

IPV - ESTGV |

Instituto Politécnico de Viseu

Escola Superior de Tecnologia e Gestão de Viseu



# Instituto Politécnico de Viseu

Escola Superior de Tecnologia e Gestão de Viseu







## RESUMO

O mercado de fundos de investimento tem suscitado cada vez mais interesse por parte dos investidores como alternativa de investimento, assumindo uma relevância cada vez maior junto de profissionais e académicos. Contudo, tem sido difícil reunir consenso na literatura, em torno dos condicionantes do desempenho dos fundos e da relevância que estes assumem.

Nesse sentido, este estudo procura dar um contributo à investigação desenvolvida, identificando os indutores do desempenho dos fundos de investimento geridos em Portugal. A amostra é constituída por 78 fundos, cobrindo o espaço temporal de 2006 a 2016, incorporando fundos de ações, fundos de obrigações, fundos mistos e fundos de tesouraria, analisada com recurso à metodologia de dados em painel.

Os resultados obtidos sugerem que os investimentos com maior rentabilidade são alcançados nos fundos de maior dimensão e com comissões mais elevadas. Em contrapartida, os fundos que apresentam uma classe de risco elevada, com mais anos em atividade e com uma maior rotação da carteira (gestão ativa) apresentam menor retorno. Por sua vez a taxa de juro estabelece uma relação inversa com a rentabilidade.



## **ABSTRACT**

The market for investment funds has attracted increasing interest from investors as an alternative investment strategy, assuming an increasing relevance among professionals and academics. However, it has been difficult to gather consensus in the literature, regarding the conditionalities of the funds' performance and the relevance they assume.

In this sense, this study seeks to contribute to the scientific research, identifying the inducers of the performance of investment funds managed in Portugal. The sample consists of 78 funds, covering the time frame from 2006 to 2016, incorporating stock funds, bond funds, mixed funds and treasury funds, analyzed using the panel data methodology.

The results suggest that the most profitable investments are reached in the larger funds with higher commissions. On the other hand, funds with a high-risk category, with more years of activity and with a higher turnover of the portfolio (active management) have lower returns. Additionally, the interest rate establishes an inverse relationship with profitability.



## **PALAVRAS CHAVE**

Fundos de investimento

Determinantes

Desempenho



## **KEY WORDS**

Investment Funds

Inductors

Performance



## AGRADECIMENTOS

O meu muito obrigada a todos aqueles que contribuíram para que este trabalho fosse possível. Aos que me acompanharam e me apoiaram ao longo deste percurso e acima de tudo por não me deixarem desistir.

Quero agradecer aos meus orientadores, Professor Doutor António Pedro Martins Soares Pinto e Professor Doutor Pedro Manuel Nogueira Reis por toda a paciência, ajuda e empenho ao longo deste ano.

À Escola Superior de Tecnologia e Gestão de Viseu, à Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Património, nomeadamente ao Dr. Sérgio Brito e a todas as Sociedades Gestoras que colaboraram na realização deste projeto.

Ao meu companheiro de curso, José Eduardo Carvalho que me acompanhou e incentivou desde o primeiro dia.

Aos meus pais e ao meu irmão pela compreensão nos diversos momentos em que estive ausente.

À minha amiga do coração Helena Pedrosa por todas as palavras de incentivo e por me ouvir nos momentos mais difíceis.

A ti.

“Tudo é considerado impossível até acontecer.”

Nelson Mandela



# ÍNDICE GERAL

## Índice

<b>Capítulo 1 – Introdução</b> .....	1
<b>Capítulo 2 – Evolução histórica dos fundos de investimento em Portugal</b> .....	5
<b>Capítulo 3 – Revisão da literatura</b> .....	15
<b>Capítulo 4 – Metodologia</b> .....	37
4.1 – Variável dependente e variáveis explicativas do modelo.....	41
4.2 – Descrição dos Dados .....	56
4.2.1 - Amostra.....	56
<b>Capítulo 5 – Resultados Empíricos</b> .....	61
<b>Capítulo 6 – Conclusões</b> .....	71
<b>Referências</b> .....	75
<b>Apêndice</b> .....	85



## DICES DE TABELAS

Tabela 1 - Quadro resumo de referências bibliográficas .....	27
Tabela 2 - Escala de Risco e Volatilidade .....	44
Tabela 3 - Benchmarks em estudo por categoria.....	48
Tabela 4 - Síntese estatísticas das variáveis em estudo .....	52
Tabela 5 - Síntese da distribuição do número de fundos por categoria e subcategorias	59
Tabela 6 - Resultados obtidos com a estimação para a amostra em estudo .....	63



## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução histórica dos fundos de investimento em Portugal (milhões de euros).....	8
Gráfico 2 - Evolução histórica da quota de mercado (2007 – 2016) (percentagem).....	10
Gráfico 3 - Evolução histórica da política de investimento (2006 – 2016 – milhões de euros)..	12
Gráfico 4 - Evolução do investimento em depósitos a prazo, obrigações, fundos de investimento e ações (milhões de euros). .....	13
Gráfico 5 - Evolução da EURIBOR 12 meses .....	46



## ABREVIATURAS E SIGLAS

APFIPP – Associação Portuguesa de Fundos de Investimento Pensões e Património;

APFIN – Associação Portuguesa das Sociedades Gestoras e Património e de Fundos de Investimento às Empresas Gestoras de Fundos de Pensões;

BCP – Banco Comercial Português;

BPI – Banco Português de Investimento;

CAPM – Capital Asset Pricing Model;

CMVM – Comissão de Mercados de Valores Mobiliários;

EMMI – European Money Markets Institute;

ESAF – Espírito Santo Ativos Financeiros;

EUA – Estados Unidos da América;

Euribor – European Interbank Offered Rate;

FIA – Fundos de Investimento Alternativos;

FIAAt – Fundo de Investimento Atlântico;

FIDES – Fundo de Investimento para o Desenvolvimento Económico e Social;

GNB – Gestão ativos do Novo Banco;

IMGA – IM Gestão Ativos;

MSCI – Morgan Standley Capital International;

OLS – Ordinary Least Squares (Método dos Mínimos Quadrados);

PIB – Produto Interno Bruto;

PPA – Plano Poupança Ações;

PPR – Plano Poupança Reforma;

PSI – Portuguese Stock Index;

S & P – Standard & Poor's;

UE – União Europeia;

UP – Unidade de Participação;

# **Capítulo 1 – Introdução**



A indústria de fundos de investimento tem tido um desenvolvimento crescente ao longo dos anos, constituindo uma alternativa de investimento, o que motiva investigação adicional em torno desta temática.

A revisão da literatura, revela dificuldade em encontrar consenso entre os autores sobre quais os principais indutores da rentabilidade e o papel por estes desempenhado. Moneta (2015) e Makni et al. (2016) argumentam que a experiência e habilidade dos gestores são fatores importantes para gerar retornos positivos que permitam cobrir os custos de transação e honorários, beneficiando de economias de escala, através da repartição dos custos, permitindo superar o *benchmark* e proporcionar a melhor rentabilidade ao investidor.

Contrariando estes resultados, outros autores (Gil-Bazo et al., 2009 e Drago et al., 2010) concluem que em muitas circunstâncias os esforços dos gestores em obter melhores resultados são infrutíferos, devido à pesada carga de comissões aplicadas na gestão e na transação de ativos. Por sua vez, Indro et al. (1999) e Stafylas et al. (2016), sugerem que a composição da carteira deve ter uma dimensão ideal, uma vez que acima desta, o incremento de custos não se traduz num aumento proporcional de rentabilidade. Outro fator que pode influenciar esta tendência é o facto de os fundos serem geridos por uma vasta equipa, proporcionando deseconomias organizacionais e pela experiência dos gestores, que no início de carreira necessitam de um período de aprendizagem (Gregory et al., 1997 e Pollet et al., 2008).

Outros autores (Makni et al., 2016 e Phillips et al., 2017), não identificam qualquer indutor com significância estatística no desempenho dos fundos.

Nas últimas décadas tem-se intensificado o número de estudos em torno do mercado europeu, contudo ainda se revelam muito insuficientes quando comparados com os outros mercados. No contexto português, são ainda mais escassos e os estudos desenvolvidos estão direcionados para mercados específicos e para um número reduzido de fundos.

Procurando colmatar algumas lacunas e aprofundar o conhecimento do mercado português, este trabalho propõe-se realizar investigação adicional sobre os fundos comercializados em Portugal, incidindo num mercado de ativos mais diversificado, alargando o número de fundos em estudo e o período de amostragem, procurando identificar os fatores mais relevantes do desempenho e o modo como o condicionam.

Este trabalho vem ajudar os investidores interessados no vasto mercado de fundos a tomar as melhores decisões de investimento, tendo em conta os fatores relevantes que podem influenciar o seu retorno final.

O estudo encontra-se organizado em VI capítulos. Para além deste capítulo introdutório, o capítulo II dedica-se à revisão da literatura com referência à Teoria da Carteira de Markowitz e o Capital Asset Pricing Model (CAPM). O capítulo seguinte faz um breve enquadramento e evolução histórica dos fundos de investimento mobiliários em Portugal. O capítulo IV contempla a metodologia, uma breve descrição da amostra, o modelo e as variáveis. A fechar a parte empírica o capítulo V analisa os resultados e no capítulo VI apresentam-se as principais conclusões.

## **Capítulo 2 – Evolução histórica dos fundos de investimento em Portugal**



Este capítulo aborda a evolução histórica dos fundos de investimento no mercado Português, bem como o desenvolvimento das Sociedades Gestoras na última década. Contempla ainda uma análise sobre a evolução dos produtos disponíveis para os investidores em Portugal.

Em Portugal, o primeiro diploma legal (decreto-lei 46302/65), sobre fundos de investimento foi publicado a 27 de abril de 1965, no qual se estabelecem as normas gerais para o exercício da atividade das instituições parabancárias (sociedades gestoras de fundos de investimento).

Associada à primeira regulamentação nesta área, o Banco Nacional Ultramarino procede ao pedido de autorização para constituir uma sociedade gestora, obtendo a permissão pelo Decreto-lei 47571/67, podendo desta forma constituir uma sociedade anónima – Sociedade Moçambicana de Administração e Gestão de Bens. Todo este processo conduz ao desenvolvimento do primeiro fundo de investimento em Portugal – Fundo de Investimento Atlântico (FIAt) e o Fundo de Investimentos para o Desenvolvimento Económico e Social (FIDES) (CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários<sup>1</sup> a)).

Ao longo dos anos foram surgindo novos fundos, contudo em 1975, após a revolução de 25 de Abril de 1974 e o fim ditadura em Portugal, levou a fortes alterações políticas nacionais e à nacionalização do sistema bancário e por consequência à suspensão do mercado de capitais, transformando em dívida pública todas as unidades de fundos existentes à época (CMVM b)).

---

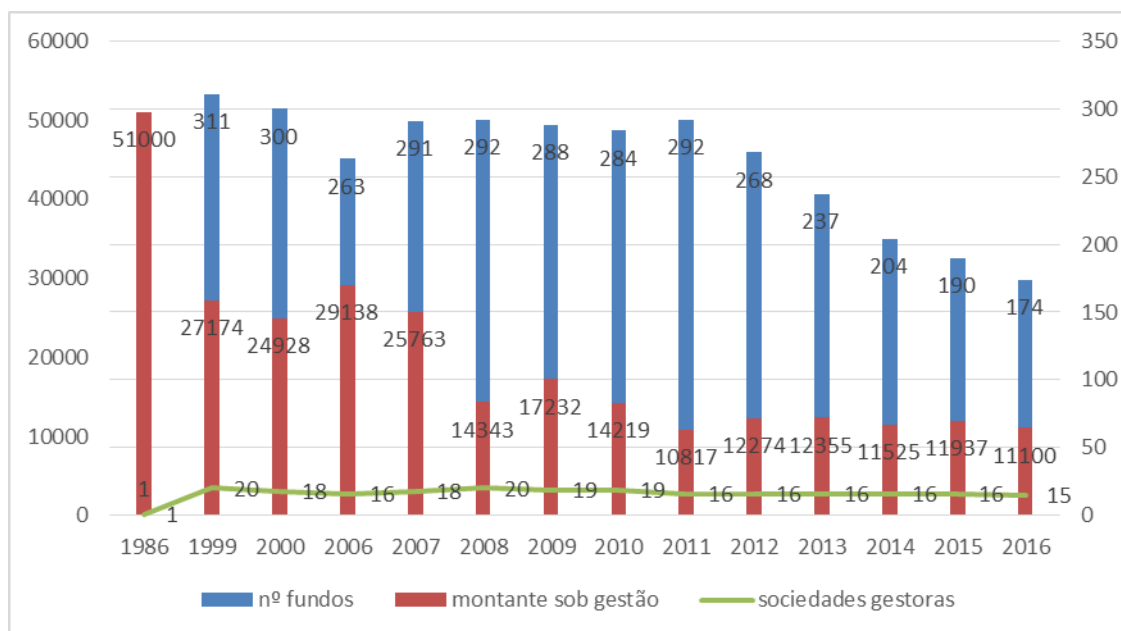
<sup>1</sup> “Comissão do Mercado de Valores Mobiliários foi criada em Abril de 1991 e tem como missão supervisionar e regular os mercados de instrumentos financeiros, assim como os agentes que neles atuam, promovendo a proteção dos investidores.”

À medida que o sistema bancário foi evoluindo e as restrições políticas foram diminuindo, foi possível em 1986 criar um novo fundo de investimento mobiliário, Fundo Invest, semelhante às estruturas atuais. No ano seguinte foram criados 4 novos fundos, aumentando gradualmente ao longo dos anos (CMVM b).

De acordo com informação recolhida junto da CMVM (1999 c)), verifica-se que a política de investimento em Portugal foi-se alterando ao longo dos anos. Em 1994 grande parte do capital era investido em aplicações monetárias e em dívida pública, representando cerca de 51% e 28% respetivamente. O investimento em ações e em obrigações representava apenas 3% e 16% respetivamente. Em 1999 verifica-se um aumento do investimento no mercado de ações e obrigações para 18% e 33%, em detrimento de aplicações monetárias e dívida pública para 14% e 12%.

No gráfico 1 são apresentados dados sobre a evolução histórica dos fundos de investimento mobiliários desde 1986 até 2016, relativamente aos montantes sob gestão, número de fundos e o número de sociedades gestoras.

Gráfico 1 - Evolução histórica dos fundos de investimento em Portugal (milhões de euros)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponibilizados pela CMVM b) /APFIPP (Associação Portuguesa de Fundos de Investimento Pensões e Património<sup>2</sup> a))

<sup>2</sup> “A APFIPP surge, no final de 2003, como consequência do alargamento das atividades representadas pela APFIN – Associação Portuguesa das Sociedades Gestoras de Patrimónios e de Fundos de

Como evidencia o gráfico 1, desde o aparecimento do primeiro fundo em meados de 1986, a indústria teve um forte crescimento em termos de número de fundos e sociedades gestoras até 1999, passando a existir no mercado 20 sociedades gestoras, 311 fundos em comercialização, contudo verifica-se uma diminuição do montante sob gestão para 27.174 milhões de euros, representando cerca de 46%. A partir desse período o mercado foi desacelerando gradualmente, registando um forte decréscimo por volta do ano 2000-2001, provocado por uma queda acentuada do mercado acionista, na sequência da crise mundial sobre o setor tecnológico, levando ao encerramento de milhares de empresas. Em 2001 os atentados das Torres Gêmeas e Pentágono abalam novamente os mercados. O montante sob gestão atinge um valor de 24.928 milhões de euros, registando uma diminuição do seu peso no PIB (Produto Interno Bruto) de cerca de 5%, em relação a 1998 (CMVM b)).

Após este período conturbado, evidencia-se uma recuperação do montante sob gestão, motivado pela atividade dos fundos de investimento imobiliário, embora, claramente inferior aos valores registados em 1986. Esta evolução positiva não foi acompanhada pelo número de sociedades em atividade, nem pelo número de fundos.

Dessa forma, em Dezembro de 2006, o mercado registava 263 fundos de investimento mobiliários em atividade, geridos por 16 entidades gestoras, com um total de valor sob gestão de 29 138 milhões de euros, de acordo com os dados recolhidos pela APFIPP.

