



As Capacidades de *Stock-Picking* no Sector dos Fundos de Investimento Mobiliário: um estudo empírico para o mercado accionista português

Jessica Soares Pedrosa

Orientação: Professor Doutor Júlio Lobão

Setembro, 2012

Dissertação de Mestrado em Finanças

Nota Biográfica

Jessica Soares Pedrosa nasceu na cidade de Genève em 28 de Outubro de 1989. Ingressou na Faculdade de Economia da Universidade do Porto em 2007, na qual se licenciou em Gestão em 2010. Após a conclusão da licenciatura, ingressou no Mestrado em Finanças, tendo concluído a componente curricular em Junho de 2011, com média final de 15 valores.

Agradecimentos

Os meus agradecimentos,

Ao Prof. Doutor Júlio Fernando Seara Sequeira da Mota Lobão, da Faculdade de Economia da Universidade do Porto, pela incansável orientação e aconselhamentos prestados, sem os quais não teria sido possível a realização desta dissertação.

Aos meus pais pelo apoio e suporte financeiro que sempre me dedicaram para a minha formação. Ao Luís pela ajuda essencial que me prestou e aos meus amigos que me apoiaram incondicionalmente na realização deste trabalho.

Resumo

Em Agosto de 2012, segundo a CMVM, o valor sob gestão do sector dos fundos de investimento mobiliário (incluindo os Fundos Especiais de Investimento) atingiu cerca de 11.500 milhões de euros. Assim, dada a importância deste sector para a economia, o âmbito deste trabalho incidiu sobre o estudo das competências de *stock-picking* dos gestores dos fundos de investimento mobiliário nacionais como um todo, durante o período de 2006 a 2010. Os fundos foram seleccionados de acordo com os valores que detivessem aplicados em acções portuguesas, até constarem da amostra os fundos cujo valor aplicado nessas acções representasse 97% do total aplicado pelos FIM nacionais nas mesmas. Foram realizados vários testes de forma a aferir acerca de a capacidade de *stock-picking* dos gestores no seu conjunto, tendo em conta, por exemplo, a dimensão dos fundos ou as acções mais amplamente detidas pelos fundos. Alguns desses testes basearam-se na metodologia adoptada por Chen *et. al* (2000). Os resultados não são conclusivos pois não possibilitam identificar uma significativa capacidade de *stock-picking* no sector dos fundos de investimento mobiliário quando considerado globalmente. Contudo, não se pode esquecer que diferentes limitações condicionam o desempenho dos gestores e da sua definição das estratégias de investimento o que, conseqüentemente, poderá dificultar a medição do *stock-picking*.

Abstract

In August 2012, according to the CMVM, the value under management of the mutual fund industry (including Special Investment Funds) attained about 11.500 millions of euros. Therefore, given the importance of the industry in the economy, the scope of this dissertation embraced the study of the capacities in *stock-picking* of national mutual funds' managers as a whole, for the period from 2006 to 2010. The mutual funds were selected according to the values applied in Portuguese stocks, until the value invested on those stocks by the mutual funds included in the sample reached 97% of the total applied by the national mutual funds on those same stocks. Thereby, different approaches were studied in order to verify the *stock-picking* abilities of the managers as a whole, taking into account, for example, the dimension of the funds or

the stocks more widely held by them. Some of these approaches were based on the methodology adopted by Chen *et. al* (2000). The results are not conclusive since they do not allow the identification of a significant *stock-picking* capacity in the industry of mutual funds when considered as a whole. However, it's important not to forget that several limitations can confine the managers performance and the definition of the investment strategies which, consequently, can complicate the measurement of *stock-picking*.

Índice

Introdução	1
1. Sector dos Fundos de Investimento Mobiliários em Portugal.....	4
1.1. Os Fundos de Investimento Mobiliário: Conceitos e Tipologia	4
1.2. Evolução do Sector dos Fundos de Investimento no Mundo e em Portugal.....	6
1.2.1. Sector dos Fundos de Investimento em Portugal e na União Europeia	6
1.2.2. Evolução da Composição das Carteiras dos FIM	14
1.3. Enquadramento legal na actuação dos FIM	17
2. Gestão Activa dos Fundos de Investimento Mobiliários.....	19
2.1. A Eficiência dos Mercados e os gestores dos Fundos de Investimento.....	19
2.2. Stock-Picking dos gestores dos FIM.....	24
2.3. Limites à Actuação dos Gestores dos Fundos de Investimento	28
2.4. Comportamentos e Estratégias dos Gestores dos Fundos de Investimento originados pelas Limitações existentes	32
2.4.1. <i>Herding</i>	32
2.4.2. <i>Stock Fire Sales</i>	34
2.4.3. <i>Window Dressing</i>	37
2.4.4. Outras Perspectivas.....	38
2.5. Verificação Empírica	42
3. Amostra e Resultados do Estudo Empírico	48
3.1. Descrição da Amostra	48
3.2. Rendibilidade da Carteira Agregada dos FIM vs. Rendibilidade do PSI-Geral	53
3.3. Efeito da Dimensão dos FIM nas suas Rendibilidades, com comparação à Rendibilidade do PSI-Geral	58
3.4. Rendibilidade das acções mais amplamente detidas vs. rendibilidade das acções menos detidas pelos FIM, com comparação à rendibilidade do PSI-Geral.....	70
3.5. Rendibilidade das acções mais compradas vs. rendibilidade das acções mais vendidas, com comparação à rendibilidade do PSI-Geral	80
3.6. Influência da ‘Instituição mãe’ na aquisição das suas acções por parte dos seus Fundos.....	88
4. Conclusão	100
Bibliografia	103

Índice de Tabelas

Tabela 1: Número de Fundos na Amostra, Janeiro 2006 – Dezembro 2010.....	49
Tabela 2: Rendibilidade e Desvios-Padrão da carteira agregada de todos fundos da amostra e do PSI-Geral, 2006-2010	54
Tabela 3: Rendibilidades Médias dos Quintis, 2006 – 2010.....	60
Tabela 4: Desvios Padrão dos Quintis e do PSI-Geral, 2006-2010	60
Tabela 5: Dimensão média dos Quintis e Dimensão média total, 2006-2010	61
Tabela 6: Rendibilidades Médias dos Quintis, 2006-2010	72
Tabela 7: Desvios-Padrão dos Quintis, 2006-2010	72
Tabela 8: Rendibilidades médias e desvios-padrão das acções mais compradas e mais vendidas e do PSI-Geral, 2006-2010	82
Tabela 9: Variáveis para avaliação da influência das ‘instituições mãe’, 2006-2010 ..	91

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Composição do sector dos FIM em 2001 – UE.....	9
Gráfico 2: Composição do sector dos FIM em 2001 – Portugal.....	9
Gráfico 3: Composição do sector dos FIM em 2009 – UE.....	9
Gráfico 4: Composição do sector dos FIM em 2009 - Portugal	9
Gráfico 5: Valor Líquido Global dos FIM, 1998-2011.....	11
Gráfico 6: Número de Fundos de Investimento, 1997 – 2011.....	13
Gráfico 7: Composição das Carteiras dos FIM, 1995.....	15
Gráfico 8: Composição das Carteiras dos FIM, 2001.....	15
Gráfico 9: Composição das Carteiras dos FIM, 2010.....	15
Gráfico 10: Desagregação das Carteiras dos fundos por mercado – 1995.....	16
Gráfico 11: Desagregação das Carteiras dos fundos por mercado – 2001.....	16
Gráfico 12: Comparação entre as Rendibilidades Médias Anuais do PSI-Geral e da Carteira Agregada dos Fundos, 2006-2010.....	54
Gráfico 13: Valor Total da Carteira Agregada dos Fundos da Amostra vs Cotações PSI-Geral, 2006-2010.....	58
Gráfico 14: Rendibilidade média anual dos Quintis, 2006 – 2010.....	60
Gráfico 15: Rendibilidade Média Ponderada Mensal dos Fundos, classificados em Quintis, em 2006.....	62
Gráfico 16: Rendibilidade Média Ponderada Mensal dos Fundos, classificados em Quintis, em 2007.....	63
Gráfico 17: Rendibilidade Média Ponderada Mensal dos Fundos, classificados em Quintis, em 2008.....	64
Gráfico 18: Rendibilidade Média Ponderada Mensal dos Fundos, classificados em Quintis, em 2009.....	66
Gráfico 19: Rendibilidade Média Ponderada Mensal dos Fundos, classificados em Quintis, em 2010.....	68

Gráfico 20: Rendibilidades Médias Anuais dos Quintis, 2006 – 2010.....	72
Gráfico 21: Rendibilidades Mensais dos Quintis, 2006.....	73
Gráfico 22: Rendibilidades Mensais dos Quintis, 2007.....	74
Gráfico 23: Rendibilidades Mensais dos Quintis, 2008.....	75
Gráfico 24: Rendibilidades Mensais dos Quintis, 2009.....	77
Gráfico 25: Rendibilidades Mensais dos Quintis, 2010.....	78
Gráfico 26: Rendibilidade Média Anual, 2006-2010.....	82

Introdução

O sector dos fundos de investimento tem apresentado, em Portugal, uma importante evolução nos últimos anos pelo que a sua importância no sector financeiro tem vindo a assumir cada vez maior relevância. Os fundos de investimento representam uma alternativa para a aplicação das poupanças dos investidores. Essas poupanças serão entregues aos gestores de fundos de investimento que irão constituir carteiras onde aplicarão as suas competências de *stock-picking* na procura das melhores rendibilidades.

