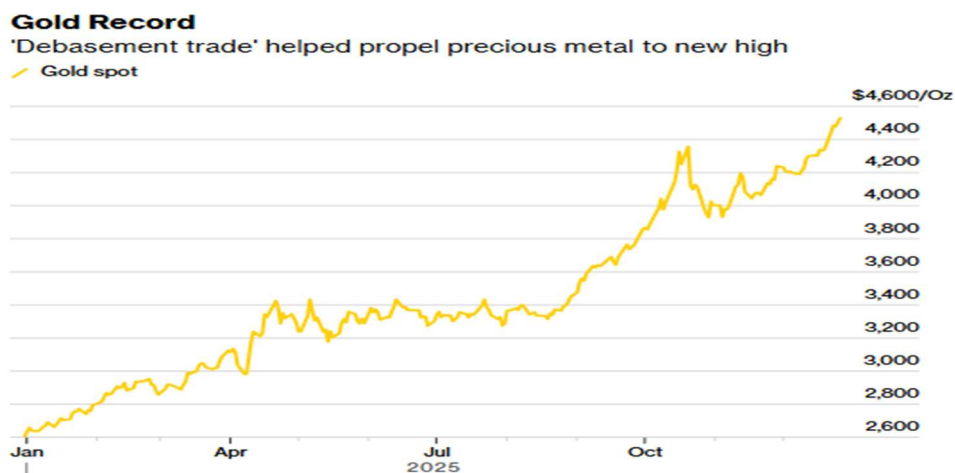
O Japão merece referência específica, dado o carácter estrutural das mudanças verificadas em 2025. Um pilar que durante décadas parecia imutável começou a revelar sinais de cedência. A curva japonesa enfrentou pressões relevantes, com as *yields* de longo prazo a atingirem máximos de várias décadas, 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

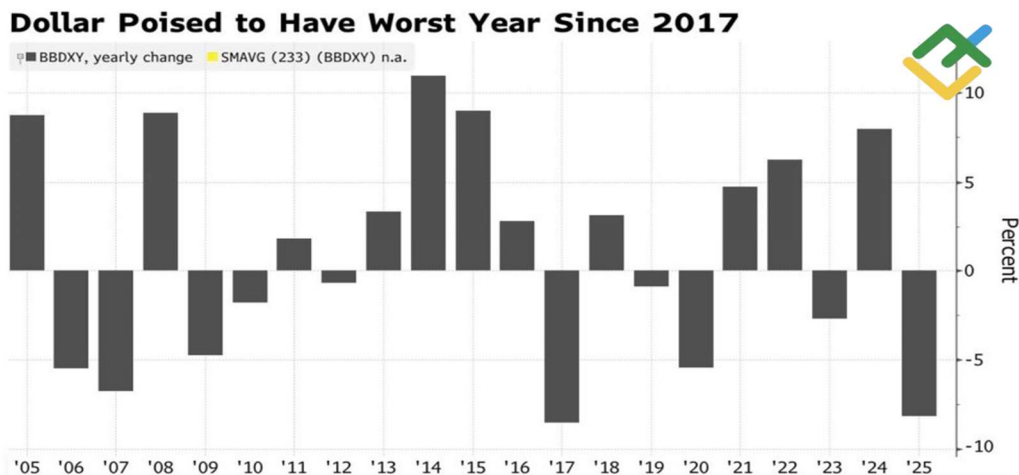
O índice das matérias-primas, no seu cômputo geral, teve um ano positivo, mas com grande dispersão interna. Os metais preciosos lideraram, já o petróleo terminou o ano em queda, refletindo um cenário em que a oferta cresceu mais do que a procura, com acumulação de excedentes. Saiu reforçada a ideia de 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 contribuirão 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 PPR Golden SGF Poupança Dinâmica

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 PPR Golden SGF Poupança Dinâmica** (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 35.725.068,21 euros e um valor do fundo de 35.071.447,21 euros, incluindo um resultado líquido de 16.136.827,03 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 PPR Golden SGF Poupança Dinâmica** 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.

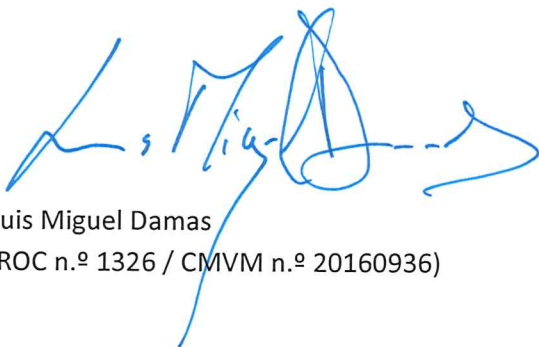
RELATO SOBRE OUTROS REQUISITOS LEGAIS E REGULAMENTARES

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)