Em 2008 verifica-se novamente uma forte queda no montante sob gestão influenciado pela crise financeira, resultando da bolha do imobiliário, com origem nos EUA, mas que rapidamente se propagou por todo o mundo. Em 2009 evidencia-se uma recuperação, que rapidamente é destruída em 2011, onde atinge um mínimo de 10 817 milhões de euros em gestão. O principal motivo desta deterioração é a crise dos Estados soberanos na Europa, com o resgate da Grécia e programas de ajuda a alguns países membros. Nos dois anos seguintes verifica-se uma ligeira melhoria, sendo deteriorada novamente em 2014, acompanhado os problemas financeiros das instituições bancárias em Portugal.

Contrariando a evolução dos montantes sob gestão, o número de sociedades gestoras e o número de fundos em comercialização, foram permanecendo constantes até 2010/2011,

---

Investimento às Empresas Gestoras de Fundos de Pensões, com o objetivo de agregar, numa única Entidade, a representação institucional destes quatro sectores.”

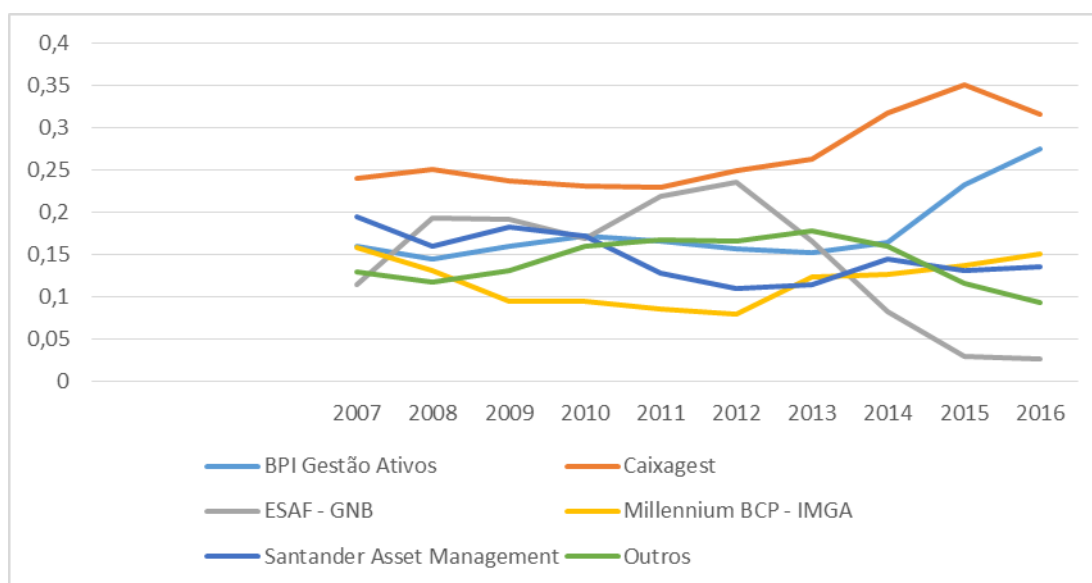
existindo 19 sociedades gestoras e 292 fundos em comercialização, registando valores muito próximos de máximos. A partir deste período verifica-se um decréscimo, sendo mais acentuado nos fundos disponíveis para negociação.

No final de 2016, existiam em atividade 174 fundos de investimento mobiliários, geridos por 15 entidades gestoras, com um total de valor sob gestão de 11100 milhões de euros.

Para o período em análise (2006-2016) verifica-se uma diminuição de cerca de 51% dos fundos em atividade e de 16% do montante sob gestão, contudo as sociedades gestoras tiveram uma ligeira quebra de 7%.

Relativamente à quota de mercado por sociedade gestora, é notória a concentração em 5 entidades ao longo dos anos, num universo de 15 sociedades, detendo mais de 80% do valor total transacionados ao longo dos últimos 10 anos, de acordo com o gráfico 2.

Gráfico 2 - Evolução histórica da quota de mercado (2007 – 2016) (percentagem)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponibilizados pela CMVM d)

Para o período em análise é possível verificar um aumento da quota de mercado do BPI (Banco Português de Investimento) Gestão Ativos e Caixagest, em 71% e 31% respetivamente, em detrimento do ESAF (Espírito Santo Ativos Financeiros) – GNB (Gestão Ativos Novo Banco), que perde 76% da sua quota de mercado, muito associada

aos graves problemas do Grupo Espírito Santo em 2014. O Santander Asset Management verifica também uma diminuição da quota de mercado, em cerca de 30%.

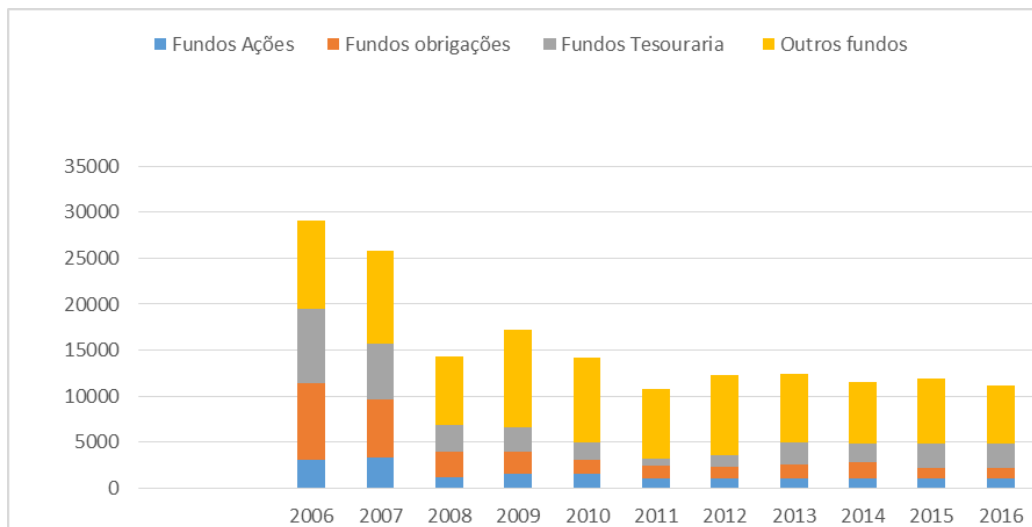
Para aferir a tendência da política de investimento para o período em estudo, procedeu-se a uma análise da evolução dos fundos de investimento por categorias, de acordo com a APFIPP. A informação recolhida concentra-se em 4 categorias: Fundos de Tesouraria, Fundos de Obrigações, Fundos de Ações e Outros Fundos.

Os fundos de tesouraria caracterizam-se por serem instrumentos financeiros de baixo risco e elevada liquidez, sendo constituídos maioritariamente por aplicações de curto prazo e títulos de dívida pública. As suas características direcionam estes produtos para investidores avessos ao risco ou que pretendam disponibilidade financeira a qualquer momento.

Por sua vez, os fundos de ações assumem na sua composição ativos de maior risco (ações), sendo apropriados para investidores com uma maior propensão em assumir maiores oscilações de mercado e menos sensíveis à volatilidade. Os fundos de obrigações investem o seu capital em obrigações, podendo ser divididas em obrigações de taxa fixa ou obrigações de taxa variável, sendo que as obrigações de taxa variável são menos suscetíveis a oscilações das taxas de mercado, apresentando dessa forma um menor risco e uma menor rentabilidade face às obrigações de taxa fixa.

Os outros fundos englobam todos os fundos que não se enquadram nas categorias anteriores, podendo ser fundos de fundos, fundos de índices, fundos especiais e fundos flexíveis, tendo a possibilidade de negociar ativos sobre derivados, através de futuros e opções, estando associado a uma maior exposição ao risco.

Gráfico 3 - Evolução histórica da política de investimento (2006 – 2016 – milhões de euros)

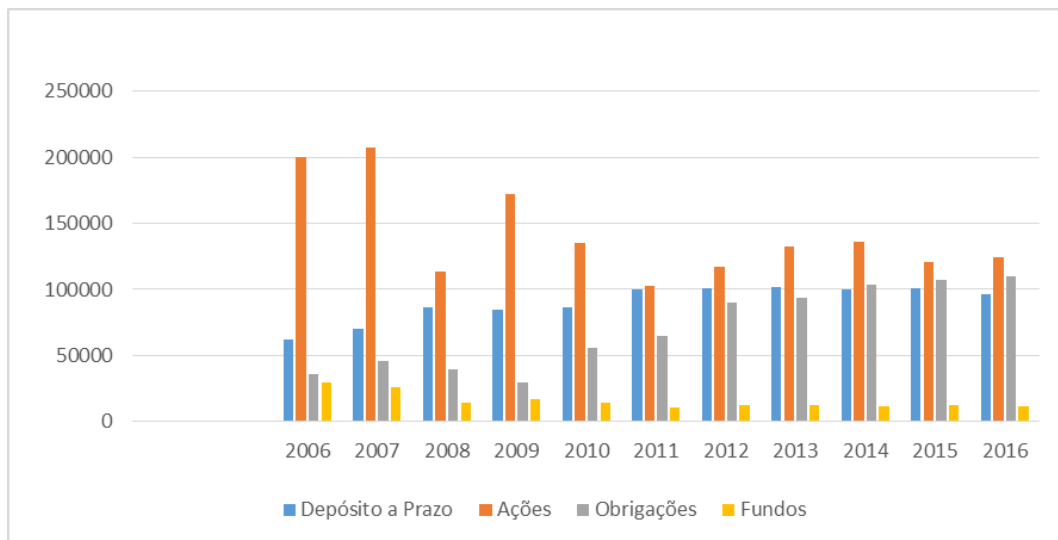


Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponibilizados pela APFIPP b)

Como referido os montantes sob gestão foram diminuindo ao longo dos anos, acompanhando também a alteração da política de investimento em cada categoria. Os fundos de obrigações são os que apresentam uma maior redução, mais pronunciada em 2011/2012, em plena crise de dívida soberana na Europa. Tal facto pode dever-se às alterações das carteiras por parte dos investidores, uma vez que coincide com o aumento do montante canalizado diretamente para o mercado de dívida como será possível constatar de seguida. Um outro motivo pode estar associado às alterações da legislação, que proporcionaram às sociedades gestoras a possibilidade de constituir fundos especializados, beneficiando os outros fundos, que apesar de na generalidade apresentarem também uma diminuição, em termos percentuais face às outras categorias teve um grande aumento.

De seguida analisam-se os 4 maiores instrumentos de poupança e investimento disponíveis em Portugal, verificando-se que os fundos de investimento são os que detêm menor representatividade no período em análise de acordo com o gráfico 4.

Gráfico 4 - Evolução do investimento em depósitos a prazo, obrigações, fundos de investimento e ações (milhões de euros).



Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponibilizados pela APFIPP a) /CMVM e) /Pordata<sup>3</sup> a)

Nos últimos anos o interesse por parte dos investidores em canalizar as suas poupanças para o mercado de fundos de investimento tem vindo a decrescer, contrariando a tendência verificada no mercado obrigacionista e acionista.

Em 2016, o investimento das famílias em depósitos a prazo representa cerca de 96.300 mil milhões de euros, um aumento de 37% em relação ao primeiro ano da amostra, em obrigações 110.369 mil milhões de euros, uma aumento de 140%, em fundos de 11.100 milhões de euros, uma diminuição de 57% e em ações de 124.134 mil milhões de euros, uma diminuição de 40%, como é possível evidenciar através dos valores do gráfico.

Verifica-se que para os 10 anos em análise o mercado de obrigações foi ganhando terreno, aumentando o montante de investimento, em detrimento do mercado de fundos e de ações. Com a crise soberana em 2011/2012, o capital canalizado para o mercado de dívida aumentou circunstancialmente, tornando-se um papel bastante apetecível por parte dos investidores.

<sup>3</sup> A **PORDATA**, Base de Dados de Portugal Contemporâneo, é organizada e desenvolvida pela Fundação Francisco Manuel dos Santos, criada em 2009 pelos seus fundadores, por Alexandre Soares dos Santos e sua família, descendentes de Francisco Manuel dos Santos, a cuja memória decidiram consagrar a fundação.



## **Capítulo 3 – Revisão da literatura**



Neste capítulo a nossa atenção volta-se para alguns dos estudos mais relevantes, em torno da problemática dos indutores de desempenho dos fundos de investimento. Tem sido difícil reunir consenso entre os autores, em torno da relevância dos diferentes indutores na rendibilidade dos fundos.

Se por um lado as economias de escala, através de uma repartição dos custos fixos, a habilidade e experiência do gestor são fatores importantes para um melhor desempenho, por outro lado, o aumento dos custos de transação, as deseconomias de escala e a inexperiência dos gestores apresentam um efeito contrário.

Em torno desta temática foi possível constatar que a maioria dos estudos sobre fundos de investimento se tem concentrado no mercado dos Estados Unidos, o mais antigo e o mais desenvolvido que maior interesse tem proporcionado junto dos investidores.

De referir ainda que os fundos de investimento, por norma, apresentam um desempenho inferior ao verificado no mercado, porém em muitas circunstâncias a habilidade do gestor constitui um factor determinante (Berk et al., 2004).

O mercado de fundos de investimento começou a ser estudado em 1952, com a publicação da Teoria da Carteira de Markowitz (1952), dando origem a um modelo que tem em conta a diversificação do risco da carteira. O risco pode ser decomposto em risco específico e em risco de mercado ou risco sistemático. Segundo a teoria, a diversificação da carteira permite diminuir ou até mesmo eliminar o risco específico, permanecendo o risco de mercado, proveniente de crises financeiras, políticas económicas, etc. O risco específico procura identificar a carteira ideal com ativos negativamente correlacionados, que permitam maximizar a rentabilidade.

Com base neste modelo, Sharpe (1964) desenvolveu um modelo de equilíbrio, Capital Asset Pricing Model (CAPM), que relaciona a rentabilidade esperada de um portfólio com o risco de mercado (sistemático), tendo presente que o risco específico pode ser

eliminado pela diversificação da carteira. Desta forma, só o risco sistemático de um ativo pode influenciar a rentabilidade esperada.

Treynor e Mazuy (1966) desenvolveram um novo modelo, com base no CAPM que permitiu analisar o desempenho de 57 fundos americanos, entre 1953 e 1962, utilizando uma única variável, o risco de mercado. Concluíram pela ausência de evidências significativas relativamente à capacidade de os gestores de fundos superarem o índice de mercado, sugerindo os resultados a incapacidade destes agentes preverem movimentos futuros.

Dois anos mais tarde, Jensen (1968) realiza um novo estudo sobre 115 fundos (entre 1945 e 1964), debruçando a sua análise numa nova variável, o alfa, que se traduz na diferença entre a rentabilidade esperada face a um nível de risco. Esta análise permite aferir se o desempenho dos fundos de investimento é condicionado pela capacidade de seleção do gestor, concluindo-se, uma vez mais, que os gestores não conseguem superar os mecanismos de mercado.

Estes estudos têm um conjunto de limitações, nomeadamente, a que decorre de considerar apenas um único fator, o risco de mercado. Ao longo dos últimos anos, foi realizada investigação adicional com o objetivo de identificar novos indutores de desempenho dos fundos de investimento e avaliar o modo como interferem na rentabilidade dos investidores.

Verifica-se que a maioria dos estudos foi desenvolvida em torno de três indutores, as comissões, a dimensão e a idade. Com menor relevância, mas não menos importante, surge o risco, a rotação da carteira, o *benchmark* e a Euribor.

Como seria espectável, não existe consenso entre os diferentes autores em torno da relevância dos principais indutores da rentabilidade, pelo que se torna oportuno efetuar uma breve resenha sobre os principais contributos.

Relativamente à comissão, alguns autores (Droms et al., 1996 e Makni et al., 2016) argumentam que a experiência e a habilidade do gestor na seleção de ativos são um fator de elevada importância em gerar retornos positivos perante comissões elevadas. Contrariando estas conclusões, Golec (1996) e Redman et al. (2007) verificam que o

aumento dos custos com pessoal e de transação de ativos não se revelam suficientes para proporcionar um retorno positivo. Outros, como Chen et al. (2004) e Leite e Cortez (2017) não encontram evidências que uma menor rendibilidade esteja associada com as comissões.

Segundo Moneta (2015) a comissão de gestão apresenta uma relação positiva com o desempenho num estudo de 636 fundos realizado nos EUA entre 1997-2006, identificando alfas positivos antes e depois de aplicadas as comissões. Conclui que o gestor é capaz de forma generalizada gerar um retorno positivo, suficiente para cobrir os seus honorários e custos de transação, uma vez que direcionam os seus investimentos para ativos de elevado rendimento.