Dados os valores envolvidos no sector dos Fundos de Investimento Mobiliários (FIM), torna-se especialmente importante o estudo das suas rendibilidades face aos *benchmarks*. Há várias décadas que a temática do activismo da gestão de FIM (de acções em particular) tem sido alvo de um intenso debate. Ora, segundo as Finanças Clássicas, as estratégias de gestão passiva obtêm rendibilidades superiores às estratégias de gestão activa. A razão é simples: dado que nenhum investidor pode obter rendibilidades consistentemente superiores às da carteira de mercado, a melhor estratégia será a replicação da carteira de mercado. Tal implica menores custos no desenvolvimento da actividade (de pesquisa, de transacção, etc.) que se reflectirão numa maior rendibilidade face às estratégias dos FIM.

O objectivo desta investigação é o de aferir se, de facto, as estratégias de gestão passiva em Portugal apresentam rendibilidades consistentemente mais elevadas (utilizando para tal a rendibilidade do *benchmark*) ou se, pelo contrário, os gestores dos FIM conseguem obter melhores resultados. Se a gestão activa dos FIM não se revelar vantajosa face a uma estratégia passiva, os gestores não possuem competências de *stock-picking*. Como tal, não se justificaria a substancial diferença dos níveis de despesa e dos custos de transacção entre as duas estratégias. Segundo Wermers (2000), a proporção média das despesas no total do Valor Líquido Global (VLG) do sector dos FIM dos EUA é de, aproximadamente, 100 pontos base por ano. Por outro lado, essa proporção ronda apenas os 20 pontos base por ano para o Vanguard Index 500 Fund, fundo de gestão passiva que procura replicar a *performance* do índice S&P 500. Dado que os FIM gerem mais de 3.000 mil milhões de dólares em acções, a diferença da proporção das despesas do VLG entre os fundos de gestão activa e os fundos de gestão passiva é de 80 pontos base, o que é equivalente a uma despesa adicional superior a 20

mil milhões de dólares por ano. Adicionalmente, os fundos geridos activamente incorrem em custos de transacção substancialmente superiores face a estratégias de gestão passiva. Desta forma, se os gestores dos FIM que prosseguem estratégias activas não revelarem competências de *stock-picking* e, assim, não obtiverem rendibilidades líquidas superiores aos *benchmarks*, toda a despesa adicional associada às estratégias de gestão activa representará um desperdício de recursos que poderiam ser aplicados de forma mais eficiente na economia. Embora algo polémica, se se chegar a esta conclusão e, conseqüentemente, que os FIM não apresentam qualquer utilidade, esta viria corroborar a Teoria das Finanças Clássicas. Para o estudo deste aspecto em Portugal, os FIM nacionais foram seleccionados de acordo com os valores que tivessem aplicados em acções portuguesas, até constarem da amostra os fundos cujo valor aplicado nessas acções representasse 97% do total aplicado pelo subsector dos FIM nacionais nas mesmas. Pela primeira vez para o mercado português, foram utilizados dados mensais para o estudo das capacidades de *stock-picking* no sector. O período abrangido pelo estudo foi de 2006 a 2010, sendo que o número de fundos, ao todo, analisado na amostra foi de vinte e cinco. É também importante destacar que este trabalho se debruça sobre as capacidades de *stock-picking* existentes no sector dos FIM nacionais como um todo, isto é, essas capacidades não são avaliadas a nível individual nos fundos mas sim a um nível agregado. Desta forma, as conclusões retiradas referem-se aos gestores do sector dos FIM, sendo que estas podem não se aplicar de uma forma individual a alguns fundos.

Contudo, como será explicado neste trabalho, existem algumas limitações na actuação dos gestores dos fundos de investimento. Essas limitações reflectir-se-ão nas estratégias e comportamentos adoptados pelos gestores. Assim, as rendibilidades que estes obtiverem poderão não espelhar as reais competências de *stock-picking* que, juntamente com o *market timing*¹, podem diferenciar os bons e maus gestores de fundos de investimento. Por outro lado, as metodologias para o estudo das competências dos gestores dos fundos de investimento mobiliário (FIM) também apresentam lacunas que poderão enviesar os resultados e conseqüentes conclusões obtidas.

Este trabalho está dividido em quatro capítulos: no primeiro capítulo, expõem-se conceitos relacionados com os FIM e a evolução do sector em Portugal e na Europa; no

¹ O *market timing* não será objecto de estudo nesta investigação, sendo apenas referido pontualmente pela importância que também apresenta nas rendibilidades obtidas pelos gestores dos FIM.

segundo capítulo, aborda-se a Gestão Activa dos FIM, fazendo referência à Teoria da Eficiência dos Mercados e o papel que, nesse contexto, os gestores dos FIM desempenham. Ainda no segundo capítulo, é abordado o *stock-picking*, os principais limites que restringem a actuação dos gestores e que podem levá-los a adoptar comportamentos e estratégias de investimento que não se baseiam nas suas competências. Finalmente, é feita referência à evidência empírica sobre esta temática. No terceiro capítulo, a amostra e as metodologias utilizadas são descritas e são discutidos os resultados obtidos. Por último, esta investigação é finalizada com uma conclusão que resume as principais ilações que se podem retirar desta dissertação.

1. Sector dos Fundos de Investimento Mobiliários em Portugal

Neste capítulo será feita referência a conceitos relacionados com os Fundos de Investimento Mobiliário (FIM), à enumeração e descrição dos diferentes tipos de FIM, à evolução do sector dos FIM em Portugal e no Mundo e, finalmente, ao enquadramento legal na actuação dos FIM em território nacional.

1.1. Os Fundos de Investimento Mobiliário: Conceitos e Tipologia

Os Fundos de Investimento Mobiliário são aqueles que aplicam as poupanças dos seus investidores em diferentes mercados e activos financeiros. Captam o capital dos investidores individuais através da venda das suas unidades de participação que, por sua vez, representam a parcela do património global do fundo que lhes pertence. Este capital é posteriormente investido e gerido na procura das melhores rendibilidades possíveis pelos gestores do fundo, em contrapartida de comissões pagas pelos seus investidores.

Segundo Marques e Calheiros (2000), as principais vantagens associadas aos fundos de investimento são as seguintes:

- Possibilitam aos pequenos investidores a aplicação das suas poupanças em carteiras diversificadas de activos, o que não seria possível sem os fundos;
- A dimensão dos investimentos realizados permite minimizar os custos de transacção;
- Oferecem aos seus investidores uma gestão de carteiras de investimento mais profissionalizada;
- Existe um enquadramento legal dos fundos de investimento que os obriga à prestação de informação, à transparência e ainda a uma diversificação prudencial na composição das carteiras de investimento, reforçando a segurança do investimento;
- A elevada liquidez dos fundos de investimento.

Contudo, são também apontados a estes instrumentos de gestão da poupança algumas desvantagens:

- Dado que os fundos de investimento gerem a poupança de muitos investidores, estes poderão não corresponder aos critérios pessoais de cada um deles;
- Os custos associados com o investimento nos fundos, como sejam as comissões de emissão, de resgate, de gestão ou de depósito.