Stafylas et al. (2016), num estudo com 250 fundos americanos, entre 1990-2015, avaliaram o impacto das comissões no desempenho e verificam que existe uma relação positiva com o retorno do fundo, na medida em que os interesses dos investidores e dos gestores são idênticos. Um melhor desempenho está associado a uma melhor habilidade do gestor na seleção de ativos.

Contudo, Carhart (1997) numa amostra de 1 892 fundos dos EUA, entre 1962-1993, conclui que o aumento das comissões nos fundos não se reflete num melhor desempenho, sendo tal facto, justificado por um maior custo total das transações, nomeadamente em ativos com menor liquidez, como resultado da diferença de *spread*, concluindo que estes fundos devem ser desprezados.

Dahlquist et al. (2000) para 210 fundos suecos de obrigações e mercado monetário, entre 1993-1997, concluíram que genericamente os fundos com comissões mais elevadas apresentam pior desempenho, contudo os resultados demonstram que em algumas situações conseguem obter um retorno anormal com o aumento das comissões de gestão, não sendo posteriormente compensado pela aplicação dos respetivos custos. Um dos motivos referidos é a fraca concorrência que decorre dos benefícios fiscais que apresentam.

Otten et al. (2002) num estudo com 500 fundos, de 5 países europeus (Alemanha, França, Itália, Holanda e Reino Unido) entre 1991-1998 constata uma relação negativa entre as comissões e o desempenho com exceção do Reino Unido. Procederam a uma análise antes e após comissões e verificam que na ausência de comissões, os fundos apresentam alfas positivos em 4 países, tornando evidente que os gestores são

capazes de identificar boas oportunidades de investimento, contudo, os esforços não são suficientes para superar os custos que decorrem das comissões aplicadas. Gil-Bazo et al. (2009) numa amostra de 1 136 fundos de ações dos EUA, entre 1961-2005 referem que os fundos com comissões mais elevadas apresentam um melhor desempenho antes de aplicar as comissões, situação que se inverte após suportarem os respetivos custos, podendo indiciar que os fundos cobram comissões muito elevadas, quando comparadas com os retornos obtidos. Este fator pode ter uma relação com investidores menos sensíveis ao desempenho, pois mesmo que o fundo apresente um histórico de maus desempenhos não se verifica uma diminuição do montante investido.

Drago et al. (2010) para 970 fundos italianos ativos em 2006, constata que os fundos que cobram comissão de desempenho apresentam custos superiores, mas as rendibilidades são semelhantes aos fundos que apenas estão sujeitos a comissões de gestão. Sugerem que os gestores oportunamente alteram as políticas de investimento com o objetivo de aumentar os incentivos, acabando tais esforços por serem infrutíferos.

Grinblatt et al. (1994) por sua vez, não encontraram qualquer relação entre o desempenho e as comissões suportadas, em linha com os resultados alcançados por Leite e Cortez (2009), num estudo de 34 fundos em Portugal e Europa, entre 2000-2007. Também concluem que os fundos que investem em Portugal apresentam um melhor desempenho relativamente aos fundos do mercado europeu, sugerindo a ideia que o efeito distância pode condicionar o desempenho. Resultados semelhantes foram obtidas por Ferreira et al. (2012), para uma amostra de 16 316 fundos de ações, de 27 países, entre 1997-2007 e por Low (2012) para 65 fundos os fundos da Malásia, entre 1999-2004.

A dimensão é outra variável objeto de estudo, levando Ramasamy e Yeung (2003) a referir que constitui um dos três fatores mais importantes na seleção de um fundo.

Dos diversos estudos realizados, como por exemplo, Indro et al. (1999), Bessler et al. (2016) e Hornstein et al. (2016), as conclusões são transversais, quando afirmam que há uma relação inversa entre a rendibilidade do fundo e a dimensão, fruto das deseconomias de escala, motivada por conflitos de gestão e aumento dos custos. Contrariando estas conclusões, alguns autores (ex. Glosten e Harris, 1988) evidenciam que os fundos de maior dimensão proporcionam economias de escala, na medida em

que os custos fixos podem ser repartidos e os gestores podem negociar um maior volume de capital, beneficiam de uma redução de *spreads* nas transações, sendo evidente o impacto positivo na redução dos custos operacionais,

Por sua vez, Ciccotello (1996) num estudo com 626 fundos, entre 1982-1992 refere que os fundos de maior dimensão apresentam um melhor desempenho, uma vez que são mais difíceis de gerir e o gestor tem uma maior preocupação em identificar as melhores oportunidades de investimento. Constatam ainda que o aumento da dimensão do fundo provoca uma diminuição das comissões e da rotatividade da carteira. A dimensão não aumenta apenas pela entrada de novo capital como também pelo número de ativos que a compõem.

Otten et al. (2002) concluem que os fundos de maior dimensão apresentam um melhor desempenho, uma vez que usufruem de uma maior capacidade de diversificação da carteira e de custos de transação menores (economias de escala), em linha com o estudo realizado por Berk et al. (2004). Segundo os autores, um melhor desempenho pode ser motivado por uma diminuição da volatilidade, uma vez que os fundos que apresentam vários ciclos passados de retornos positivos usufruem de um aumento do montante sob gestão, levando o gestor a optar por estratégias passivas de investimento, reduzindo dessa forma os custos de transação, que se irão refletir num melhor desempenho.

Redman et al. (2007) concluem que os fundos de maior dimensão beneficiam de economias de escala e relacionam os retornos positivos com as políticas implementadas pela Reserva Americana na descida das taxas de juros, em linha com o estudo de Dietze et al. (2009) realizado sobre 19 fundos na Europa, entre 2000-2005, no qual os fundos de maior dimensão apresentam um melhor desempenho. Uma repartição dos custos fixos consegue ultrapassar os entraves inerentes à negociação em mercados de reduzida liquidez.

Ferreira et al. (2012) concluem que os fundos fora dos EUA com maior dimensão apresentam um melhor desempenho, associando-o ao facto de os gestores terem a possibilidade de investir no mercado internacional, propício a melhores oportunidades de investimento, não se encontrando limitados geograficamente.

Contrariando estes resultados, Perold e Salomon (1991) referem que os fundos de maior dimensão apresentam um pior desempenho, resultante de deseconomias de escala na gestão ativa de fundos, associado ao aumento do custo de grandes transações. Referem

ainda a reduzida capacidade de o gestor abrir e fechar posições de forma instantânea sem que desperte muita atenção ou pelas dificuldades encontradas em direcionar os investimentos por falta de liquidez dos títulos, o que dá origem à realização de volumes de investimento significativos em ativos que não são objeto do propósito inicial.

Grinblatt et al. (1989) concluíram que existe uma relação negativa entre a rentabilidade e a dimensão, uma vez que os fundos de maior dimensão têm dificuldades em investir em mercados com reduzida liquidez e em gerir o impacto no preço de compra e venda de transações com volumes elevados, na linha dos estudos desenvolvido por Perold e Salomon (1991), que associam as deseconomias de escala na gestão ativa de fundos ao aumento do preço em transações de elevado valor.

Uma das razões referidas para a relação negativa entre a dimensão e o desempenho para os fundos suecos decorre do facto de os fundos ao atingirem uma determinada dimensão não conseguirem adotar estratégias de negociação agressivas (Dahlquist et al., 2000). Os autores referem que os fundos de ações e de tesouraria podem ser demasiados pequenos em relação à dimensão do mercado acionista, em linha com Sawick et al. (2002) e Chen et al. (2004) que encontraram evidências de os fundos de menor dimensão mais facilmente conseguirem investir todo o capital disponível nas melhores oportunidades de investimento, indo ao encontro dos objetivos iniciais, contrariando o que ocorre com os fundos de maior dimensão, na medida em que são maiores as dificuldades em investir montantes elevados em ativos de reduzida liquidez. Concluem que a dimensão do fundo destrói o desempenho, resultante de problemas de liquidez em ativos de menor dimensão.

Yan (2008) num estudo de 1 024 fundos dos EUA, entre 1993-2002 evidencia um impacto negativo, podendo esta situação ser originada pela elevada liquidez nas carteiras, proporcionada por deseconomias de escala.

Estas conclusões vão ao encontro dos resultados obtidos por Pollet et al. (2008), que referem as deseconomias organizacionais como principais determinantes da rentabilidade. Com o aumento do montante sob gestão é necessário a contratação de novos gestores, traduzindo-se em maiores problemas de coordenação e menor eficiência.

Na mesma linha, Ferreira et al. (2012) evidenciam uma relação negativa entre a dimensão e o desempenho para fundos dos EUA, uma vez que, por imposição do

mercado, os gestores estão restringidos a ativos de reduzida liquidez pela exígua dimensão em relação ao mercado onde investem, em linha com os resultados obtidos por Stafylas et al. (2016), que identificam uma dimensão ideal para proporcionar um maior retorno.

Outros autores (Droms et al., 1996, Prather et al., 2004, Low, 2012, Makni et al., 2016 e Phillips et al., 2017) não encontraram qualquer relação entre a dimensão e o desempenho, sugerindo que a dimensão não deve ser utilizada na seleção dos fundos para um portfólio.

Outro indutor alvo de diversos estudos é a idade, que estabelece uma relação mista com o desempenho. Por um lado, os fundos com poucos anos de vida, numa fase inicial realizam maiores investimentos em políticas de marketing, apresentam menor poder de negociação nas transações de ativos e passam por um período de aprendizagem, traduzindo-se num aumento de custos, influenciando negativamente o desempenho (Gregory et al., 1997 e Blake et al., 1998). Por outro lado, Stafylas et al. (2016) referem que os fundos mais jovens desenvolvem estratégias para sobreviver no mercado conseguindo, desse modo, alcançar melhores rentabilidades.

Bauer (2005) numa análise de 4 487 fundos alemães, britânicos e norte-americanos, entre 1990-2001, observa que os fundos nos três primeiros anos em atividade apresentam um pior desempenho, alcançando retornos positivos nos últimos três anos da amostra, com exceção dos fundos do Reino Unido. Referem que os fundos passam por uma fase de recuperação até atingirem um desempenho positivo (os fundos mais jovens podem ser influenciados negativamente pelo período de aprendizagem), em linha com os resultados obtidos por Dietze et al. (2009) que num estudo realizado com 19 fundos na Europa, entre 2000-2005, referem que um melhor desempenho pode ter origem numa estrutura de custos mais estável, através de uma melhor eficiência operacional.

Malkni et al. (2016), em 310 fundos Islâmicos, entre 1999-2012 evidenciaram que a ausência de experiência dos gestores e os custos superiores podem estar na origem de um pior desempenho em fundos mais recentes.

Contrariando estes resultados, Otten et al. (2002) encontraram evidência que os fundos jovens apresentam um melhor desempenho, acrescentando valor para o investidor,

nomeadamente quando geridos por gestores experientes, em linha com Ferreira et al. (2012), para quem os fundos mais recentes desenvolvem estratégias para sobreviver no mercado conseguindo, deste modo, obter melhores rentabilidades.

Outros estudos (Peterson et al., 2001, Chen et al., 2004, Prather et al., 2004, Ferreira et al., 2012 e Low, 2012) não identificam qualquer relação entre a idade e o desempenho.

O risco constitui outro determinante da rendibilidade dos fundos em alguns estudos realizados no âmbito desta temática. De acordo com a Teoria da Carteira de Markowitz é esperado que à medida que aumenta o nível de risco proporcione ao investidor uma maior rendibilidade, indo de encontro com os resultados obtidos por Low 2012 e Babalos et al. 2015, uma vez que os gestores de risco são mais eficientes e conseguem atrair mais investidores. Os autores constataam que o risco vai aumentando à medida que a habilidade dos gestores melhora, proporcionando um maior retorno para o investidor, contudo se as estratégias de mudança estiverem associadas a interesse próprios não é esperado o melhor desempenho.

Em sentido contrário Golec (1996), num estudo de 530 fundos nos EUA, entre 1988-1990, conclui que o aumento do nível de risco tem um impacto negativo no desempenho, na medida em que o risco associado à carteira está dependente das preferências e idade dos gestores. Também concluiu que indiretamente poderá estar relacionado com uma diminuição da rotação da carteira.

Romacho e Cortez (2006), num estudo de 21 fundos portugueses, entre 1996 e 2001, verificaram que o risco de mercado apresentava valores superiores ao risco específico, demonstrando uma preocupação por parte do gestor em selecionar carteiras diversificadas. Contudo, ao contrário do que seria esperado, evidenciaram que o risco global apresentava valores cada vez mais elevados, sendo apontado alguns motivos, como a composição da carteira e a concentração de ativos em mercados específicos, não obtendo benefícios da diversificação.

Relativamente à rotação da carteira, alguns estudos (Dahlquist et al., 2000 e Wermers, 2000) referem que com uma maior rotação os gestores identificam melhores oportunidades de investimento em fundos subavaliados, com um impacto positivo no desempenho. Uma gestão ativa proporciona um aumento do volume de transações,

estando associado a uma maior eficiência e a uma redução dos custos de negociação (Cici et al., 2017).

Malkiel (1995) e Carhart (1997) concluem em sentido oposto, referindo que os fundos com maior rotação apresentam pior desempenho, uma vez que o aumento da rotação da carteira origina maiores custos de transação, não sendo compensados pelo desempenho, tendo em conta o diferencial entre o preço de compra e venda dos ativos.

Por sua vez, Ippolito (1989), Droms et al. (1996) e Low (2012) não identificam qualquer evidência estatística relevante.

Em relação à Euribor, Redman et al. (2007) dão conta de uma relação negativa com o desempenho, verificando que uma forte descida da taxa de juro da Reserva Federal Americana e o fator diversificações estão associadas a retornos superiores. Por sua vez, Leite e Cortez (2009) não identificaram qualquer relação, quando utilizam a Euribor como um indicador de taxa de juro de curto prazo.

Finalmente o *benchmark* surge como outro indutor em estudo, apresentando-se como um indicador de referência de mercado, que permite concluir que os gestores de fundos de investimento, em regra não conseguem encontrar as melhores soluções e mais rentáveis capazes de superar o índice de mercado, uma vez que o aumento do capital disponível para gestão, não se traduz num melhor desempenho, de forma a acompanhar a evolução do *benchmark*. De acordo com Ferson e Schadat (1996) e Berk et al. (2004), este facto pode ter origem no aumento do custo de transação, uma vez que os gestores para melhorar o desempenho, investem capital na compra de *spreads* com o propósito de estabilizar as flutuações de preços. Dietze et al. (2009) refere que os fundos conseguem superar o índice de mercado antes de suportar as respetivas comissões, contudo não é suficiente para geral um retorno positivo aos investidores na medida em que não consegue cobrir os custos.

Contrariando estas conclusões, Clare (2015), num estudo de 357 fundos, entre 2005-2014, concluíram que existe um impacto positivo entre o *benchmark* e o desempenho. Evidenciaram um retorno superior nos fundos com comissões de gestão mais reduzidas e com menor volume em liquidez. Também verificaram um melhor desempenho em

fundos geridos por um único gestor, do sexo masculino e com mais de 10 anos de experiência.

A tabela seguinte procura sintetizar os principais contributos identificados na revisão da literatura.

**Tabela 1 - Quadro resumo de referências bibliográficas**

Variável	Autor (es)	País	Dimensão amostra	Período	Técnica estatística	Resultado
Comissão	Gil-Bazo et al. (2009)	EUA	1136	1961-2005	Regressões OLS agrupadas	Relação negativa - os fundos com comissões mais elevadas apresentam um melhor desempenho antes de aplicar as comissões, situação que se inverte depois de deduzidos os respetivos custos, podendo indiciar que os fundos cobram comissões muito elevadas, em relação aos retornos obtidos. Este facto pode estar relacionado com investidores menos sensíveis ao desempenho, pois mesmo que o fundo apresente um histórico de maus resultados não se verifica uma diminuição do montante investido.
	Leite e Cortez (2009)	Portugal	34	2000-2007	Séries Temporais	Ausência de relação - não identifica qualquer relação entre o desempenho e as comissões cobradas uma vez que os resultados obtidos antes e depois das comissões são semelhantes, ou seja, sem significância. Sugere a ideia que o efeito distância pode influenciar no desempenho, uma vez que os fundos que investem em Portugal apresentam um melhor desempenho que os fundos que investem no mercado europeu.
	Drago et al. (2010)	Itália	970	2006	Modelo OLS	Relação negativa - concluem que existe um impacto negativo da comissão de desempenho no retorno do fundo. Os fundos que cobram comissão de desempenho apresentam custos superiores, mas os retornos são semelhantes aos fundos que só cobram comissões de gestão. Sugerem que os gestores oportunamente alteram as políticas de investimento com o objetivo de aumentar os incentivos, acabando por tais esforços serem fracassados.

Continua

**Tabela 1 - Quadro resumo de referências bibliográficas (continuação)**

<b>Variável</b>	<b>Autor (es)</b>	<b>País</b>	<b>Dimensão amostra</b>	<b>Período</b>	<b>Técnica estatística</b>	<b>Resultado</b>
<b>Comissão</b>	Ferreira et al. (2012)	EUA + Fora EUA	16.316	1997-2007	Regressão de séries temporais	Ausências de relação - não identificam qualquer relação entre o desempenho e as comissões cobradas
	Moneta (2015)	EUA	636	1997-2006	Dados em painel	Relação positiva - dá conta de alfas positivos antes de aplicadas as comissões e próximo de zero após as comissões. Refere que o gestor é capaz de forma generalizada gerar um retorno positivo, suficiente para cobrir os seus honorários e custos de transação, uma vez que direcionam os seus investimentos para ativos de elevado rendimento.
	Stafylas et al. (2016)	EUA	250	1990-2015	Probit painel	Relação positiva - desenvolvem um estudo sobre as comissões de desempenho e verificam que existe uma relação positiva com o retorno do fundo, uma vez que os interesses dos investidores e dos gestores são idênticos. Um melhor desempenho está associado a uma melhor habilidade do gestor na seleção de ativos.
	Makni et al. (2016)	Islâmicos	310	1999-2012	Dados em Painel	Relação positiva - evidenciam que os fundos com comissões mais elevadas apresentam um melhor desempenho, podendo estar associado a uma maior experiência do gestor. Os fundos com maior liquidez apresentam um retorno inferior.
	Leite e Cortez (2017)	Portugal	52	2003-2014		Ausências de relação - as comissões não têm qualquer influência no desempenho, concluindo que os maus resultados não são explicados pelas comissões.

Continua

**Tabela 1 - Quadro resumo de referências bibliográficas (continuação)**

Variável	Autor (es)	País	Dimensão amostra	Período	Técnica estatística	Resultado
<b>Dimensão</b>	Ciccotello (1996)	EUA	626	1982-1992	Séries Temporais	Relação positiva - os fundos de maior dimensão apresentam um melhor desempenho, nomeadamente nos fundos da categoria crescimento, uma vez que estes são mais difíceis de gerir, o gestor tem uma maior preocupação em encontrar melhores oportunidade de investimento. Também verificam que o aumento da dimensão do fundo provoca uma diminuição das comissões e da rotatividade da carteira. A dimensão não aumenta só pela entrada de novo capital mas também provocado pela subida dos ativos que compõem a carteira.
	Indro et al. (1999)	EUA	683	1993-1995	Modelo de regressão	Relação negativa - sugerem que existe uma dimensão ideal, uma vez que os fundos não devem ultrapassar um determinado montante sob gestão de forma a atingir um tamanho adequado, visto que à medida que este aumenta, não se verifica um aumento proporcional no desempenho, evidenciando-se retornos marginais negativos depois de exceder uma dimensão ideal, motivado por um aumento dos custos de aquisição e de formação. À medida que o fundo cresce, nota um descontrolo na contratação de novos gestores, aumentando os custos e não sendo compensados em retorno. Um outro motivo decorre da maior exposição a volumes transacionados superiores, atraindo a atenção de outros gestores.
	Dahlquist et al. (2000)	Suécia	210	1993-1997	Dados em Painel	Relação negativa - uma das razões apontadas para a relação negativa entre a dimensão e o desempenho é o facto de os fundos ao atingirem uma determinada dimensão não conseguirem adotar estratégias de negociação agressivas. Em relação aos fundos de ações e de tesouraria encontraram evidências que podem ser demasiados pequenos em comparação com o respetivo mercado.

Continua

**Tabela1 - Quadro resumo de referências bibliográficas (continuação)**

Variável	Autor(es)	País	Dimensão amostra	Período	Técnica estatística	Resultado
<b>Dimensão</b>	Otten et al. (2002)	Europa	506	1991-1998	Dados em Painel	Relação positiva - os fundos de maior dimensão apresentam um melhor desempenho, uma vez que beneficiam de uma maior capacidade de diversificação da carteira e de menores custos de transação (economias de escala).
	Chen et al. (2004)	EUA	3439	1962-1999	Séries Temporais	Relação negativa - os fundos de menor dimensão conseguem facilmente colocar todo o capital disponível nas melhores ideias de investimento, indo de encontro com os objetivos iniciais. Evidenciam que a dimensão do fundo destrói valor, devido a problemas de liquidez em ativos de menor dimensão.
	Yan (2008)	EUA	1024	1993-2002	Séries Temporais	Relação negativa - conclui que a dimensão tem um efeito negativo sobre o desempenho do fundo. Esta situação pode ser originada pela elevada liquidez nas carteiras, proporcionada por deseconomias de escala. Evidencia que os fundos de menor dimensão apresentam retornos anormais e apresentam uma menor liquidez nos seus portfólios.
	Dietze et al. (2009)	Europa	19	2000-2005	Séries Temporais	Relação positiva - os fundos de maior dimensão apresentam um impacto positivo sobre o desempenho. Associam este facto a economias de escala, através de uma repartição de custos fixos, conseguindo ultrapassar os entraves de negociar em mercados com reduzida liquidez.

Continua

**Tabela 1- Quadro resumo de referências bibliográficas (continuação)**

Variável	Autor (es)	País	Dimensão amostra	Período	Técnica estatística	Resultado
<b>Dimensão</b>	Ferreira et al. (2012)	Fora EUA	16316	1997-2007	Regressão de séries temporais	Relação positiva - concluem que os fundos fora dos EUA com maior dimensão apresentam um melhor desempenho. Os gestores têm a possibilidade de investir num mercado internacional, sendo maiores as oportunidades de investimento, atendendo a que não se encontram limitados geograficamente.
		EUA				Relação negativa - evidenciam uma relação negativa entre a dimensão e o desempenho nos fundos dos EUA, uma vez que por imposição do próprio mercado, os gestores ficam restringidos a ativos com pouca liquidez devido à pequena dimensão do mercado onde investem.
	Bessler et al. (2016)	EUA	3946	1992-2007	Técnica Bayesiana	Relação negativa - os fundos de maior dimensão apresentam uma relação negativa com o desempenho, podendo ser justificado por deseconomias de escala e uma menor eficiência, associado ao aumento de conflitos de gestão e de custos. Sugerem que a escolha de um fundo não deve estar focada unicamente na dimensão, mas também sobre outros fatores.
	Hornstein et al. (2016)	EUA	439	2009	Dados em painel	Relação negativa - concluem que existe uma relação negativa entre a dimensão e o desempenho, uma vez que à medida que aumenta o valor sob gestão, há necessidade de aumentar a equipa de gestão. Encontram evidências que os fundos geridos por um só gestor apresentam um melhor desempenho, pois o seu trabalho pode ser mais facilmente reconhecido pelos investidores, ao contrário do que acontece nos fundos geridos por uma equipa

Continua

**Tabela 1 - Quadro resumo de referências bibliográficas (continuação)**

<b>Variável</b>	<b>Autor(es)</b>	<b>País</b>	<b>Dimensão amostra</b>	<b>Período</b>	<b>Técnica estatística</b>	<b>Resultado</b>
<b><u>Dimensão</u></b>	Makni et al. (2016)	Islâmico	310	1999-2012	Dados em Painel	Ausências de relação - não encontram qualquer relação entre a dimensão do fundo e o desempenho. Para os autores a dimensão do fundo não deve ser um critério de seleção dos fundos para um portfólio.
	Stafylas et al. (2016)	EUA	250	1990-2015	Probit painel	Relação negativa - concluem que a dimensão do fundo tem um impacto negativo no desempenho. Encontram evidência que existe uma dimensão ideal para obter um maior retorno. A seleção do fundo não se deve basear apenas na dimensão mas também noutros fatores.
	Phillips et al. (2017)	EUA	3093	1992-2010	Séries Temporais	Ausências de relação - não encontraram evidências que a dimensão do fundo influencie o desempenho, mas sim a habilidade do gestor.
<b><u>Risco</u></b>	Golec (1996)	EUA	530	1988-1990	Modelo de regressão	Relação negativa - concluem que o aumento do risco não seria compensado por maiores rentabilidades, uma vez que o risco de uma carteira está dependente das preferências e da idade dos gestores. Indiretamente poderá estar relacionado com uma diminuição da rotação da carteira.
	Low (2012)	Malásia	65	1999-2004		Relação positiva - encontrara evidências que o aumento do nível de risco dos fundos gera um retorno proporcionalmente positivo.
	Babalos et al. (2015)	EUA		2002-2010	Painel VAR	Relação positiva - os fundos com um nível de risco superior apresentam um melhor desempenho, uma vez que os gestores de risco são mais eficientes e conseguem atrair mais investidores. Verificam que o risco vai aumentando à medida que as habilidades dos gestores melhoram, proporcionando um maior retorno para o investidor.

Continua

**Tabela 1 - Quadro resumo de referências bibliográficas (continuação)**

<b>Variável</b>	<b>Autor(es)</b>	<b>País</b>	<b>Dimensão amostra</b>	<b>Período</b>	<b>Técnica estatística</b>	<b>Resultado</b>
<b><u>Idade</u></b>	Gregory et al. (1997)	EUA	18	1986-1994	Séries Temporais	Relação positiva - os fundos com poucos anos de vida, numa fase inicial realizam maiores investimentos em políticas de marketing, menor poder de negociação nas transações de ativos e passam por um período de aprendizagem, traduzindo-se num aumento de custos, influenciando negativamente o desempenho.
	Blake et al. (1998)	Reino Unido	2375	1972-1995	Séries Temporais	Relação positiva - concluem que existe uma relação positiva entre a idade e o desempenho. Os fundos mais jovens nos primeiros anos de atividade apresentam desempenhos negativos ou muito baixos, uma vez que para atrair investidores oferecem condições mais vantajosas e realizam mais pesquisas para encontrar as melhores oportunidades de investimento.
	Chen et al. (2004)	EUA	3439	1962-1999	Séries Temporais	Ausências de relação - não identificam qualquer relação entre a idade e o desempenho.
	Bauer (2005)	Alemanha, Reino Unido, EUA	103	1990-2001	Modelo Multifatorial	Relação positiva - os fundos nos três primeiros anos em atividade apresentam um mau desempenho, melhorando nos anos seguintes, conseguindo obter retornos positivos nos últimos três anos da amostra, com exceção dos fundos do Reino Unido onde detetaram retornos positivos em todos os períodos. Evidenciam que os fundos passam por uma fase de recuperação até atingirem um desempenho positivo, uma vez que os fundos mais jovens podem ser influenciados negativamente por um período de aprendizagem.

Continua

**Tabela 1 - Quadro resumo de referências bibliográficas (continuação)**

<b>Variável</b>	<b>Autor(es)</b>	<b>País</b>	<b>Dimensão amostra</b>	<b>Período</b>	<b>Técnica estatística</b>	<b>Resultado</b>
<b><u>Idade</u></b>	Dietze et al. (2009)	Europa	19	2000-2005	Séries Temporais	Relação positiva - existe um impacto positivo, com os fundos mais antigos a apresentarem um melhor desempenho. Referem que a origem desta situação pode ser uma estrutura de custos mais estável, através de uma melhor eficiência operacional.
	Makni et al. (2016)	Islâmicos	310	1999-2012	Dados em Painel	Relação positiva - os fundos mais jovens apresentam um pior desempenho, sendo influenciados por maiores custos e falta de experiência do gestor.
	Stafylas et al. (2016)	EUA	250	1990-2015	Probit painel	Relação negativa - encontraram uma relação negativa entre a idade do fundo e o desempenho. Sugerem que existe um momento ideal para a compra de um ativo, estando dependente das condições de mercado.
<b><u>Rotação da carteira</u></b>	Carhart (1997)	EUA	1892	1992-1993	Séries Temporais	Relação negativa - o aumento da rotação da carteira proporciona um aumento dos custos de transação, não sendo compensados no desempenho, devido ao diferencial entre o preço de compra e venda dos ativos.
	Dahlquist et al. (2000)	Suécia	210	1993-1997	Dados em Painel	Relação positiva - verificam que existe uma relação positiva entre a rotação da carteira e o desempenho, não indo de encontro com o impacto negativo das comissões, uma vez que estas podem ser compensadas por uma gestão ativa. Com uma maior rotação os gestores conseguem encontrar melhores oportunidades de investimento em ativos subavaliados.

Continua

**Tabela 1 - Quadro resumo referências de bibliográficas (continuação)**

<b>Variável</b>	<b>Autor(es)</b>	<b>País</b>	<b>Dimensão amostra</b>	<b>Período</b>	<b>Técnica estatística</b>	<b>Resultado</b>
<b><u>Rotação da carteira</u></b>	Low (2012)	Malásia	65	1999-2004		Ausências de relação - não encontram relação entre a rotação e o desempenho.
	Cici et al. (2017)	EUA	83	2000-2013	Teste de placebo: Bootstrap	Relação positiva - estabelecem uma relação positiva entre a rotação da carteira e o desempenho, uma vez que o aumento do volume de transações está associado a uma maior eficiência, reduzindo os custos de negociação.
<b><u>Benchmark</u></b>	Berk et al. (2004)	EUA		1969-1999	Séries Temporais	Relação negativa - concluem que o desempenho dos fundos ficam aquém do <i>benchmark</i> , uma vez que o aumento dos recursos de investimento não se traduz num acompanhamento do <i>benchmark</i> . Os autores referem que este facto pode ser motivado pelo aumento do custo de transação, uma vez que os gestores para melhorar o desempenho, investem algum capital na compra de spreads para não originar grandes flutuações de preços.
	Dietze et al. (2009)	Europa	19	2000-2005	Séries Temporais	Relação negativa - os fundos conseguem superar o índice de mercado antes de aplicadas as respetivas comissões, contudo não é suficiente para gerar um retorno positivo para os investidores na medida em que não consegue cobrir os custos.
	Clare (2017)	EUA	357	2005-2014	Técnica de regressão OLS	Relação positiva - relata um impacto positivo entre o <i>benchmark</i> e o desempenho. Verifica um retorno superior nos fundos com comissões de gestão mais reduzidas e com menor volumes em liquidez. Refere um melhor desempenho em fundos geridos por um único gestor, do sexo masculino e com mais de 10 anos de experiência.

Continua

**Tabela 1 - Quadro resumo de referências bibliográficas (continuação)**

<b>Variável</b>	<b>Autor(es)</b>	<b>País</b>	<b>Dimensão amostra</b>	<b>Período</b>	<b>Técnica estatística</b>	<b>Resultado</b>
<b><u>Euribor</u></b>	Redman et al. (2007)	EUA	3980	1997-2003		Relação negativa - encontram retornos positivos que podem ser motivados pelo fator diversificação e pela forte descida da taxa de juro imposta pela Reserva Federal Americana.
	Leite et Cortez (2009)	Portugal	34	2000-2007	Séries Temporais	Ausências de relação - analisam a Euribor como indicador de taxa de juro de curto prazo, juntamente com outros fatores, criando a variável informação. Esta revelou ter um impacto positivo no desempenho no fator dividendo, não apresentado significância nas outras variáveis, nomeadamente a EURIBOR.

Fonte: Elaboração própria com base na revisão da literatura

Esta breve revisão revela que tem sido difícil reunir consenso sobre o modo como os diversos atributos condicionam a rendibilidades dos fundos. Torna-se também patente que ao longo dos anos um número significativo de trabalhos foi direcionado para o mercado dos Estados Unidos e num passado recentemente foram desenvolvidos estudos para outros mercados, nomeadamente o europeu, continuando a ser escassos os trabalhos sobre a realidade portuguesa.

## **Capítulo 4 – Metodología**



Dos diversos estudos realizados em torno desta temática, verifica-se que o mercado português se encontra pouco explorado e desenvolvido pelos diversos autores. Dos poucos estudos conhecidos, é de salientar os trabalhos elaborados por Leite e Cortez (2009) num estudo sobre 34 fundos europeus, sendo 13 deles portugueses, conforme referido por Ferreira et al. (2012), contudo, os autores não retiram conclusões individuais para cada país. Mais recentemente, Leite e Cortez (2017) trabalharam sobre fundos de obrigações. Neste capítulo será abordada a metodologia utilizada no presente estudo.