É importante realizar a distinção de algumas das diferentes categorias de FIM. Como tal, e de acordo com a Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios, as categorias mais importantes são as seguintes:

- Os Fundos de Acções são aqueles que aplicam, no mínimo, dois terços do seu capital em acções.
- Os Fundos de Obrigações investem directa ou indirectamente pelo menos dois terços das suas carteiras em obrigações e outros activos representativos de dívida.
- Os Fundos de Tesouraria e os Fundos de Mercado Monetário possuem carteiras com activos de elevada liquidez. Os Fundos de Tesouraria devem ter em permanência entre 50% e 85% da carteira aplicada em valores mobiliários e depósitos bancários com prazo de vencimento residual inferior a doze meses. Por sua vez, os Fundos de Mercado Monetário devem ter, no mínimo, 85% das suas carteiras afectas a esses activos. Estes fundos não podem ter acções em carteira.
- Os Fundos Mistos revelam-se também importantes e são aqueles que investem em acções, em média, não mais que dois terços das suas carteiras. Em particular, destacam-se os Fundos Mistos Predominantemente de Acções, os quais investem em acções, em média, entre um terço (mínimo) e dois terços (máximo) da sua carteira.
- Os Fundos de Fundos são igualmente relevantes, com especial destaque para os Fundos de Fundos que investem predominantemente em acções. Os Fundos de Fundos são aqueles que aplicam pelo menos dois terços da sua carteira em unidades de participação de outros fundos. Por sua vez,

os Fundos de Fundos que invistam predominantemente em acções devem investir, em média, mais de um terço da sua carteira em unidades de participação de Fundos de Acções.

- Ainda é necessário ter em conta os Fundos Especiais de Investimento (FEI) que, por sua vez, se desdobram em outros tipos de fundos. Os FEI estão sujeitos a regras distintas¹ e não garantem, no final de um período pré-estabelecido, pelo menos o valor da cotação inicial do Fundo. Estes FEI desdobram-se em várias categorias das quais importa destacar, no âmbito deste trabalho, os FEI em Acções que devem deter dois terços da sua carteira alocada em acções.
- Finalmente, os Fundos Poupança Acções e os Fundos Poupança Reforma/Educação. Os Fundos Poupança Acções financiam Planos Poupança em Acções, enquanto que os Fundos Poupança Reforma/Educação financiam Planos de Poupança Reforma/Educação (PPR/E).

1.2. Evolução do Sector dos Fundos de Investimento no Mundo e em Portugal

Este subcapítulo irá descrever a forma como se desenvolveu o sector dos FIM em Portugal e no Mundo, estabelecendo a conexão entre ambos quer qualitativamente como quantitativamente. O desenvolvimento deste sector permitirá esclarecer, de uma certa forma, a posição que o sector hoje em dia apresenta em Portugal comparativamente com os restantes países.

1.2.1. Sector dos Fundos de Investimento em Portugal e na União Europeia

Segundo a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2002), comparativamente com outros países como a Suíça, Reino Unido, Alemanha ou EUA, o

¹ Fundos que não se constituem com observância das regras definidas no Título III do Regime Jurídico dos Organismos Colectivos de Investimento Colectivo (OIC) aprovado pelo Decreto-Lei n° 252/2003 de 17 de Outubro.

sector dos Fundos de Investimento é relativamente recente a nível nacional, tendo o primeiro Fundo de Investimento surgido apenas em 1964. Contudo, em 1975, fruto da nacionalização do sector bancário que sucedeu à Revolução e conseqüente interrupção da actividade no mercado de capitais, as unidades dos fundos existentes foram transformadas em dívida pública. Somente em 1986 surgiu novamente um Fundo de Investimento, ao qual se sucedeu a criação de novos Fundos de Investimento. A partir daí, este sector em Portugal desenvolveu-se muito rapidamente, tendo vindo a assumir uma importância crescente desde então. Marques e Calheiros (2000) defendem que os seguintes factores favoreceram este rápido crescimento:

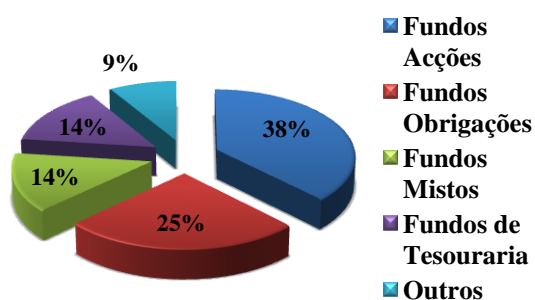
- A diminuição das taxas de juro nominais e reais que remuneram os depósitos bancários pois representam o instrumento mais utilizado para aplicação das poupanças dos investidores individuais;
- A desregulamentação dos mercados e a liberalização dos fluxos de capitais;
- A maior divulgação e fluidez da informação respeitante a mercados financeiros;
- A reforma da Segurança Social que potenciou a criação de Fundos de Pensões e Planos de Poupança Reforma;
- A globalização dos mercados financeiros, a adopção de uma moeda única – o euro, a explosão do investimento online, entre outros.

A nível internacional, o sector dos FIM tornou-se na componente do sector financeiro com maior crescimento no conjunto dos países da UE na década de 90. Os activos geridos pela totalidade dos fundos de investimento situados na UE cresceram aproximadamente 4000 mil milhões de euros entre o início dos anos 90 e o final de 2001. Destacam-se, em particular, os valores geridos pelos FIM que cresceram mais de 2000 mil milhões entre 1996 e 2001. Contudo, em Portugal a situação diferia bastante do que sucedia a nível europeu. Em 2001, Portugal estava apenas à frente da Finlândia, de entre o conjunto dos países da UE, relativamente aos valores de activos sob gestão. Do lado oposto, o Luxemburgo e a França estavam no topo do *ranking* (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2002).

Quanto à composição do sector dos FIM em Portugal comparativamente aos valores europeus, em finais de 2001, os Fundos de Acções e os Fundos Mistos assumiam uma importância de aproximadamente um terço da que esses tipos de fundos apresentavam na União Europeia. Em 2009, os Fundos de Acções e os Fundos Mistos mantiveram uma importância a nível nacional de apenas um terço da relevância apresentada por estes fundos a nível europeu. Em contrapartida a estas baixas percentagens face aos valores médios europeus, surgiam os Fundos de Obrigações e de Tesouraria (fundos de risco bastante reduzido) com valores relativos superiores aos europeus em 2001. Contudo, em 2009, os Fundos de Obrigações já apresentavam uma importância mais reduzida em Portugal que na UE, tendo-se reduzido para valores inferiores a metade dos que se verificavam em 2001. Este decréscimo poderá estar associado às dificuldades sentidas no mercado de obrigações, essencialmente na dívida pública, que provocaram uma redução dos preços das mesmas. Por seu lado, os Fundos de Tesouraria continuavam a apresentar valores relativos superiores aos europeus, embora essa diferença se tenha atenuado fortemente. Assim, a grande alteração na composição do sector dos FIM em Portugal entre 2001 e 2009, tendo em conta que na UE manteve-se similar, foi essencialmente a quota do mercado nacional adquirida pela categoria “Outros”. Essa categoria engloba os Fundos Especiais de Investimento, Fundos Garantidos e Fundos Flexíveis. Este conjunto de fundos registou um aumento de 41 pontos percentuais em oito anos (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2002; Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios, 2009).

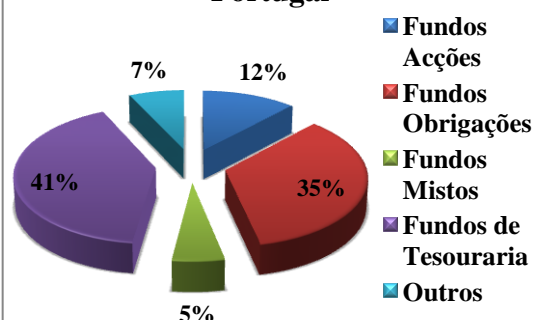
Ora, esta composição do sector é reveladora da atitude ainda muito conservadora dos investidores portugueses face ao risco mas também do papel pouco dinamizador que os FIM desempenham no segmento accionista relativamente ao que ocorreu noutras economias europeias. Tal poderá apontar para um nível de comissionamento impróprio das entidades gestoras, sociedades corretoras e entidades depositárias.