Para elaborar este estudo começou-se por investigar quais as instituições financeiras/sociedades gestoras sediadas em Portugal, com recurso ao *site* da APFIPP e da CMVM. Posteriormente foi necessário recolher autorização junto das respetivas sociedades gestoras no sentido da APFIPP poder divulgar alguma da informação necessária para a elaboração deste trabalho, nomeadamente o valor das UP (Unidades de Participação). Após esta fase, foi possível criar uma amostra de 78 fundos de investimento ativos, classificados em 4 tipologias: ações, mistos, obrigações e tesouraria (Dahlquist et al., 2000), ultrapassando grande parte das limitações dos estudos até agora realizados que incidiram maioritariamente sobre o mercado acionista.

Com base na revisão da literatura, verifica-se que grande parte dos artigos publicados tiveram por base a medida de desempenho utilizada no estudo elaborado por Jensen em 1968, o alfa. Apesar de apresentar algumas limitações, nomeadamente pelo facto de se basear num único fator, este indicador continua a ser de longe uma das medidas tradicionais mais utilizadas que melhor permite avaliar e analisar o desempenho (rentabilidade) dos fundos de investimento. Por norma, os títulos sobem ou descem no

mesmo sentido das oscilações de mercado, sugerindo a existência de uma correlação entre os títulos e o estado do mercado (Pires, 2011).

O alfa é o excesso de retorno de uma carteira e o retorno do seu *benchmark* (ou seja, do índice de mercado) (Ferson et Schadat, 1996). Ao evidenciarmos um alfa positivo, indica que estamos na presença de um ativo que obteve um desempenho ajustado ao risco superior ao mercado, contudo, se este for negativo, indica-nos o contrário.

Medida de Jensen:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i Rm_t + \epsilon_{i,t}$$

(Fórmula 1)

Em que:

$R_{i,t}$  - Rentabilidade do ativo i no momento t;

$\alpha_i$  - Medida de rentabilidade do ativo i que não está relacionado (acima ou abaixo da rentabilidade do mercado) com o mercado no momento t;

$\beta_i$  - Sensibilidade da rentabilidade do ativo i às variações do mercado;

$Rm_t$  - Rentabilidade do mercado no momento t;

$\epsilon_{i,t}$  - Componente aleatória da rentabilidade do ativo i;

Em linha com os artigos revistos na literatura, a medida utilizada por Jensen (alfa), foi a que melhor se adequava para cálculo do desempenho dos fundos de investimento em Portugal, daí ser também utilizada na elaboração deste trabalho, mediante algumas adaptações. Com base no estudo realizado por Fama e French (1993), foi possível ultrapassar as limitações apresentadas, uma vez que ao introduzir variáveis adicionais no modelo, constatou-se que a utilização de multi-fatores pode ser determinante nos resultados.

Para avaliação de desempenho dos fundos, foi utilizado um modelo com 7 fatores, tendo por objetivo comparar-se os retornos de cada fundo com as diferentes variáveis, Dahlquist et al. (2000), de forma a tentar aferir se a dimensão da carteira, as comissões associadas à gestão, a idade do fundo, a classe de risco, a rotação da carteira, a EURIBOR e o desempenho do *benchmark*, condicionam a performance do fundo.

## 4.1 – Variável dependente e variáveis explicativas do modelo

### Variável dependente

O cálculo da variável dependente – o alfa de Jensen, dividiu-se em duas fases. Numa primeira fase foi necessário recolher junto da CMVM e com o apoio das entidades gestoras, a informação sobre as rentabilidades das cotações diárias das Unidades de Participação de cada fundo de investimento, líquida de comissões, mas bruta de qualquer encargo de transação e identificar nos fundos de distribuição, o respetivo dividendo associado. Esta informação foi recolhida junto da própria entidade gestora.

Posteriormente, procedeu-se ao cálculo da rentabilidade mensal ajustada ao dividendo, utilizando a seguinte fórmula, Leite e Cortez (2009):

$$R_{p,t} = \ln[(UP_{p,t} + D_{p,t})/UP_{p,t-1}]$$

(Fórmula 2)

Em que:

$R_{p,t}$  - Rendibilidade mensal líquida do fundo;

$UP_{p,t}$  - Valor da unidade de participação do fundo para o período t;

$UP_{p,t-1}$  - Valor da unidade de participação do fundo para o período t-1;

$D_{p,t}$  - Valor do dividendo unitário pago pelo fundo para o período t;

Numa segunda fase, foi necessário calcular a rentabilidade mensal do índice de mercado. Para isso, recorrendo à classificação da Morningstar encontramos o índice que melhor se ajustava a cada fundo e junto da Bloomberg foi recolhida informação sobre o seu valor de cotação mensal. Para o cálculo da rentabilidade mensal, utilizou-se a seguinte formula:

$$R_{m,t} = \ln(M_{m,t}/M_{m,t-1})$$

(Fórmula 3)

Em que:

$R_{m,t}$  - Rendibilidade mensal do Índice;

$M_{m,t}$  - Valor do Índice de Mercado para o período t;

$M_{m,t-1}$  - Valor do Índice de Mercado para o período t-1;

Após reunida toda a informação mensal a sobre a rentabilidade do fundo e do índice de mercado, foi possível proceder ao cálculo do alfa usando o Microsoft Excel 2016, aplicando a fórmula *Interceptar*, resultante de uma regressão linear simples.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> Alpha mensal: *INTERCETAR* ( $R_{mf}$ ;  $R_{pt}$ )

Alpha anual:  $Alpha = [(1 + INTERCETAR)^{12}] - 1$

## Variáveis explicativas do modelo

De forma a encontrarmos o melhor modelo procedeu-se à transformação de algumas variáveis em inversa (rotação) e em logaritmos (dimensão, anos e valor do *benchmark*) permitindo o alisamento das variáveis, e de acordo com a metodologia seguida por alguns estudos, como os trabalhos de Chen e al. (2004) e Ferreira et al. (2012).

A Dimensão é o valor líquido global, representando o valor total dos fundos que constituem a carteira, deduzidos o montante de comissões e encargos, incluindo nomeadamente despesas inerentes as operações de compra e venda dos ativos, encargos legais e fiscais, taxa de supervisão e custos emergentes de auditorias, até ao momento da valorização da carteira.

É de salientar que, na amostra em estudo, o montante sob gestão é muito superior nos fundos de tesouraria e fundos de obrigações comparativamente com os mistos e de ações. Tal facto pode dever-se ao aumento do risco dos ativos que incorpora cada categoria. (ver tabela 4).

As Comissões são representadas pela Taxa Global do Fundo e encontram-se incorporadas no valor das unidades de participação de cada fundo. Destes custos, fazem parte a comissão de gestão (custo cobrado pela entidade gestora pelo serviço prestado), a comissão de depósito (remuneração dos serviços de registo e depósitos dos ativos incluídos no fundo), a taxa de supervisão e outros custos operacionais (comissão de compra e venda de ativos, bem como o devido imposto), sendo excluídos os custos de transação. Os valores apresentados são expressos em percentagem, referentes a taxas anuais de cada ano.

No estudo em análise, é possível aferir que as comissões mais elevadas são aplicadas nos fundos de ações e fundos mistos e as mais reduzidas nos fundos de tesouraria. Em média, os fundos de ações aplicam uma comissão de 1.91%, apresentando um valor mínimo de 0.35% e um valor máximo de 3.04%, contrariando, como seria expetável, os fundos de tesouraria que cobram uma comissão média de 0.58% (ver tabela 4).

A Rotação Média da Carteira é o valor total das aquisições e alienações de cada fundo de investimento no último ano civil completo, dividido pela média mensal do valor

líquido global do fundo nesse ano. Quanto maior for a rotação, mais ativa pode ser a gestão por parte do gestor no fundo de investimento.

Na amostra, os fundos de obrigações são os que apresentam uma maior rotação, sendo acompanhada pelos fundos de ações e de tesouraria. Os fundos mistos são os que apresentam em média menor rotação (ver tabela 4).

O número de anos do fundo, desde a sua entrada em atividade até ao ano em análise.

A média de idades para os fundos da amostra em estudo é cerca de 12 anos para os fundos de ações e de obrigações e cerca de 9 anos para os fundos de tesouraria e fundos mistos. Também podemos concluir que existe uma grande variação da idade dos fundos, uma vez que a amostra é constituída por fundos recentes e por fundos com mais de 20 anos em atividade (ver tabela 4).

O Nível de Risco é classificado de acordo com a composição da carteira de cada fundo e a volatilidade por ele assumida durante o ano. A informação sobre o nível de risco foi retirada no prospeto anual do ano seguinte publicado por cada sociedade gestora, sendo apresentado numa escala de risco de 1 a 7, onde os fundos classificados com a escala 1 indicam um risco baixo e os fundos classificados com a escala 7 indicam um risco mais elevado.

Estão convencionadas duas escalas diferentes de risco na Europa, a Escala 1 e a Escala 2, em Portugal está acordado a utilização a primeira.

**Tabela 2 - Escala de Risco e Volatilidade**

Nível de Risco	Escala 1 (Intervalo de Volatilidade)	Escala 2 (Intervalo de Volatilidade)
1	$0 \leq x < 1.5\%$	$0 \leq x < 5\%$
2	$1.5\% \leq x < 5\%$	$5\% \leq x < 11\%$
3	$5\% \leq x < 10\%$	$11\% \leq x < 18\%$
4	$10\% \leq x < 15\%$	$18\% \leq x < 25\%$
5	$15\% \leq x < 20\%$	$25\% \leq x < 33\%$
6	$20\% \leq x < 25\%$	$33\% \leq x < 42\%$
7	$x \geq 25\%$	$x \geq 42\%$

Fonte – CMVM f)

De acordo com a política de investimento de cada fundo, era expetável que o risco na amostra fosse mais elevado nos fundos de ações e nos fundos mistos e mais reduzido nos fundos de obrigações e de tesouraria. Dessa forma, os fundos de ações atingem um nível máximo de risco 7 e os fundos mistos 6, devido à componente de ações que constitui o portfólio. Por sua vez, os fundos de obrigações e de tesouraria apresentam um nível de risco máximo de 4 e 3 respetivamente, de acordo com as características de cada fundo (ver tabela 4).

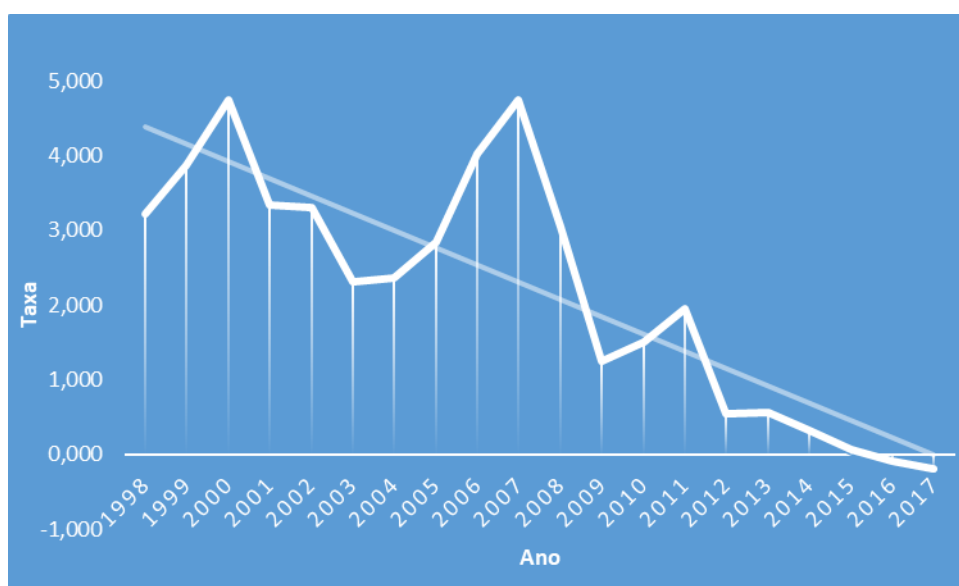
A Euribor é a média das taxas de juro praticadas em empréstimos interbancários em euros por cerca de 25 a 40 bancos europeus. Podem ser apresentadas para prazos compreendidos entre uma semana e um ano. São utilizadas como referência em vários produtos financeiros (crédito habitação e derivados, por exemplo). O valor apresentado é anual e foi calculado através da média mensal da taxa de referência a 1 mês para cada ano em estudo. Foi obtida através do *site* da EMMI (European Money Markets Institute<sup>5</sup>).

Nos 10 anos em estudo conseguimos evidenciar grandes oscilações da taxa EURIBOR, muito devido às políticas económicas introduzidas nos países membros, em consequência das diversas crises. Apresenta um valor máximo de 4.28% e um valor negativo de 0.34%, sendo que a média anda em torno de 1%, indicando que a maior parte do período as taxas de referência foram baixas (ver tabela 4).

---

<sup>5</sup> “O Instituto Europeu dos Mercados Monetários (EMMI), anteriormente conhecido como Euribor-EBF, é uma associação internacional sem fins lucrativos de direito belga fundada em 1999 com o lançamento do Euro e com sede em Bruxelas (56, Avenue des Arts, 1000 Bruxelas). Os seus membros são associações bancárias nacionais nos Estados-Membros da União Europeia.”

Gráfico 5 - Evolução da EURIBOR 12 meses



Fonte: Elaboração própria com dados da EMMI a)

O *Benchmark* é um indicador de referência para medir o desempenho de um instrumento, produto ou aplicação financeira. Frequentemente consiste em índices de cotações de ações ou de obrigações ou de taxas de juros.

Como já foi anteriormente referenciado, com recurso à classificação da *Morningstar*, foi atribuído o respetivo *benchmark* a cada fundo que compõem a amostra. Na impossibilidade de recolha de informação, foi escolhido índice que melhor representasse a carteira de mercado. A recolha de informação sobre o valor mensal de cada índice foi junto da Bloomberg. Para o cálculo da rentabilidade anual recorreu-se mais uma vez à seguinte expressão:

$$R_{mt} = \ln(M_{mt}/M_{mt-1})$$

(Fórmula 4)

Em que:

$R_{mt}$  - Rendibilidade anual do Índice;

$M_{mt}$  - Valor do Índice de Mercado para o período t;

$M_{mt-1}$  - Valor do Índice de Mercado para o período t-1;

Relativamente aos índices de mercado verificamos fortes oscilações nos fundos de ações e nos fundos mistos, como seria expetável. É possível analisar valores mínimos de -74% e -48% e valores máximos de 62% e 35%, respetivamente. Os fundos de obrigações e os fundos de tesouraria apresentam valores mais suaves e com menor amplitude. Apesar dos diferenciais dos valores apresentados, verifica-se que a média dos 10 anos da amostra ronda entre os 1% e os 3.5% (ver tabela 4).

Na tabela seguinte serão apresentados por categoria os *benchmarks* utilizados no estudo de acordo com a classificação obtida na *Morningstar*.

**Tabela 3 - Benchmarks em estudo por categoria**

<u><b>Categoria</b></u>	<u><b>Benchmark</b></u>	
Fundos de Ações Nacionais	Índice PSI20	Portuguese Stock Index - É o principal índice de referência do mercado português, sendo representado pelas 20 maiores empresas cotadas na bolsa de valores de Lisboa. Atualmente é composto por 18 títulos, na sequência das diversas reestruturações do sistema financeiro.
Fundos PPA		
F. Ações da América do Norte	S&P 500	Standard & Poor's 500 - é um dos índices de referência dos Estados Unidos, sendo composto pelas 500 maiores empresas de capitalização bolsista de mercado.
	Russell 1000 Growth TR USD	Índice de retorno total do crescimento do Russell 1000, que representa as 1000 maiores empresas do mercado dos Estados Unidos, sendo considerado um índice de referência para investimentos de grande capitalização.

Continua

**Tabela 3 - Benchmarks em estudo por categoria (continuação)**

<b><u>Categoria</u></b>	<b><u>Benchmark</u></b>	
F. Ações da U.E., Suíça e Noruega	MSCI Spain NR EUR	Índice que mede o desempenho das empresas de média e grande capitalização do mercado espanhol, representando cerca de 85% do total das ações.
FIA de Retorno Absoluto	MSCI Europe NR EUR	Índice constituído por 445 ações dos 15 países mais desenvolvidos da Europa, sendo representado pelas empresas de média e grande capitalização bolsista. Abrange vários segmentos e setores.
Fundos Flexíveis		
Outros F. Ações Internacionais	Topix TR JPY	Índice de mercado de ações da Bolsa de Valores de Tóquio, constituídos pelas maiores empresas do Japão.
	MSCI AC Asia Pac Ex JPN NR USD	Índice constituído pelas 722 empresas de média e grande capitalização de 4 países de mercados desenvolvidos e 9 países de mercados emergentes.
	MSCI EM NR USD	Índice que representa as 846 empresas de média e grande capitalização em 24 países emergentes.
	MSCI World	Índice constituído pelas 1649 empresas de média e grande capitalização de 23 países desenvolvidos de todo o mundo, excluindo ações de economias emergentes.
Outros FIA		

Continua

**Tabela 3 - Benchmarks em estudo por categoria (continuação)**

<b><u>Categoria</u></b>	<b><u>Benchmark</u></b>	
Fundos de Ações Sectoriais	MSCI World/Financials	Índice que representa as empresas de média e grande capitalização do setor financeiro em 23 países de mercados desenvolvidos.
	MSCI World/Health Care NR USD	Índice que representa as empresas de média e grande capitalização do setor da saúde de 23 países desenvolvidos.
	MSCI World/Telecom Services NR USD	Índice que representa as empresas de média e grande capitalização do setor de telecomunicações de 23 países desenvolvidos.
	MSCI World/Utilities NR USD	Índice que representa as empresas de média e grande capitalização do setor de Utilities de 23 países desenvolvidos.
F. Obrigações Taxa Indexada Euro	Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return Index Value Unhedged EU	Índice que representa títulos de dívida empresarial de taxa fixa, denominados em euros, com vencimento superior a 1ano.
FIA de Obrigações		
Fundos de Obrigações Euro	Bloomberg Barclays EuroAgg Total Return Index Value Unhedged EUR	Índice de referência que mede o grau de investimento de títulos de taxa fixa denominados em euros, incluindo títulos de dívida soberana e corporativa.

Continua

**Tabela 3 - Benchmarks em estudo por categoria (continuação)**

<b><u>Categoria</u></b>	<b><u>Benchmark</u></b>	
Fundos PPR	Cat 75%Barclays EurAgg TR&75%FTSE Wld TR	Replica 75% do Índice Bloomberg Barclays EuroAgg Total Return Index Value Unhedged EUR
F. Multi-Activos Defensivos		
F.Multi-Activos Equilibrados	Cat 50%Barclays EurAgg TR&50%FTSE Wld TR	Replica 50% do Índice Bloomberg Barclays EuroAgg Total Return Index Value Unhedged EUR
Fundos PPR		
Fundos Flexíveis		
F. Multi-Activos Agressivos	Cat 25%Barclays EurAgg TR&25%FTSE Wld TR	Replica 25% do Índice Bloomberg Barclays EuroAgg Total Return Index Value Unhedged EUR
Fundos de Curto Prazo Euro	Fidelity Funds - Euro Cash Fund	Representa maioritariamente em títulos de dívida, visando proporcionar um retorno em linha com as taxas do mercado monetário, visando a segurança do capital investido.
FIA Multi-Activos	US Dollar Libor 6 Meses	Representa a taxa de juro média resultante de empréstimos entre uma seleção de bancos de Londres em dólares americanos com um prazo de 6meses.

Fonte: Elaboração própria

Na tabela seguinte representa-se uma síntese estatística das variáveis em estudo, onde será possível analisar o número de observações, a média, o mínimo e o máximo de cada variável por tipo de fundo.

**Tabela 4 - Síntese estatísticas das variáveis em estudo**

	<u>Tipo de fundo</u>	<u>N</u>	<u>Média</u>	<u>Mínimo</u>	<u>Máximo</u>
<u>Dimensão</u> <u>milhares euros</u>	Fundos Ações	296	29.900.000	968.479	338.108.307
	Fundos Obrigações	122	760.00.000	1.439.792	940.694.105
	Fundos Mistos	218	31.600.000	475.461	623.796.841
	Fundos Tesouraria	88	149.000.000	741.180	1.385.218.760
<u>Comissões</u>	Fundos Ações	296	1,91%	0,35%	3,04%
	Fundos Obrigações	122	0,97%	0,31%	2,65%
	Fundos Mistos	218	1,69%	0,11%	4,16%
	Fundos Tesouraria	88	0,58%	0,16%	0,92%
<u>Idade (anos)</u>	Fundos Ações	296	11,78	0	26
	Fundos Obrigações	122	12,09	0	23
	Fundos Mistos	218	8,83	0	21
	Fundos Tesouraria	88	8,99	0	26
<u>Risco</u>	Fundos Ações	291	5,27	2	7
	Fundos Obrigações	117	2,26	1	4
	Fundos Mistos	211	3,40	2	6
	Fundos Tesouraria	83	1,19	1	3
<u>Rotação</u>	Fundos Ações	296	212%	0%	1720%
	Fundos Obrigações	122	309%	20%	3837%
	Fundos Mistos	218	161%	10%	2061%
	Fundos Tesouraria	85	216%	0%	3070%
<u>Euribor</u>	Fundos Ações	296	1,17%	-0,34%	4,28%
	Fundos Obrigações	122	1,07%	-0,34%	4,28%
	Fundos Mistos	218	1,06%	-0,34%	4,28%
	Fundos Tesouraria	88	0,83%	-0,34%	4,28%
<u>Benchmark</u>	Fundos Ações	296	2,46%	-74,54%	62,52%
	Fundos Obrigações	122	3,61%	-5,22%	14,40%
	Fundos Mistos	218	3,77%	-48,37%	35,40%
	Fundos Tesouraria	88	0,72%	-5,22%	14,40%
<u>Alfa</u>	Fundos Ações	296	-0,01%	-53,24%	20,88%
	Fundos Obrigações	122	-0,82%	-19,91%	58,93%
	Fundos Mistos	218	-0,97%	-43,60%	16,15%
	Fundos Tesouraria	88	1,08%	-14,50%	11,47%

Fonte: Dados estatísticos descritivos sumariados, retirados da função “sum” do Stata

Na amostra em estudo é possível aferir que os fundos de ações são os que apresentam um maior número de observações, possivelmente, devido à sua política de investimento mais agressiva, tornando-o um dos produtos mais procurados por parte dos investidores menos conservadores, levando as sociedades gestoras a intensificar a sua oferta neste tipo de portfólios, uma vez que conseguem obter margens superiores, praticando comissões mais elevadas. Aparentemente, esta categoria dá indícios de ser menos procurada pelo investidor em geral, uma vez que apresenta um menor valor sob gestão. Também é possível constatar que são os que mais tempo se mantêm em atividade, em média 12 anos, juntamente com os fundos de obrigações.

Contrariando esta tendência, os fundos de tesouraria são os que continuam a ser mais procurados, em detrimento das outras tipologias, obtendo um maior valor sob gestão e apresentado custos de gestão mais reduzidos.

Os fundos de tesouraria foram os únicos que, no período da amostra, apresentam um retorno positivo e superior ao Índice de Mercado. Todas as outras tipologias ficaram aquém das expectativas, com retornos negativos e muito inferiores ao Índice de Mercado associado.

Após análise, será apresentado o modelo proposto:

$$\alpha_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{dim}_{i,t} + \beta_2 \text{com}_{i,t} + \beta_3 \text{id}_{i,t} + \beta_4 \text{ris}_{i,t} + \beta_5 \text{rot}_{i,t} + \beta_6 \text{eur}_{i,t} + \sum_{j=1}^{20} \beta_{7+j} \text{Bench } j + \beta_{28} \text{valbench}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(Fórmula 5)

Em que:

i - Fundo i

t - Período de tempo t;

$\alpha$  - Alfa anual do fundo i no momento t;

$\beta_{i,t}$  - Coeficientes derivados de regressão linear via OLS e respeitantes a cada variável e que medem a sensibilidade da variável dependente a uma alteração na variável independente correspondente ao fundo i e no período t;

dim - Montante sob gestão do fundo i no momento t;

com - Taxa global cobrada do fundo i no momento t;

id - Número de anos do fundo i no momento t;

ris- Classe de risco associada do fundo i no momento t;

rot - Rotação média da carteira do fundo i no momento t;

eur - Taxa da EURIBOR do fundo i no momento t;

bench - Nome do *benchmark* associado do fundo i;

valbench - Rentabilidade do *benchmark* associado do fundo i no momento t;

Os valores apresentados tiveram por base, dados anuais e serão analisados recorrendo a técnicas de inferência estatística, dados em painel, também conhecidos por dados longitudinais, Dahlquist et al. (2000). Para isso recorreu-se ao software estatístico Stata/IC 15.

O recurso aos dados em painel permite observar os dados da amostra ao longo do tempo para um conjunto de indivíduos, existindo um maior controlo da heterogeneidade dos sujeitos, sendo possível obter mais informações e maior variabilidade sobre a amostra, aumentando os graus de liberdade, reduzindo dessa forma problemas de multicolineariedade e possibilitando o aumento do seu tamanho, enriquecendo a análise empírica. Através dos dados em painel existe um maior domínio do impacto das variáveis omitidas podendo, dessa forma, controlar-se mais facilmente o efeito da falta

de informação quando a amostra não se encontra balanceada, uma vez que tem a possibilidade de a eliminar (Hsiao, 1999). Contudo também se verificam algumas condicionantes no recurso aos dados em painel, uma vez que a estimação do modelo pode ser dificultada pela heterogeneidade dos dados, provocada pelas diferenças entre os indivíduos. Um outro motivo é a escolha e organização dos dados da amostra em função da informação disponível, podendo distorcer os resultados, Baltagi (1995).

Para a realização dos testes, utilizou-se inicialmente os comandos Stata xtreg para os estimadores de regressão de efeitos fixos e de efeitos aleatórios, sendo que nos efeitos fixos, a estimação é feita assumindo que a heterogeneidade dos indivíduos se capta na parte constante, que é diferente de indivíduo para indivíduo, Mesquita (2014). Por sua vez os efeitos aleatórios assumem a heterogeneidade dos indivíduos de forma aleatória na independência dos erros, ou seja, as observações não estão correlacionadas, Greene (2002).

Realizou-se o Teste de Hausman para se aferir qual o modelo mais adequado para a elaboração do estudo e concluiu-se que seria o estimador de regressão efeitos fixos, apesar de reduzir os graus de liberdade com a presença de variáveis dummies. O teste Hausman, rejeitou a hipótese  $H_0$  (efeitos aleatórios), concluindo que os estimadores de efeitos fixos são preferíveis em detrimento dos efeitos aleatórios. Para efetuar a estimação foi utilizado o Modelo das Variáveis Centradas, que consiste em centrar todas as variáveis e eliminar as variáveis que se mantem constantes.

## 4.2 – Descrição dos Dados

Nesta seção irá ser abordada a descrição da amostra em estudo, bem como as fontes utilizadas para recolha de informação. Posteriormente serão apresentadas a variável dependente e as variáveis explicativas do modelo, sendo efetuada uma breve apresentação de cada uma bem como o método de cálculo.

### 4.2.1 - Amostra

A amostra será composta por 78 fundos de investimento mobiliários (ver apêndice) ativos em Portugal (geridos e comercializados por entidades domiciliadas em território nacional), num total de 10 anos, entre o período de 2006 e 2016. Os fundos foram identificados através do *site* da APFIPP e CMVM, considerando-se os fundos que a 31 de Dezembro de 2016 se encontravam em atividade.

O principal motivo para a amostra iniciar em 2006, deveu-se ao fato de verificarmos que nos anos anteriores a 2004/2006 a recolha de informação necessária para a elaboração deste estudo seria de difícil obtenção, se não impossível, uma vez que só após este período as entidades gestoras passaram a ser obrigadas a melhorar e a aumentar a informação disponível em matéria de fundos de investimento, através dos prospectos e relatórios e contas. De acordo com a literatura revista, conclui-se que através de 10 anos de análise é possível obter conclusões consistentes. Foram consideradas no total 724 observações (ano/fundo).

Para obtermos informações sobre as características de cada fundo, recorreremos a diversas fontes, sendo que a rentabilidade de cada fundo e o dividendo distribuído foi obtida junto a APFIPP, mediante autorização prévia das entidades gestoras, ou através da IM Gestão de Ativos, S.A. (IMGGA) no caso do Millennium BCP (Banco Comercial Português). O valor líquido global, o volume, a rotação da carteira, número de anos do fundo, tipo de fundo, comissão e risco foram recolhidos através da análise individual dos prospectos e relatórios e contas disponíveis no *site* da CMVM. A Euribor foi obtida no *site* Instituto Europeu dos Mercados Monetários (EMMI). O *benchmark* associado a

cada fundo foi de acordo com a classificação da *Morningstar*<sup>6</sup> e o seu valor foi obtido junto da Bloomberg<sup>7</sup>.

Na sequência do estudo elaborado por Dahlquist et al. (2000), os fundos foram classificados por tipologias e subcategorias, de forma a poder evidenciar possíveis relações com o desempenho.

De acordo com os critérios aplicados pela CMVM na sua página e no prospeto de cada fundo, foi possível classificá-los quanto à tipologia em:

- Fundos de Ações;
- Fundos Mistos;
- Fundos de Obrigações;
- Fundos de Tesouraria;

Os ativos são classificados de acordo com a composição da carteira de fundos de investimento, obrigando dessa forma a revisões periódicas, uma vez que podem sofrer alterações relevantes na política de investimento convencionada, sendo necessário efetuar os devidos ajustes.

Segundo estudo elaborado pela APFIPP c), os fundos de ações investem no mínimo 80% da carteira em ações emitidas de acordo com a política de investimento, os fundos de obrigações investem no mínimo 80% da carteira em obrigações e/ou outros títulos representativos de dívida e os fundos de tesouraria em ativos caracterizados por elevada liquidez, sendo que mais de 50% da carteira deve estar investido em valores mobiliários e depósitos a prazo com um vencimento inferior a um ano, onde não são permitidos investimentos em ações.

---

<sup>6</sup> “Morningstar, Inc. é uma empresa provedora independente de dados e análise de investimentos com sede em Chicago, Illinois, nos Estados Unidos. Foi fundada em 1984 por Joe Mansueto”.

<sup>7</sup> “Nasceu em 1981, a Bloomberg é uma empresa voltada para o futuro, focada na construção de produtos e soluções que são necessárias para o século XXI. Como uma empresa global de informações e tecnologia, ligamos decisões de mercado a uma rede dinâmica de dados, pessoas e ideias, fornecendo informações comerciais e financeiras, notícias e insights para clientes em todo o mundo”. Cotação do *Benchmark* retirado no *site*: [www.bloomberg.com/europe](http://www.bloomberg.com/europe), em 5 de Janeiro de 2018.

Recorrendo à APFIPP c) foram classificados em subcategorias:

- Fundos PPR (Plano Poupança Reforma);
- Fundos Flexíveis;
- Fundos de Obrigações Internacionais;
- Fundos Ações União Europeia, Suíça e Noruega;
- Fundos de Obrigações Euro;
- Fundos Multi Ativo;
- Fundos de Curto Prazo;
- Fundos de Ações América do Norte;
- Fundos de Ações Nacionais;
- Fundos de Obrigações Taxa Indexada;
- Fundos de Ações Setoriais;
- Outros Fundos de Ações Internacionais;
- Fundos PPA (Plano Poupanças Ações);
- FIA (Fundo de Investimento Alternativo) Retorno Absoluto;
- Outros FIA;
- FIA Obrigações;

Na tabela 5 será apresentada uma síntese detalhada sobre a tipologia e a subcategoria dos fundos da amostra.

**Tabela 5 - Síntese da distribuição do número de fundos por categoria e subcategorias**

Tipologia / Subcategoria	Nº de Fundos	
<b>Fundos de Ações</b>	<b>29</b>	
Fundos PPR	1	3%
Fundos Flexíveis	1	3%
Fundos Ações União Europeia, Suíça e Noruega	6	21%
Fundos de Ações América do Norte	2	7%
Fundos de Ações Nacionais	2	7%
Fundos de Ações Setoriais	6	21%
Outros Fundos de Ações Internacionais	7	24%
Fundos Multi Ativos	3	10%
Fundos PPA	1	3%
<b>Fundos Mistos</b>	<b>25</b>	
Fundos PPR	7	28%
Fundos Flexíveis	1	4%
Fundos Multi Ativos	14	56%
Outos FIA	2	8%
FIA Retorno Absoluto	1	4%
<b>Fundos de Obrigações</b>	<b>14</b>	
Fundos de Obrigações Internacionais	1	7%
Fundos de Obrigações Euro	6	43%
Fundos de Obrigações Taxa Indexada	4	29%
FIA Obrigações	1	7%
Fundos PPR	1	7%
Fundos de Curto Prazo	1	7%
<b>Fundos de Tesouraria</b>	<b>10</b>	
Fundos de Curto Prazo	10	100%

Fonte: Elaboração própria

Através da tabela 5 é possível evidenciar que grande parte da amostra recolhida se concentra maioritariamente nos Fundos de Ações e nos Fundos Mistos, representando

cerca de 70% do valor total, cabendo cerca de 30% aos Fundos de Obrigações e Fundos de Tesouraria, ou seja 54 e 24 fundos respetivamente.