Gráfico 1: Composição do sector dos FIM em 2001 - UE



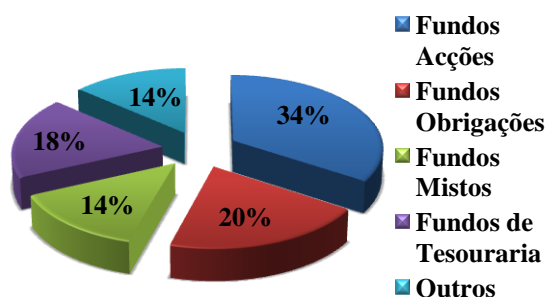
Fonte: Execução própria baseada em estudo da CMVM de 2002

Gráfico 2: Composição do sector dos FIM em 2001 - Portugal



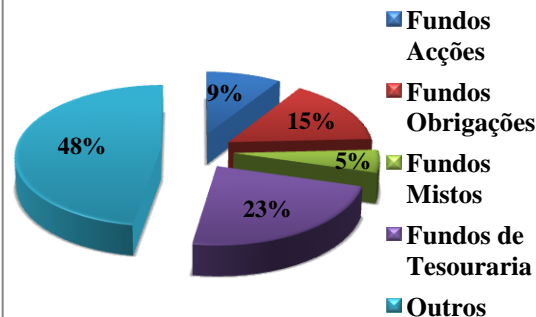
Fonte: Execução própria baseada em estudo da CMVM de 2002

Gráfico 3: Composição do sector dos FIM em 2009 - UE



Fonte: Execução própria baseada no Relatório de Actividades da CMVM de 2009

Gráfico 4: Composição do sector dos FIM em 2009 - Portugal



Fonte: Execução própria baseada no Relatório de Actividades da CMVM de 2009

É ainda importante sublinhar que, entre 1986 e 2001, o desenvolvimento e crescimento deste sector passou por várias fases (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2002):

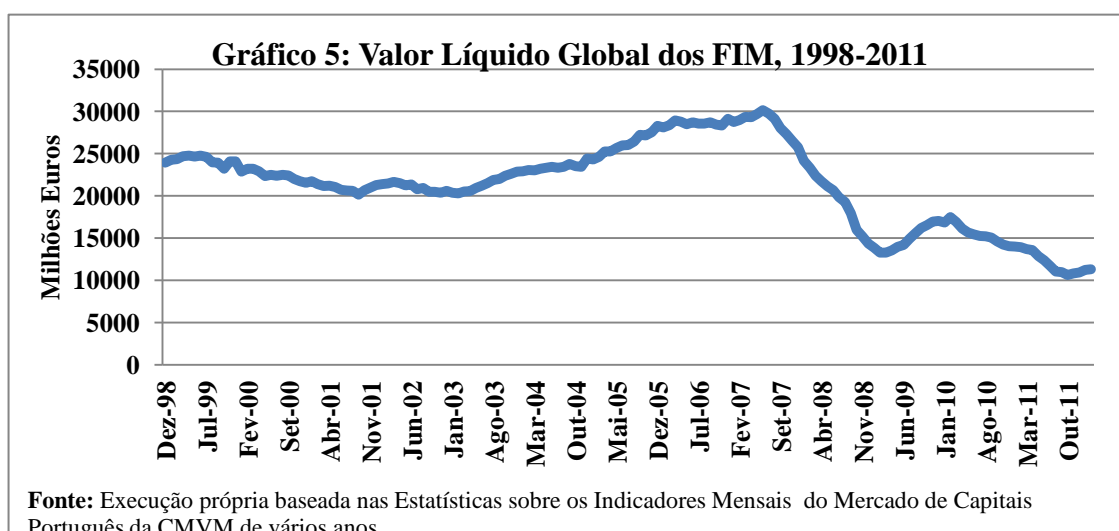
- Num período inicial, marcado pelo “arranque” da indústria, entre 1986 e 1991, destacam-se duas ocorrências: o *crash* bolsista em Outubro de 1987 e a retoma do mercado de capitais em 1989. O primeiro acontecimento poderá justificar a taxa de crescimento negativa do VLG dos Fundos observada em 1988, enquanto que o segundo se reflectiu no elevado crescimento que ocorreu a partir de 1989 e até 1991.

- Numa fase posterior de “consolidação” do crescimento do sector, período compreendido entre 1992 e 1998, embora com taxas de crescimento mais reduzidas, manteve-se a acentuada tendência crescente dos valores líquidos sob gestão. É importante notar que este período ficou marcado por um ciclo de desinflação e de redução das taxas de juro. Contudo, no ano de 1997 assistiu-se a um forte aumento dos montantes aplicados e a um amadurecimento do mercado português, mas também a um aumento dos investimentos nos mercados de valores em geral a nível europeu. Ora, um conjunto de factores e acontecimentos poderá justificar o que ocorreu:
 - Classificação do mercado português como mercado desenvolvido por parte de várias instituições de análise financeira internacional (tornou o mercado português mais atractivo e criou maior visibilidade das empresas nacionais no exterior);
 - A crise asiática que levou à fuga de capitais desses países para os mercados de valores da UE (inclusive o português);
 - Privatização de empresas públicas que adquiriram peso significativo nos índices bolsistas nacionais.
- Por fim, a última fase compreende os anos entre 1999 e 2001² e é caracterizada por alguma instabilidade. Este período ficou marcado pela adopção do euro, o que se reflectiu numa passagem gradual do foco do investimento de Portugal para a zona euro. O ano de 1999 representa um ano de estabilização do sector, tendo registado uma taxa de crescimento muito baixa. Porém, nos anos seguintes, verificou-se uma redução dos montantes sob gestão, tendo registado uma forte quebra em 2000 originada pelo comportamento negativo do segmento accionista do mercado de capitais (bolha tecnológica). Em 2001, verificou-se uma ligeira recuperação essencialmente fruto do dinamismo dos Fundos de Investimento Imobiliário.

Numa análise mais focada nos FIM comercializados e geridos por entidades residentes em Portugal, sobressai um forte crescimento do VLG e do número de fundos

² A ausência de dados detalhados no período posterior a 2001 impede a realização de uma análise mais aprofundada ao sector nesse período.

entre 1986 e 2001. Ora esta ocorrência é visível no facto de, em 1986, existir apenas um FIM com activos a rondar os 51 milhões de euros. Por sua vez, em finais de 2001, o número de fundos (comercializados e geridos por entidades residentes em Portugal) ascendeu a 262 com valores sob gestão de aproximadamente 21.266 milhões de euros, correspondendo a 17,3% do PIB. Os valores sob gestão continuaram a demonstrar uma tendência crescente, tendo atingido o seu máximo em meados de 2007, com um montante de cerca de 30.144,3 milhões de euros e 280 fundos em actividade. A partir de então, e como se pode verificar no Gráfico 5, o VLG sofreu uma enorme queda até Fevereiro de 2009 onde atingiu valores muito baixos. Em 2009, os valores sob gestão representaram cerca de 10,5% do PIB português, tendo diminuído significativamente desde 2001 na sequência da mencionada forte redução verificada no VLG (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2002, 2007 e 2009).

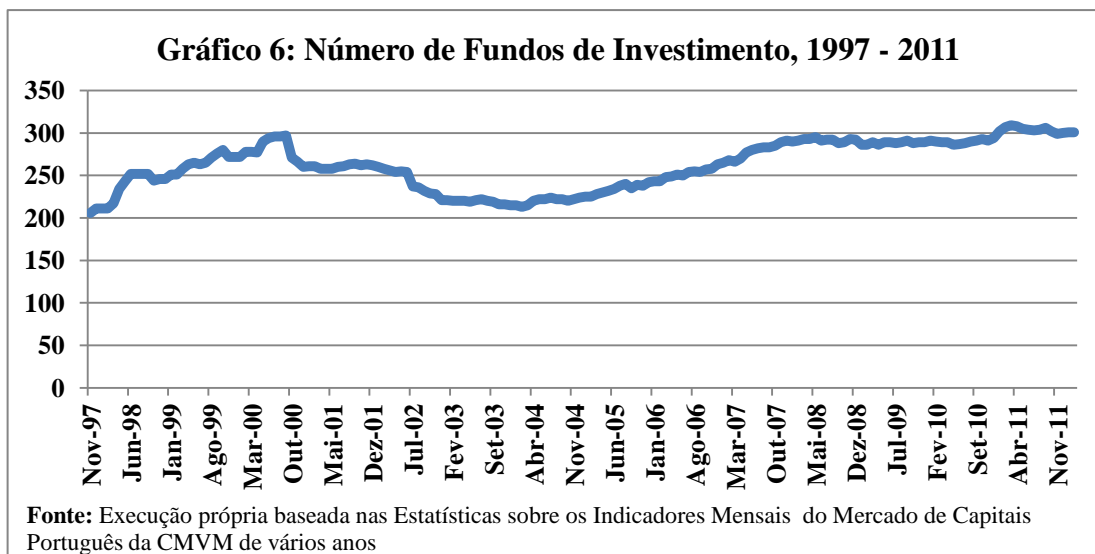


A tendência decrescente do VLG coincide com a grave crise financeira despoletada pelo choque do “*subprime*” e que assolou o mundo e os mercados de capitais. A partir de Fevereiro de 2009, o sector dos fundos de investimento começou a recuperar, tendo sido, desta vez, interrompida pela crise na Grécia por volta de Fevereiro de 2010. Essa crise reflectiu-se num agravamento da conjuntura económica em Portugal e numa menor capacidade de os fundos obterem recursos devido à menor capacidade de poupança das famílias (dado o aumento do desemprego, a adopção de medidas de austeridade por parte do Governo português, etc.). Assim, os valores sob gestão mais actuais (Fevereiro de 2012), como se pode verificar através da análise do