Dos 29 Fundos de Ações observados, verifica-se que 45% da amostra concentra-se sobretudo em Fundos de Ações União Europeia, Suíça e Noruega, Fundos de Ações Sectoriais e Outros Fundos de Ações Internacionais. Por sua vez, dos 25 Fundos Mistos que compõem a amostra, mais de 50% incide sobre Fundos Multi Ativos. Nos 14 fundos de obrigações, destacam-se os Fundos de Obrigações Euro, com uma percentagem de 43%.

## **Capítulo 5 – Resultados Empíricos**



Neste capítulo será analisada a significância estatística dos indutores que condicionam o desempenho dos fundos de investimento, com recurso a um modelo de regressão multi-factorial, tendo por base a medida de Jensen (1968) com as devidas adaptações, em linha com outros estudos, nomeadamente Dahlquist et al. (2000) e Low (2012).

**Tabela 6 - Resultados obtidos com a estimação para a amostra em estudo**

<b><u>alpha</u></b>	<b>Coef.</b>	<b>Std. Err.</b>	<b>t</b>	<b>P&gt; t </b>	<b>[95% Conf.Interval]</b>	
logvlgf	.0087619	.0048758	1.80	<b>0.076</b>	-.0009512	.0184749
rotinv	.0025223	.0012987	1.94	<b>0.056</b>	-.0000649	.0051095
loganos	-.0333852	.0136733	-2.44	<b>0.017</b>	-.0606238	-.0061465
com	4.527684	2.144573	2.11	<b>0.038</b>	.2554746	8.799893
risco	-.034677	.0074635	-4.65	<b>0.000</b>	-.049545	-.019809
eur	-3.199225	.5663686	-5.65	<b>0.000</b>	-4.327489	-2.070961
bench6	.054143	.0711358	0.76	0.449	-.0875668	.1958528
bench7	-.0111218	.0382506	-0.29	0.772	-.0873208	.0650772
bench8	.0787166	.0441488	1.78	<b>0.079</b>	-.0092323	.1666656
bench9	.0399159	.045023	0.89	0.378	-.0497745	.1296064
bench10	-.0272898	.0123418	-2.21	<b>0.030</b>	-.0518759	-.0027037
bench11	.0893368	.0323654	2.76	<b>0.007</b>	.0248616	.153812

Continua

**Tabela 6 - Apresenta os resultados obtidos para a amostra em estudo (continuação)**

<u>alpha</u>	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf.Interval]	
bench13	.1537231	.0600484	2.56	<b>0.012</b>	.0341005	.2733458
bench14	-.0143741	.0467428	-0.31	0.759	-.1074905	.0787423
bench15	.0537417	.0430297	1.25	0.216	-.0319779	.1394614
bench16	-.0356554	.0104068	-3.43	<b>0.001</b>	-.0563868	-.0149241
bench17	-.0378052	.0107908	-3.50	<b>0.001</b>	-.0593015	-.0163088
bench18	.1071743	.0363209	2.95	<b>0.004</b>	.0348193	.1795293
bench19	.1198164	.0218853	5.47	<b>0.000</b>	.0762187	.1634141
logvalbe nch	-.0029238	.0040798	-0.72	0.476	-.0110512	.0052036
_cons	-.0134808	.0742115	-0.18	0.856	-.1613176	.134356
sigma_u	.05848266					
sigma_e	.07629642					
rho	.37009913					
R-sq:						
	within	0.2416				
	between	0.1071				
	overall	0.1247				
	Number of obs	533				
	corr(u_i, Xb)	-0.6951				

Fonte: Resultados obtidos no programa Stata

Foram incluídas algumas variáveis dummies de forma a poder capturar o seu potencial efeito e contributo para o modelo, bem como a sua influência sobre o desempenho. Dessa forma, procedeu-se à transformação das variáveis qualitativas em variáveis binárias.

Após análise dos resultados é possível aferir para uma significância ao nível de 10%, um pvalue <0.1 para as variáveis logaritmo da dimensão, inversa da rotação e

*benchmarks* S&P 500; um nível de significância de 5% ( $pvalue < 0,05$ ) para o logaritmo da idade do fundo, *benchmark* MSCI World Financials Index e Russell 1000 Growth e comissão e de 1% de significância para o risco, Euribor e *benchmarks* MSCI EM, Bloomberg Barclay Euro Aggregat Corporat Total Return Index, MSCI Spain MSCI World Health Care e MSCI World/Telecom Services.

Realce-se que a dimensão ao apresentar um *pvalue* de cerca de 7% pode não ser estatisticamente significativo em face dos atuais padrões estatísticos para a justificação do desempenho, contudo, iremos abordar a sua justificação na potencial influência no desempenho tendo isso em conta. Já a rotação apresentando-se no limite da significância de 5% iremos considera-la como um fator influente no desempenho dos fundos.



## 5.1 – Discussão dos Resultados

Será efetuada uma interpretação dos resultados obtidos de acordo com a tabela 6 e a relação entre as variáveis em estudo e o desempenho.

De acordo com os resultados obtidos, e sem prejuízo da pouca relevância estatística, a dimensão (*logvlgf*) poderá evidenciar uma relação positiva com o desempenho. Verifica-se que os fundos de maior dimensão apresentam rentabilidades superiores, em linha com os resultados obtidos por Ciccotello (1996), Dietze et al. (2009) e Ferreira et al. (2012). Sugere a ideia que os fundos com maior volume sob gestão beneficiam de economias de escala, uma vez que os custos fixos podem ser repartidos por um maior leque de ativos e usufruir de melhores oportunidades de investimento, disponíveis unicamente para fundos de maior dimensão, contrariando as conclusões de Indro et al. (1999), Bessler et al. (2016), Stafylas et al. (2016) e Hornstein et al. (2016). Segundo estes autores, os fundos de maior dimensão podem apresentar problemas de liquidez em mercados poucos líquidos, bem como não beneficiarem de economias de escala, sugerindo que os fundos, após atingirem uma dimensão ideal, apresentam retornos marginais negativos. Também encontraram evidências que com o aumento da dimensão existe uma tendência para contratar novos gestores, podendo provocar conflitos na gestão à medida que a equipa cresce.

Para Prather et al. (2004), Low (2012), Makni et al. (2016) e Phillips et al. (2017) não há qualquer relação entre a dimensão e o desempenho, concluindo que a dimensão não deve ser um critério de seleção dos fundos para um portfólio.

Analisando os resultados da inversa da rotação (*rotinv*) é possível aferir que a rotação tem um impacto negativo sobre a rentabilidade, uma vez que à medida que aumenta o volume de negociação de ativos o desempenho vai diminuindo. Um aumento do diferencial entre o preço de compra e venda (*spread*) e uma maior rotação de carteira implica mais custos de transação, não sendo compensados pela rentabilidade, também de acordo com o estudo realizado por Malkiel (1995) e Carhart (1997). Estas conclusões divergem dos resultados obtidos por Grinblatt et al. (1994), Wermers et al. (2000) e Cici et al. (2017), entre outros, associando a uma maior rotação um melhor desempenho, em

virtude de os gestores serem capazes de encontrar ativos subavaliados, conseguindo detetar boas oportunidades de investimento. Também evidenciam que o aumento do volume de transações está associado a uma maior eficiência, reduzindo os custos de negociação. Ippolito (1989) e Low (2012) não encontram qualquer relação entre a rotação e o desempenho.

Para a idade (*loganos*) encontram-se evidências de uma relação negativa entre a idade do fundo e o seu desempenho. De acordo com o estudo realizado por Otten et al. (2002) e Ferreira et al. (2012) e Stafylas et al. (2016), sugere-se que os fundos recentes tendem a ter um melhor desempenho do que os fundos que se encontram em atividade há mais anos, uma vez que os fundos mais jovens desenvolvem estratégias para sobreviver no mercado, conseguindo detetar melhores oportunidades de investimento. Estes resultados contrariam as conclusões obtidas por Gregory et al. (1997) e Bauer (2005) e Makni et al. (2016), uma vez que os fundos mais jovens necessitam de investir mais em publicidade e em pesquisas de melhores oportunidades de investimento. Também evidenciam que apresentam um menor poder de negociação nas transações de ativos e que passam por um período de aprendizagem, estando mais expostos ao risco, investindo num menor número de ativos. Os fundos mais velhos apresentam uma estrutura de custos mais estável e melhor eficiência operacional, Por outro lado, Prather et al. (2004) e Low (2012) concluem que não há relação entre a idade e o desempenho.

Os resultados mostram que a comissão (*com*) tem um impacto positivo no desempenho dos fundos, em linha com os resultados obtidos por Droms et al. (1996), Moneta (2015), Stafylas et al. (2016) e Makni et al. (2016), onde as comissões mais elevadas estão associadas a desempenhos superiores, uma vez que os gestores conseguem geralmente um retorno suficiente para pagar os seus honorários e custos de transação. A experiência do gestor também pode ser um fator importante para um melhor desempenho. Por seu lado, Dahlquist et al. (2000) e Gil-Bazo et al. (2009) e Drago et al. (2010), concluem que os fundos com comissões mais elevadas tendem a ter um desempenho inferior em relação aos fundos com comissões mais baixas. Também verificam que alguns fundos antes da dedução das comissões apresentam um melhor desempenho, contudo não sendo suficiente para cobrir as comissões, indicando que os fundos praticam comissões

muito caras face ao retorno obtido. Também concluem que os gestores oportunamente alteram as políticas de investimento com o objetivo de aumentar os incentivos, mas por vezes estes esforços são fracassados. Por outro lado, Low (2012) e Leite e Cortez (2017) não encontraram qualquer relação. No nosso caso, as comissões representando a remuneração de quem os gerem pode inferir-se que os melhores fundos com melhor performance deverão ser mais bem comissionados.

Os resultados indicam que a classe de risco (*risco*) apresenta uma relação negativa com o desempenho, em linha com os resultados obtidos por Golec (1996), uma vez que o risco de uma carteira está dependente das preferências e idades dos gestores, concluindo que o aumento do risco não se traduz num retorno superior, contrariando desta forma o que seria esperado pela Teoria da Carteira de Markowitz.

Contrariando estas conclusões, Low (2012) e Babalos et al. (2015) encontraram evidências que os fundos com um nível de risco superior apresentam um melhor desempenho, uma vez que os gestores de risco são mais eficientes e conseguem atrair mais investidores.

Para a Euribor (*eur*) os resultados mostram evidências de que tem um impacto negativo sobre o desempenho, de acordo com o estudo realizado por Redman et al. (2007), onde encontrou evidências de um melhor desempenho em ciclos de descida de taxas de juros impostas pela Reserva Federal Americana. Como seria de esperar, em subidas da Euribor os fundos apresentam uma menor rentabilidade, nomeadamente os relacionados com ativos de rendimento fixo. No caso de ações, as expectativas de subida de juros aumentam os potenciais encargos de financiamento, diminuindo os lucros das empresas, mas também aumentam as taxas de desconto ou de atualização dos fluxos, diminuindo o valor dos ativos. Leite e Cortez (2009), não encontraram qualquer relação.

Os resultados sugerem uma relação positiva entre o *benchmark* S&P 500, MSCI EM, Russell 1000 Growth, MSCI World/Health Care/Telecom Services e o desempenho, em linha com as conclusões obtidas por Grinblatt et al. (1989) e Clare (2015), onde encontraram evidências que alguns gestores conseguem superar o índice de mercado. Concluíram um melhor desempenho nos fundos com uma comissão de gestão mais

reduzida, com menor volume de liquidez e em fundos geridos por um único gestor. Por sua vez, o *benchmark* MSCI World/Financials e Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return Index Value Unhedged EU evidenciam uma relação negativa com o desempenho, no seguimento dos estudos efetuados por Ferson et Schadat (1996), Berk et al. (2004) e Dietze et al. (2009), que concluem que a rentabilidade do fundo não acompanha o benchmark, contudo, este fracasso não deve ser entendido com um indicador de falta de habilidade do gestor. Sugerem que esta situação pode ser influenciada pelo aumento dos custos de transação.

## **Capítulo 6 – Conclusões**



Este estudo incide sobre a rendibilidade dos fundos de investimento no mercado português e diferencia-se da investigação que tem sido desenvolvida em torno desta temática pelo número significativo de variáveis explicativas que utiliza, pela dimensão da amostra e pelo espaço temporal de análise.

Os resultados obtidos sugerem que os fundos negociados em Portugal de maior dimensão possuem mais recursos financeiros para investir em publicidade, podendo mais facilmente divulgar os seus fundos juntos dos investidores e para investir na contratação de novos e melhores gestores, de forma a poderem encontrar melhores soluções de investimento e diversificação de carteiras, influenciando positivamente as comissões, uma vez que beneficiam de economias de escala, repartindo os custos fixos entre os vários fundos sob gestão.

Os resultados indicam também que o investidor deve procurar fundos de gestão passiva, reduzindo dessa forma os custos de transação, bem como fundos mais jovens, que numa fase inicial evidenciam ter um melhor desempenho.

No que diz respeito à classe de risco os resultados obtidos indicam que os fundos com um risco mais elevado estabelecem uma relação inversa com a rendibilidade.

Perante ciclos de subida de taxa de juro encontram-se evidências de uma diminuição de desempenho, sugerindo a necessidade de adotar comportamentos mais conservadores na seleção dos ativos, nomeadamente na compra de obrigações de taxa fixa e de ações.

Atendendo à reduzida investigação que se tem desenvolvido no contexto dos fundos de investimento em Portugal, aliada ao facto de no presente estudo terem sido utilizadas um número significativo de variáveis explicativas e um horizonte temporal alargado, leva-nos a concluir que esta investigação possa ter contribuído para aprofundar o estudo destas questões

Ao terminar este trabalho, para além de referimos algumas limitações, sugerem-se também linhas de investigação que podem merecer a atenção de trabalhos futuros.

Como principal limitação deste estudo realça-se a dificuldade de recolha de informação, pelas limitações impostas pela legislação atual da proteção de dados, que limitou o âmbito e a aprofundidade da análise. Ao elegermos o contexto português deparamo-nos com constrangimentos, face a trabalhos desenvolvidos em contextos mais desenvolvidos e onde esta temática tem vindo a ser estudada há mais tempo.

Face às limitações apresentadas, pensamos que deve ser desenvolvida investigação adicional no sentido de aferir em que medida as características dos gestores de fundos, nomeadamente, a idade, o sexo, as habilitações académicas, a experiência profissional e o excesso de confiança dentro das finanças comportamentais condicionam a rendibilidade dos fundos. Por fim, seria interessante comparar, em diferentes contextos institucionais, o papel que os indutores identificados neste trabalho desempenham na rendibilidade dos fundos de investimento.

# Referências

Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, APFIP (2007,2008,2009,2010,2011,2012,2013,2014,2015,2016) a); “Relatório Estatístico Mensal”, Recuperado em Maio de 2018 a partir de: [http://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=AP&ItemCode=AP\\_PE&name=Publica%C3%A7%C3%B5es#MrrFIMFPA](http://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=AP&ItemCode=AP_PE&name=Publica%C3%A7%C3%B5es#MrrFIMFPA)

Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, APFIP (2007,2008,2009,2010,2011,2012,2013,2014,2015,2016) b); “Medidas de Rendibilidade e risco”, Recuperado em Maio de 2018 a partir de: [http://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=AP&ItemCode=AP\\_PE&name=Publica%C3%A7%C3%B5es#MrFII](http://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=AP&ItemCode=AP_PE&name=Publica%C3%A7%C3%B5es#MrFII)

Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, APFIP (Dezembro 2017) c); “Relatório Estatístico Mensal Dos Fundos de Investimento Mobiliário”, Recuperado em Maio de 2018 a partir de: [http://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=AP&ItemCode=AP\\_PE&name=Publica%C3%A7%C3%B5es#RelFIM](http://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=AP&ItemCode=AP_PE&name=Publica%C3%A7%C3%B5es#RelFIM)

Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, APFIP (2018), “Fundos em Stividade”, Recuperado em Maio de 2018 a partir de: [http://www.apfipp.pt/fundos\\_act\\_det.aspx?MenuCode=FIM&ItemCode=FM\\_FA&fun=PT](http://www.apfipp.pt/fundos_act_det.aspx?MenuCode=FIM&ItemCode=FM_FA&fun=PT)

Babalos, V.; Caporale, M. G.; Philippas, N. (2015), “Gender, style diversity, and their effect on fund performance”. *Research in International Business and Finance*, Vol. 35, pp. 57–74.