Gráfico 13, fixaram-se nos 11.311,07 milhões de euros, com 301 fundos activos. Esses valores ficaram muito aquém dos que se verificaram em meados de 2007 em que o VLG atingiu valores máximos, representando mesmo montantes muito próximos do valor mínimo (Outubro de 2011 com VLG de 10.646,84 milhões de euros) para o período de Dezembro de 1998 a Fevereiro de 2012. Por sua vez, em Dezembro de 2010, a proporção do VLG dos FIM (14.237,4 milhões de euros) no PIB atingia apenas os 8,3%, o que contrasta fortemente com o valor deste rácio em Dezembro 2006 que ascendia a 19,9%³.

Apesar desta evolução do VLG, é preciso notar que o número de fundos não acompanhou essa trajectória. O número de fundos começou a reduzir-se de uma forma geral a partir de Setembro de 2000 até que, em Março de 2004, em média, recomeçou a aumentar, tendência que se manteve até Fevereiro de 2012. Assim, a forte redução que se verificou no VLG desde finais de Junho de 2007, em contraste com a tendência de aumento do número de fundos, é explicado, segundo o Relatório Anual de 2010 da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, por dois efeitos: um efeito volume e um efeito preço. O primeiro resulta de um desinvestimento líquido dos investidores e um eventual redireccionamento das suas poupanças para outras alternativas de investimento ou então, simplesmente para a satisfação de necessidades de consumo. Por outro lado, o efeito preço é originado pela diminuição das cotações dos valores mobiliários detidos em carteira pelos FIM, que obviamente se repercutirá no valor da própria carteira e, assim, no VLG dos fundos. Contudo, o Relatório refere que, em Portugal, o efeito volume explica mais de três quartos da queda dos valores sob gestão, superando assim o efeito resultante da queda dos preços dos activos em carteira. Por outro lado, mais de 75% do efeito volume foi provocado pelo desinvestimento em fundos de obrigações e de tesouraria.

³ Comparou-se com o valor de Dezembro de 2006 por ser o momento de tempo mais próximo do máximo registado para o VLG dos FIM disponível para este rácio. Os valores do rácio entre o VLG dos FIM e o PIB para Dezembro de 2010 e de 2006 referidos foram retirados do Relatório de Actividades da APFIPP.



Como referido, o efeito volume traduz o desinvestimento líquido dos FIM. Esse desinvestimento reflecte-se no valor das subscrições líquidas que, por sua vez, resulta da diferença entre o valor das subscrições (*inflows*) e o valor dos resgates (*outflows*). As subscrições líquidas revestem-se de grande importância pois condicionam as opções de investimento/desinvestimento dos gestores dos fundos. Tendo em conta que, como referido, a diminuição do VLG dos FIM a partir de Junho de 2007 foi essencialmente provocada pelo efeito volume, é de esperar valores negativos para as subscrições líquidas nesse período, traduzindo valores de resgate superiores aos valores de subscrição. De facto, de acordo com o Relatório Anual da CMVM de 2010, entre Junho de 2007 e Dezembro de 2010 o valor das subscrições líquidas foi negativo e superou os 13 mil milhões de euros. Actualmente, as subscrições de todos os FIM em Portugal atingiram os 1.123,6 milhões de euros em Março de 2012, enquanto que os resgates ascendiam a 1.107,9 milhões de euros, originando um valor de subscrições líquidas no montante de 15,7 milhões de euros.

Comparando os FIM com outros tipos de fundos, desde 1990 que, em Portugal, os primeiros têm apresentado valores sob gestão superiores aos fundos de pensões, fundos de investimento imobiliário e empresas de seguros. Porém, ao contrário dos fundos de pensões e fundos de investimento imobiliário, a sua quota de mercado no total dos activos sob gestão tem vindo a reduzir-se (pelo menos até 2000): em 1990, esta representava cerca de 69%, em 1999 60,1% e em 2000 56%. Mas, enquadrando este sector dos Fundos de Investimento com o sistema bancário e apesar do seu recente

desenvolvimento, os portugueses continuam a preferir aplicar as suas poupanças em depósitos bancários. Aliás, segundo dados constantes do Relatório de Actividades de 2010 da APFIPP, em Dezembro de 2004, o VLG dos FIM representava apenas 20,1% do total dos depósitos bancários (depósitos à ordem, a prazo e de poupança). Esta proporção manteve-se mais ou menos nestes valores nos dois anos seguintes, até que, a partir de Dezembro de 2007, se começasse a verificar uma redução muito significativa deste valor, tendo atingido em Dezembro de 2010 os 6,6%.

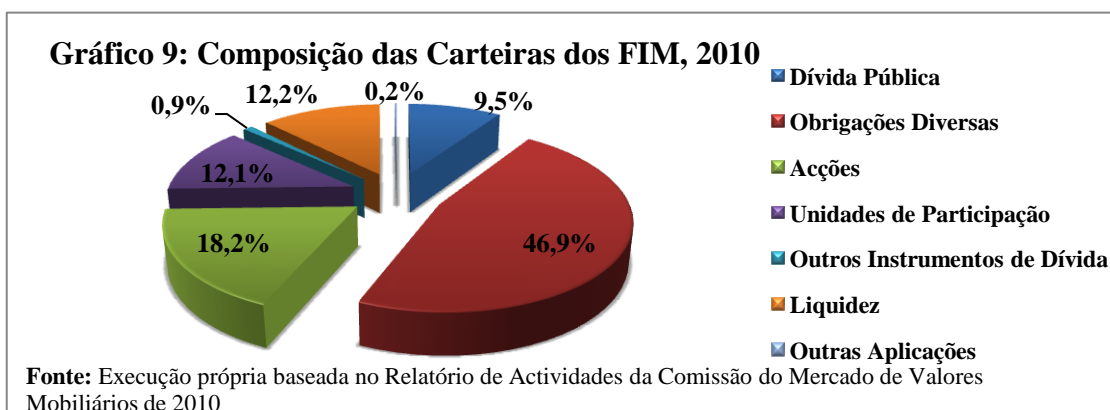
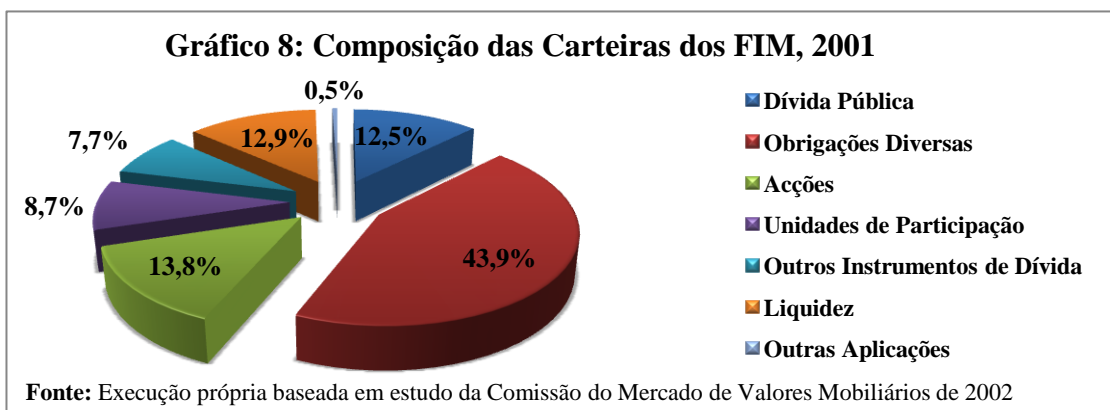
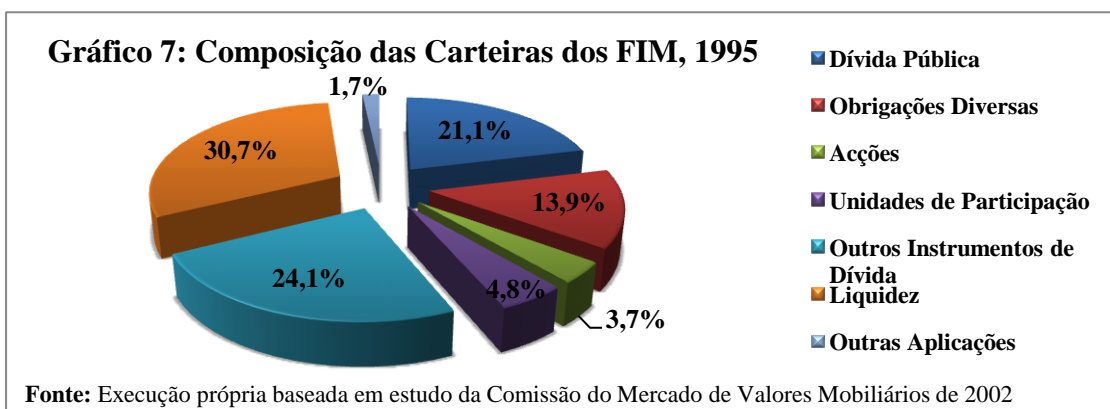
É ainda de salientar o elevado e crescente nível de concentração existente nesta vertente do sector: em finais de 2001, as cinco maiores Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento Mobiliário (SGFIM) detinham uma quota de mercado superior a 91% quando, em finais de 1995, essa quota se fixava nos 72%. Este aumento no nível de concentração resultou de um processo de fusões e aquisições no sistema financeiro nacional com especial relevância a partir de 1996. Por sua vez, em Março de 2012, segundo dados da APFIPP, as cinco maiores SGFIM detinham uma quota de mercado de aproximadamente 83%, tendo-se assim reduzido desde finais de 2001.