Babalos, B.; Mamatzakis, C. E.; Matousek, R. (2015), “The performance of US equity mutual funds”. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 52, pp. 217–229.

Baltagi, B. H. (1995), “Econometric Analysis of Panel Data”. 1nd Edition, Wiley & Sons, West Sussex.

Bauer, R. (2005), “International evidence on ethical mutual fund performance and investment style”. *Journal of banking & Finance*, Vol. 29, No. 7, pp. 1751-1767.

Berk, J. B. e Green, R.C. (2004), “Mutual Fund Flows and Performance in Rational. Markets”. *Journal of Political Economy*, Vol. 112, No.6, pp. 1269-1295.

Bessler, W.; Kryzanowski, L.; Kurmann, P. e Lückoff, P. (2016), “Capacity effects and winner fund performance: the relevance and interactions of fund size and family characteristics”. *The European Journal of Finance*, forthcoming, Vol. 22, No. 1, pp.1–27.

Blake, D. e Timmermann, A. (1998), “Mutual Fund Performance: Evidence from the UK”. *European Finance Review*, Vol. 2, pp.57-67.

Carhart, M. M (1997), “On Persistence in Mutual Fund Performance”. *The Journal of Finance*, Vol. LII, No.1, pp. 57-82.

Categoria do Benchmark retirada do site da Morningstar: <http://tools.morningstar.pt/pt/fundscreener/default.aspx?Site=pt&LanguageId=pt-PT>, em Outubro de 2017.

Clare, A., (2017), “The performance of long-serving fund managers”. *International Review of Financial Analysis* Vol.52, pp. 152–159.

Chen, J.; Hong, H.; Huang, M. e Kubik, J. D. (2004), “Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance? The role of Liquidity and Organization”. *The American Economic Review*, Vol. 94, No. 5, pp. 1276-1302.

Ciccotello, C.S. (1996), “Equity Fund Size and Growth: Implications for Performance and Selection”. *Financial Services Review*, Vol.5, No.1, pp. 1-12.

Cici, G.; Dahm, L. K. e Kempf, A. (2018), “Trading efficiency of fund families: Impact on fund performance and investment behavior”. Journal of Banking and Finance Vol. 88, pp. 1–14.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, CMVM a); “Estudo sobre Indústria de Fundos de Investimento em Portugal”, Recuperado em Maio de 2018 a partir de

[http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/EstudosEWorkingPapers/Pages/20020919\\_ifip\\_I2.aspx](http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/EstudosEWorkingPapers/Pages/20020919_ifip_I2.aspx)

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, CMVM (2002) b); “Estudo sobre Indústria de Fundos de Investimento em Portugal”, Recuperado em Maio de 2018 a partir

de [http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/EstudosEWorkingPapers/Pages/20020919\\_ifip\\_I3.aspx](http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/EstudosEWorkingPapers/Pages/20020919_ifip_I3.aspx)

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, CMVM c); “Evolução da Indústria dos Fundos de Investimento Mobiliário”, Recuperado em Maio de 2018 a partir de

[http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Brochuras/Pages/Fundos99\\_Pt\\_3.aspx](http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Brochuras/Pages/Fundos99_Pt_3.aspx)

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, CMVM (2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016) d); “Estatísticas periódicas Fundos de Investimento Mobiliário”, Recuperado em Maio de 2018 a partir de <http://www.cmvm.pt/pt/Estatisticas/EstatisticasPeriodicas/FundosDeInvestimentoMobiliario/Pages/Dezembro2013.aspx?shpage=FundosDeInvestimentoMobiliario>

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, CMVM (2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016) e); “Estatísticas – Indicadores Mensais do Mercado de Capitais Português”, Recuperado em Maio de 2018 a partir de

<http://www.cmvm.pt/pt/Estatisticas/EstatisticasPeriodicas/IndicadoresMensaisDoMercadoDeCapitaisPortugues/Pages/20080102a.aspx?shpage=IndicadoresMensaisDoMercadoDeCapitaisPortugues>.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, CMVM (2009 f); Estudos da CMVM N°4”, Recuperado em Maio de 2018 a partir de: [http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Estudos/EmArquivo/Documents/Volatilidade\\_QestoesMetodologicas.pdf](http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Estudos/EmArquivo/Documents/Volatilidade_QestoesMetodologicas.pdf)

Cotação do *Benchmark* retirado no site: [www.bloomberg.com/europe](http://www.bloomberg.com/europe), em 5 de Janeiro de 2018

Dahlquist, M; Engstrom, S. e Soderlind, P. (2000), “Performance and Characteristics of Swedish Mutual Funds”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, No.3, pp. 409-423.

Decreto de Lei n.º 46302/65, Ministério das Finanças – Gabinete do Ministro, Diário do Governo n.º 92/1965, Série I de 1965-04-27.

Decreto de Lei n.º 47571/67, Ministério do Ultramar - Gabinete do Ministro, Diário do Governo n.º 52/1967, Série I de 1967-03-02.

Dietze, L. H.; Entrop, O. e Wilkens, M. (2009), “The performance of investment grade corporate bond funds: evidence from the European market”. *The European Journal of Finance*, Vol.15, No. 2, pp. 191–20.9.

Drago, D.; Lazzari, V. e Navone, M. (2010), “Mutual Fund Incentive Fees: Determinants and Effects”. *Financial Management*, Spring 2010, pp. 365 – 392.

Droms, W. G. e Walker, D. A. (1996), “Mutual Fund Investment Performance”. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 36, No. 3, pp. 347-363.

European Money Markets Institute, EMMI (1998 a 2017); Euribor Rates, Recuperado em Maio de 2018 a partir de: <https://www.emmi-benchmarks.eu/euribor-org/euribor-rates.html>

Ferreira, M. A.; Keswani, A.; Miguel, A.F. e Ramos, S. B. (2012), “The flowperformance relationship around the world”. *Journal of Banking & Finance*, Vol.36, pp. 1759-1780.

Ferson, W. E. e Schadt, R. W. (1996), “Measuring fund strategy and performance in changing economic conditions”. *Journal of Finance*, Vol.51, pp. 425–462.

Gil-Bazo, J. e Ruiz-Verdu, P. (2009), “Yet another puzzle? The relation between price and performance in the mutual fund industry”. *Journal of Finance*, Vol.64, pp. 2153-2183.

Hsiao, C., (1986), “Analysis of panel data”. Cambridge: Cambridge University Press.

Hornstein, A. S. e Hounsell, J. (2016), “Managerial investment in mutual funds: Determinants and performance implications”. *Journal of Economics and Business* Vol.87, pp. 18–34.

Ippolito, R. (1989), “Efficiency with Costly Information: a Study of Mutual Fund Performance, 1965-1984”. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. CIV, Issue 1, pp. 1-23.

Jensen, M.C. (1968), "The performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964". *Journal of Finance*, Vol. 23, pp. 389-416.

Leite, P., Cortez, M. e Armada, M. (2009), “Measuring fund performance using multi-factor models: evidence for the Portuguese market”. *International Journal of Business*, Vol. 14, No. 3, pp. 175-198.

Leite, P., e Cortez, M. C. (2017), “The conditional performance of Euro bond funds: evidence from Portugal during the debt crisis”. *Revista Espanola De Financiacion y Contabilidad/Spanish Journal of Finance and Accounting*, Vol. 46, No. 2, pp. 212-226.

Fama, Eugene F., e Kenneth R. French, (1993), “Common risk factors in the returns on bonds and stocks”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, pp. 3-53.

Glosten, L., e Harris, L. (1988), “Estimating the components of the bid-ask spread”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, pp.123-142.

Golec, J.H (1996), “The Effects of Mutual Fund Managers’ Characteristics on Their Portfolio Performance, Risk and Fees”. *Financial Services Review*, Vol. 5, No. 2, pp. 133-148.

Greene, W. (2002), “Econometric Analysis”. 5th Edition, Prentice Hall, New Jersey.

Gregory, A., Matatko, J, e Luther, R. (1997), “Ethical unit trust financial performance: Small company effects and fund size effects”. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.24, pp. 705-725.

Grinblatt, M. e Titman, S. (1989), “Portfolio Performance Evaluation: Old Issues and New Insights”. *The Review of Financial Studies*, Vol. 2, No. 3, pp. 393-421.

Grinblatt, M. e Titman, S. (1994), “A Study of Monthly Mutual Funds Returns and Performance Evaluation Techniques”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29, No. 3, pp. 419-444.

Hsiao, C. (1999), “Analysis of panel data, Second Edition”. Cambridge University Press, *Econometric Society Monographs*, No. 34.

Indro, D.C., Jiang, C.X.; Hu, M.Y. e Lee, W.Y. (1999), “Mutual Fund Performance: Does Fund Size Matter?”. *Financial Analysts Journal*, Vol. 55, No. 3, pp. 74-87.

Low, S. (2012), “On the Relation between Fund Performance and Characteristics of Malaysian Unit Trust Fund”. *Prague Economic Papers*, Vol. 21, No. 2, pp. 205-219.

Malkiel, B. G. (1995), “Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991”. *The Journal of Finance*, Vol. L, No. 2, pp. 549-572.

Makni, R., Benouda O. e Delhoumi E., (2016), “International evidence on Islamic equity fund characteristics and performance persistence”. *Review of Financial Economics*, Vol.31, pp. 75–82.

Markowitz, H. (1952), “Portfolio Selection”. *Journal of Finance*, Vol.7, No. 1, pp. 77-91.

Mesquita, K. H. C. (2014), “Heterogeneidade individual e o processo de valoração dos estados de saúde”. *Biblioteca Digital – UFMG*.

Moneta, F. (2015), “Measuring bond mutual fund performance with portfolio characteristics”. *Journal of Empirical Finance*, Vol. 33, pp. 223-242.

Otten, R. e Bams, D. (2002), “European Mutual Fund Performance”. *European Financial Management*, Vol. 8, No. 1, pp. 75-101.

Perold, A. e Robert Salomon (1991), “The Right Amount of Assets Under Management”. *Financial Analysts Journal*, vol. 47, pp. 31-39.

Peterson, J., Pietranico, P., Riepe, M., e Xu, F. (2001), “Explaining the performance of domestic equity mutual funds”. *Journal of Investing*, Vol.10, pp. 81-92.

Phillips, B., Pukthuanthong, K. e Rau, P. R. (2017), “Size does not matter: diseconomies of scale in the mutual fund industry revisited”. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 88, pp. 357–365.

Pires, (2011), “Mercados e Investimentos Financeiros”. 3ª Edição, Escolar Editora.

Pollet, J. e Wilson, M. (2008), “How does size affect mutual fund behavior?”. *Journal of Finance*, Vol.63, pp. 2841-2969.

Pordata, a); “Base de dados”, Recuperado em Maio 2018, a partir de <https://www.pordata.pt/DB/Portugal/Ambiente+de+Consulta/Tabela>

Prather, L., Bertin, W. J. e Henker, T. (2004), “Mutual funds characteristics, managerial attributes, and fund performance”. *Review of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 305-326.

Ramasamy, B., e Yeung, M. C. H. (2003), “Evaluating mutual funds in an emerging market: factors that matter to financial advisors”. *The International Journal of Bank Marketing*, Vol. 21, No. 3, pp. 122-136.

Romacho e Cortez (2006), “Timing and selectivity in Portuguese mutual fund performance”. *Research in International Business and Finance*. Vol. 20, pp. 348–368.

Sawick, J. e Finn, F. (2002), “Smart Money and Small Funds”. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.29, No.5, pp. 825-846.

Sharpe, W. F. (1964), “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk”. *The Journal of Finance*, Vol. XIX, No. 3, pp. 425-442.

Stafylas, D., Anderson, K. e Uddin, M. (2016), “Recent advances in hedge funds' performance attribution: Performance persistence and fundamental factors”. *International Review of Financial Analysis* Vol.43, pp. 48–61.

Treynor e Mazuy (1966), “How to rate management of investment funds”. *Harvard Business Review*, Vol.43, pp. 63-75.

Wermers, R. (2000), “Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs, and Expenses”. *The Journal of Finance*, Vol. LV, No. 4, pp. 1655-1695.

Yan, X. (2008), "Liquidity, investment style, and the relation between fund size and fund performance". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.43, pp. 741-768.



# Apêndice



## Apêndice 1 -Sociedades Gestoras e Fundos de investimento

Sociedades Gestoras	Fundos
<u>Banco Popular</u>	Popular Acções
	Popular Euro Obrigações
	Popular Global 25
	Popular Global 50
	Popular Global 75
	Popular Tesouraria
<u>Bankinter</u>	Bankinter PPR 20
	Bankinter PPR 35
	Bankinter PPR Acções 55
	Bankinter PPR Obrigações
<u>Caixa Gest</u>	Caixa Gest Acções Emergentes
	Caixa Gest Acções EUA
	Caixa Gest Acções Europa
	Caixa Gest Acções Japão
	Caixa Gest Acções Oriente
	Caixa Gest Acções Portugal
	Caixa Gest Acções Líder Globais
	Caixa Gest Curto Prazo
	Caixa Gest Energia Renováveis – FIA
	Caixa Gest Estratégia Equilibrada
	Caixa Gest Estratégias Alternativas
	Caixa Gest Liquidez

Continua

**Apêndice 2 -Sociedades Gestoras e Fundos em estudo (continuação)**

<b>Sociedades Gestoras</b>	<b>Fundos</b>
<u>Caixa Gest</u>	Caixa Gest Matérias Primas - FIA
	Caixa Gest Obrigações
	Caixa Gest Obrigações de Longo Prazo
	Caixa Gest Oportunidades – FIA
	Caixa Gest PPA
	Caixa Gest Private Equity – FIA
	Caixa Gest Rendimento Oriente – FIA
	Caixa Gest Seleção Global Defensivo
	Caixa Gest Seleção Global Dinâmico
	Caixa Gest Seleção Global Moderado
<u>Crédito Agrícola</u>	CA Curto Prazo
	CA Monetário
	CA Rendimento
<u>Dunas – Euro BIC</u>	Euro BIC Brasil
	Euro BIC Investimento
	Euro BIC Tesouraria
<u>IMGA – BCP</u>	IMGA Ações América
	IMGA Ações Portugal
	IMGA Euro Taxa Variável
	IMGA Euro Carteira
	IMGA Euro Financeiras
	IMGA Extra Tesouraria III
	IMGA Global Bond Selection

Continua

**Apêndice 3 -Sociedades Gestoras e Fundos em estudo (continuação)**

<b>Sociedades Gestoras</b>	<b>Fundos</b>
<u>IMGA – BCP</u>	IMGA Global Equities Selection
	IMGA High Yield Bond Selection
	IMGA Investimento PPR Ações
	IMGA Liquidez
	IMGA Mercados Emergentes
	IMGA Poupança PPR
	IMGA Prestige Conservador
	IMGA Prestige Moderado
	IMGA Prestige Valorização
	IMGA Rendimento Semestral
<u>Montepio</u>	Montepio Ações
	Montepio Ações Europa
	Montepio Ações Internacionais
	Montepio Capital
	Montepio Euro Energy
	Montepio Euro Financial Services
	Montepio Euro Healthcare
	Montepio Euro Telcos
	Montepio Euro Utilities
	Montepio Global
	Montepio Monetário de Curto Prazo
	Montepio Monetário Plus - FIA
	Montepio Multi Gestão Dinâmica

Continua

**Apêndice 4 -Sociedades Gestoras e Fundos em estudo (continuação)**

<b>Sociedades Gestoras</b>	<b>Fundos</b>
<u>Montepio</u>	Montepio Multi Gestão Equilibrado
	Montepio Multi Gestão Prudente
	Montepio Obrigações
	Montepio Taxa Fixa
	Montepio Tesouraria
	Multi Gestão Mercados Emergentes
<u>Optimize</u>	Optimize Capital Reforma PPR Ações
	Optimize Capital Reforma PPR Equilibrado
	Optimize Capital PPR Moderado
	Optimize Europa Obrigações
	Optimize Europa Valor
	Optimize Investimento Ativo

Fonte: Elaboração Própria