1.2.2. Evolução da Composição das Carteiras dos FIM

Ao longo dos anos, os FIM viram as suas carteiras alterarem-se substancialmente. Um dos principais destaques a nível da composição das carteiras dos FIM de uma forma agregada (por natureza de valor) é a redução em 16,4 pontos percentuais do investimento Outros Instrumentos de Dívida entre 1995 e 2001, atingindo em 2010 valores pouco significativos (0,9%). O investimento em instrumentos de liquidez também sofreu uma queda muito acentuada entre 1995 e 2001, tendo posteriormente, até 2010, mantido aproximadamente o mesmo nível de investimento. Também a redução do investimento em dívida pública foi significativa, tendo diminuído para pouco mais de metade dos valores de 1995 em 2001, não registando uma variação significativa até 2010. Em contrapartida, houve um maior investimento em dívida privada (obrigações) e em acções que, em conjunto, aumentaram cerca de 40 pontos percentuais entre 1995 e 2001. Em 2010, essas duas rubricas aumentaram conjuntamente aproximadamente oito pontos percentuais. Assim, entre 1995 e 2010 ocorreu uma forte alteração da composição das carteiras dos FIM.

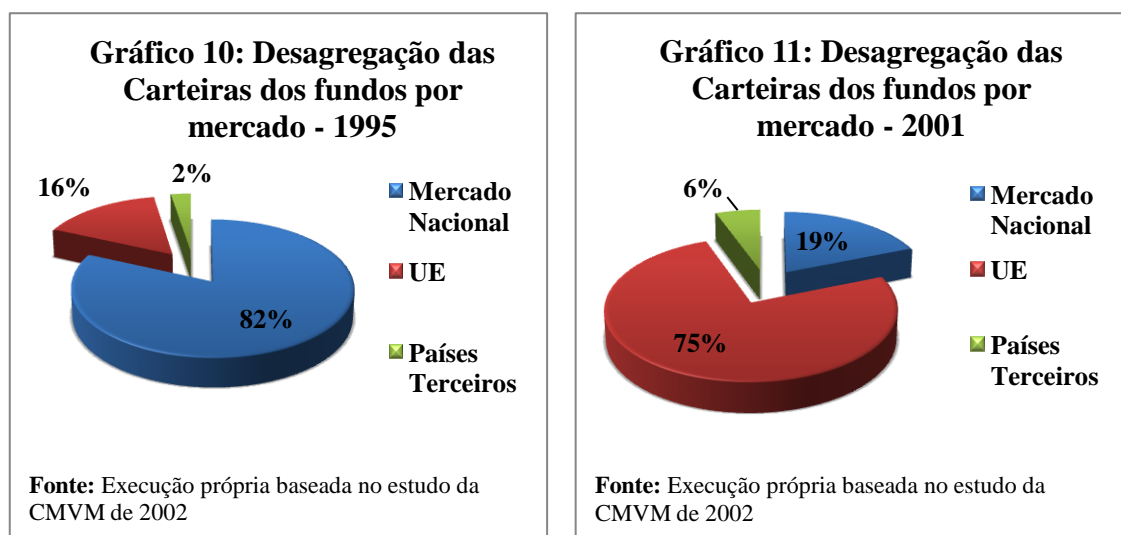
Em 1995, os FIM investiam essencialmente em dívida pública e em instrumentos de curto prazo como sejam instrumentos de liquidez ou outros instrumentos de dívida. Contudo, até 2010, a estrutura do investimento dos FIM alterou-se significativamente. As obrigações passaram a representar a mais importante parcela do investimento dos FIM. Também as acções adquiriram maior importância em 2010 face a 1995, com os outros instrumentos de dívida e os instrumentos de liquidez com importâncias semelhantes face a 2001.

Essa evolução encontra-se sintetizada nos três gráficos seguintes:



Os Outros Instrumentos de Dívida incluem Bilhetes de Tesouro, Papel Comercial, entre outros. A rubrica “Outras Aplicações” é relativa a Títulos de Participação, Outros Fundos Públicos, Direitos e *Warrants* Autónomos.

Relativamente à constituição das carteiras dos FIM por mercado, os gráficos seguintes demonstram a grande alteração que sucedeu entre 1995 e 2001:



É claramente visível um aumento da exposição dos fundos de investimento aos mercados da UE, em detrimento do mercado de capitais nacional. Essa ocorrência acentuou-se essencialmente desde 1999 com a criação da moeda única. A partir de 1998, o investimento em acções nacionais por parte dos FIM começou a diminuir fruto da eliminação do risco cambial entre países da UE (devido à adopção do euro) e da dificuldade em diversificar de forma eficaz o risco das suas carteiras tendo apenas por base activos nacionais. Se em 1995, as acções nacionais assumiam uma proporção de 56,7% na totalidade das acções em carteira dos FIM portugueses, em 2001 a sua importância diminuiu significativamente para 25,9%. Por outro lado, as acções da UE assumiam uma importância de aproximadamente 31,5% da totalidade das acções em carteira em 1995, tendo esse valor ascendido para 48,8% em 2001.

Relativamente às obrigações privadas nacionais, sucedeu o mesmo. Em 1995, estas representavam 66,9% do total das obrigações em carteira dos FIM e, em 2001, estes valores reduziram-se para 13,5%. Pelo contrário, as obrigações da UE que, em 1995, assumiam uma importância de 32,9% no total das obrigações, em 2001 esse peso

ascendia a quase 86%. Quanto à dívida pública nacional, esta detinha em 2001 um peso de cerca de 28,3% do total da dívida pública detida pelos FIM face a um valor de 93,6% em 1995. Ora, isto ocorreu dado o maior interesse dos fundos por títulos de dívida estrangeira, também substancialmente impulsionado em particular desde a criação da moeda única. A afirmação anterior é constatada pelos números seguintes: em 1995, a dívida pública da UE assumia uma importância de cerca de 4% na totalidade de dívida pública detida pelos FIM nacionais, enquanto que esses valores ascenderam a 70% em 2001.

1.3. Enquadramento legal na actuação dos FIM

Os Fundos de Investimento estão sujeitos à supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e do Banco de Portugal. Cabe à CMVM produzir a regulamentação necessária para o sector, a supervisão da actividade dos Fundos de Investimento e a auditoria institucional dos mesmos, das entidades gestoras e depositárias respectivas. Por sua vez, o Banco de Portugal tem uma função mais acessória, restringindo-se essencialmente à supervisão das entidades gestoras (instituições de crédito e sociedades financeiras). Em contrapartida, as entidades gestoras de Fundos de Investimento devem pagar uma taxa de supervisão à CMVM que incide sobre o valor líquido global de cada um dos fundos geridos pelas entidades.

Uma das restrições legais que assume particular importância no âmbito deste estudo é a relativa às restrições às operações de venda a descoberto (como será explicado mais à frente). Essas restrições são justificadas pelo risco que este tipo de operações envolve, pelo que foram instauradas medidas especiais para a realização de vendas a descoberto. Foi então introduzida a Instrução 2/2008 da CMVM em 22 de Setembro de 2008, na sequência dos tempos de instabilidade que se vivenciavam nos mercados desencadeados pela grave crise financeira de 2008 e das medidas que também vinham sendo adoptadas neste sentido nas jurisdições europeias. Assim, esta Instrução visava complementar o exposto na alínea a) do artigo 325º e na alínea a) do nº1 do artigo 326º do Código dos Valores Mobiliários. Essas alíneas ditam que, em relação à generalidade dos instrumentos financeiros, tem legitimidade para emitir uma ordem de venda aquele que mostre, perante o intermediário financeiro, ter condições que lhe

permitam, até ao final da sessão, obter os títulos a cuja venda pretenda proceder. Desta forma, a CMVM considerou fundamental que, nas ordens de venda, fosse assegurada a disponibilidade prévia dos valores a alienar, ou seja, proibiu o *naked short-selling*⁴. Porém, segundo Alves (2010), em 25 de Setembro de 2008, a CMVM veio implementar uma excepção ao anteriormente definido. A partir de então, o intermediário financeiro receptor da ordem podia aceitá-la e executá-la sem que o ordenador lhe provasse, aquando da recepção da ordem de venda a descoberto, que dispunha dos instrumentos financeiros necessários para a liquidação, por empréstimo ou outro meio equivalente. Neste caso, caberia ao intermediário financeiro receptor da ordem, se outro intermediário financeiro não o tivesse feito, assumir a responsabilidade pela liquidação da ordem. É ainda importante referir que a Instrução nº 2/2008 previamente mencionada previu a proibição dessas operações de venda curta garantidas por instituições financeiras, quando essas instituições financeiras se encontravam cotadas nos mercados sujeitos à sua supervisão. Assim sendo, o regime vigente em Portugal permite as operações de *covered short-selling* mas não as de *naked short-selling*, excepto nas condições referidas. Relativamente à transparência do regime de *short-selling* vigente em Portugal, foram instauradas medidas rigorosas que exigem uma comunicação ao supervisor (CMVM) da constituição de interesses a descoberto e possíveis alterações das mesmas. Por sua vez, a CMVM poderá também informar o mercado quando determinada dimensão dessas operações for ultrapassada.

⁴ A diferença entre o *covered short-selling* e o *naked short-selling* reside na garantia que o primeiro assegura e o segundo não. As operações de *naked short-selling* consistem na venda de acções que o investidor não detém sem as pedir emprestadas ou tomar as diligências para o seu empréstimo (Alves, 2010).

2. Gestão Activa dos Fundos de Investimento Mobiliários

Neste capítulo, será feita referência à Teoria da Eficiência dos Mercados e a implicação da sua verificação na gestão activa dos FIM. Posteriormente, é realizado um enquadramento teórico e empírico da qualidade de *stock-picking* dos gestores dos fundos. Finalmente, são mencionadas algumas limitações existentes na actuação dos gestores e são discutidos os comportamentos decorrentes dessas limitações. Essas limitações e comportamentos poderão influenciar as rendibilidades alcançadas pelos FIM, pelo que poderão dificultar a obtenção de conclusões acerca de a capacidade de *stock-picking* dos seus gestores.

2.1. A Eficiência dos Mercados e os gestores dos Fundos de Investimento

Um mercado eficiente é aquele no qual os preços reflectem adequadamente a informação disponível. É extremamente importante pois permite que os preços dos activos financeiros contribuam para uma correcta afectação dos recursos na economia, ao reflectirem as características de risco desses activos.

A Teoria da Eficiência dos Mercados, introduzida por Fama (1970), apoia-se em vários pressupostos:

- Todos os participantes são *price-takers*, isto é, os mercados são de concorrência perfeita pelo que neles participam muitos vendedores e compradores. Assim, nenhum agente consegue influenciar individualmente o preço dos activos, sendo este resultado do livre jogo entre a oferta e a procura.
- Não existem fricções de mercado: impostos, custos de agência, custos de transacção e custos de falência. Caso contrário, as taxas de rendibilidade seriam diferentes das taxas de custo de capital das empresas.
- Os mercados são informacionalmente eficientes. Tal traduz que os Agentes Económicos têm acesso a informação completa, simétrica e

oportuna, não existindo informação privilegiada (detida por *insiders*). Essa informação é rapidamente incorporada nos preços.

- Os agentes económicos são investidores racionais com expectativas homogéneas, ou seja, de acordo com a informação (igual para todos), todos avaliam da mesma forma os activos financeiros e, conseqüentemente, todos tomam as mesmas decisões.

Assim, tendo em conta os pressupostos supra-citados, um mercado eficiente está associado a um mercado no qual os preços dos activos financeiros transaccionados reflectem toda a informação relevante instantaneamente. Nestas condições, não é possível obter rendibilidades superiores às do mercado de forma consistente (usando a mesma informação que nele está disponível). Desta forma, nestes mercados, os preços representam um estimador não enviesado do verdadeiro valor dos activos financeiros e não é possível prever as rendibilidades futuras dos activos financeiros (variação dos preços é aleatória – *random walk*) por se basearem em informação ainda não conhecida. Neste sentido, os desvios nos preços face ao valor devem ser aleatórios de tal forma que não seja possível identificar as acções subavaliadas e sobreavaliadas. Por conseguinte, não sendo possível definir uma estratégia de investimento que permita a obtenção de rendibilidades supranormais dada a imprevisibilidade da variação dos preços e a impossibilidade de detecção de activos sobre ou subavaliados, os investidores que actuam nos mercados financeiros deveriam prosseguir estratégias de gestão passiva (estratégias *buy-and-hold*). Ora, este tipo de estratégias consiste na replicação da carteira de mercado ou *benchmark* (activos e a sua ponderação), sem reajustar a carteira de acordo com o que vai sucedendo a curto prazo nos mercados financeiros. O objectivo é obter rendibilidades similares a este num longo prazo. Assim sendo, o *stock-picking*, que consiste na selecção de acções com base num conjunto de critérios no intuito de obter uma taxa de rendibilidade superior à do mercado, não apresentaria quaisquer resultados. Os fundos de investimento (essencialmente os de gestão activa) não teriam razão de existir uma vez que os investidores poderiam replicar a carteira de mercado e mantê-la sem recorrer aos mesmos.

Por outro lado, Fama (1970) definiu vários níveis de eficiência dos mercados. Um mercado eficiente na versão fraca implica que o preço reflecta a informação pública do passado, ou seja, não é possível obter rendibilidades anormais através do estudo dos preços passados. Por outro lado, um mercado pode ser eficiente na versão semi-forte quando os preços actuais reflectem toda a informação pública (do passado e do presente) (esta versão incorpora a versão fraca). Finalmente, um mercado eficiente na versão forte é aquele em que o preço reflecte toda a informação existente, ou seja, a informação pública passada e presente e a informação privada, detida apenas por *insiders*. Assim, nesta versão máxima, nenhum investidor consegue obter sistematicamente rendibilidades anormais com base em qualquer tipo de informação. Esta última versão torna-se importante para este estudo uma vez que num mercado com este nível máximo de eficiência, o *market-timing*, estratégia de investimento baseada numa tentativa de previsão das flutuações futuras dos preços e utilizada pelos gestores dos fundos de investimento, seria infrutífero dado que, quando o investidor fosse actuar, o preço já reflectiria toda a informação. A versão fraca da eficiência também assume importância dado que, se esta não se verificar, revelará auto correlação entre as cotações das acções o que colocará em causa o *random walk*. A verificação de auto correlação indicaria que existe algum padrão nas cotações e que, por isso, é possível obter rendibilidades anormais através do estudo dos preços passados. Ora, não se verificando o *random walk* e, conseqüentemente, a versão fraca da eficiência, os investidores em geral e os gestores dos fundos de investimento em particular que apresentarem capacidade de *stock-picking* poderão obter rendibilidades superiores às do mercado.

Tobin (1984), por sua vez, identificou duas vertentes da Eficiência:

- A Eficiência do Valor Fundamental assume que o preço é a melhor estimativa (não enviesada) do valor. Verificando-se a eficiência dos mercados nesta vertente, garante-se a correcta afectação dos recursos numa economia uma vez que os preços reflectiriam as características das acções (como o nível de risco);
- Por sua vez, a Eficiência Informacional depende da velocidade e precisão com que a informação é incorporada nos preços dos títulos. Assim, um mercado informacionalmente eficiente incorporará a informação instantaneamente e na proporção adequada.

No âmbito da eficiência informacional e estabelecendo a ponte entre esta e os gestores dos fundos de investimento, Grossman e Stiglitz (1980) defenderam que, sendo a informação dispendiosa, os preços não podem reflectir na perfeição toda a informação disponível. Caso reflectissem - eficiência informacional, não existiriam incentivos suficientes para aqueles que despendessem recursos na obtenção dessa informação (sobretudo os investidores institucionais). Desta forma, sugerem que existe um conflito entre a eficiência informacional dos mercados e os incentivos para a aquisição da informação.

Como referido, um dos pressupostos que a eficiência dos mercados assume é a ausência de fricções de mercado. Contudo, tal assumpção é totalmente irrealista. O investimento em valores mobiliários acarreta diversos tipos de custos para os investidores. Alguns não são directamente mensuráveis, como o tempo e esforço dispendidos na aquisição de informação, no acompanhamento dos mercados e na monitorização dos investimentos; outros já são mais objectivos e, por isso, passíveis de quantificação. Esses custos de transacção podem ser, por exemplo, as comissões de bolsa, de corretagem e/ou de custódia. Assim, segundo Jensen (1978), numa versão mais realista da Eficiência dos Mercados, os preços reflectem a informação até ao ponto em que os custos marginais de aquisição de informação e transacção não superem o benefício marginal da mesma. Por outro lado, também existem impostos que são aplicados a vários níveis e influenciam as decisões de investimento. Ainda relativamente à assumpção respeitante à inexistência de fricções no mercado, é possível confirmar também a existência de custos de agência. Estes resultam de conflitos de interesses entre o principal e o agente e acarretam custos para uma das partes. Esses conflitos podem existir entre os accionistas e os gestores, os credores e os gestores, entre outros.

Outro pressuposto que é também comprovadamente irrealista é o relativo à assumpção de que todos os investidores são racionais e que possuem expectativas homogéneas. A racionalidade de todos os investidores é posta em causa pela existência de *noise trading* que Black (1986; p.531) define como:

“Noise trading provides the essential missing ingredient. Noise trading is trading on noise as if it were information. People who trade on noise are willing to trade even though from an objective point of view they would be better off not trading. Perhaps they think the noise they are trading on is information. Or perhaps they just like to trade.”.

De forma similar, Hand e Skantz (1998) definem *noise traders* como investidores que reagem ao “ruído” como se estivessem perante informação relevante. Assim, as transacções dos *noise traders* têm impacto ao nível dos preços dos activos, introduzindo “ruído” no mercado e podendo afastá-los do seu valor. Mas, contudo, Black (1986) defende a importância dos *noise traders* para a existência de mercados líquidos. Com estes agentes, torna-se possível para os investidores que actuam com base em informação obter rendibilidades positivas em detrimento desta classe de investidores. Por outro lado, a recente vertente das Finanças Comportamentais assume desde logo que nem todos os investidores são perfeitamente racionais como descritos pelas Finanças Clássicas.

Relativamente às expectativas homogéneas, facilmente se demonstra que este pressuposto não tem aplicabilidade prática pois implicaria que, perante uma mesma informação, todos os investidores actuassem e pensassem da mesma forma. Ora, se os investidores reagissem todos da mesma forma a uma informação, não se verificariam compras e vendas de títulos simultâneas ou no mesmo dia. O vendedor dos títulos, ao lidar com a informação, criou expectativas de diminuição do preço, ao contrário do comprador que espera um aumento dos preços. Miller (1977) defende que a incerteza é o ponto-chave na criação de expectativas distintas. Quão maior a incerteza, maior será o risco e a divergência de opiniões e expectativas. Desta forma, as expectativas dos investidores são heterogéneas e o equilíbrio de mercado (intersecção entre a procura e a oferta) dependerá da existência de mais ou menos investidores optimistas (preço mais elevado no equilíbrio de mercado) ou pessimistas (preço mais baixo). Na presença de mais investidores optimistas face aos pessimistas, o equilíbrio de mercado será fixado a um preço mais elevado. Se, pelo contrário, existirem mais investidores pessimistas, o

preço que caracterizará o equilíbrio de mercado será mais baixo. Assim, as expectativas possuem um importante papel na definição do equilíbrio de mercado.

Por conseguinte, apenas alguns investidores representam os investidores racionais como descritos pelas Finanças Clássicas. Os investidores institucionais são considerados investidores racionais pelo que os Fundos de Investimento, em geral, e os seus gestores, em particular, são tidos como arbitragistas. Os investidores institucionais são normalmente investidores racionais porque são investidores mais sofisticados, com melhores níveis de qualificação e possuem incentivos financeiros. Cabe então a este tipo de investidores a tarefa de arbitrar e, assim, redireccionar os preços para os seus valores fundamentais, de acordo com as Finanças Racionais. São duas as grandes diferenças entre os investidores individuais e os investidores institucionais: primeiro, o nível de riqueza *per capita* gerido pelos investidores institucionais é superior do que o controlado pelos investidores individuais; segundo, as decisões são tomadas de acordo com uma determinada estrutura pelos investidores institucionais, o que pode ou não ser o caso para os investidores individuais. Contudo, Ramadorai (2010) chama a atenção para o erro de considerar os investidores institucionais uma classe homogénea, dadas as diferentes abordagens que fundos de pensões, fundos de investimento mobiliário ou *hedge funds* adoptam nas suas intervenções no mercado. Porém, como será analisado mais adiante, o mais importante reside na investigação científica que vem comprovando que os investidores institucionais podem possuir incentivos que os levem a destabilizar os preços de mercado, ao invés de os estabilizar por lhes permitir obter rendibilidades superiores.

2.2. *Stock-Picking* dos gestores dos FIM

O *stock-picking* é uma das técnicas utilizadas pelos gestores de fundos de investimento para a obtenção das maiores rendibilidades possíveis. Jensen (1968) definiu o *stock-picking* como a capacidade de selecção de acções através de previsões acertadas dos seus preços, de forma a obter rendibilidades superiores às esperadas para um dado nível de risco da carteira. Importa então conseguir prever quais as acções cujo preço irá registar um aumento de forma a incluí-las na carteira e as acções cujo preço irá diminuir de forma a vendê-las ou realizar operações de venda a descoberto sobre as

mesmas. Assim, e de acordo com Kohn (1978), os investidores racionais compram quando as possibilidades de o preço subir são elevadas, independentemente de os preços serem baixos ou não (e vice-versa), podendo contrariar a perspectiva de Friedman (1953, p. 175) expressa na seguinte afirmação:

“People who argue that speculation is generally destabilizing seldom realize that this is largely equivalent to saying that speculators lose money, since speculation can be destabilizing in general only if speculators on the average sell when the currency is low in price and buy when it is high.”

Desta forma, procurando os gestores de fundos de investimento por acções cujo preço apresente um potencial de valorização ou desvalorização, independentemente do nível dos preços face aos fundamentais, poderá pôr em causa um dos postulados das Finanças Clássicas de que os investidores racionais estabilizam os preços.

Contudo, outra competência que se pode revelar diferenciadora nos gestores de fundos de investimento é a capacidade de prever os movimentos do mercado e dos preços das acções de forma a aproveitá-los – *market timing*. Ora, a relação entre o *stock-picking* e o *market timing* é intuitiva. Um gestor pode ter excelentes competências de *stock-picking*, escolhendo as acções que irão oferecer as melhores rendibilidades, mas se as acções forem vendidas no momento errado poderá não obter as mais elevadas rendibilidades possíveis. Se as vender muito cedo, não irá capturar todo o potencial de valorização que o preço das acções apresentaria. Mas se, pelo contrário, as vender muito tarde, poderá perder alguma da rendibilidade que já teria obtido. Assim, estas duas competências são muito importantes para a obtenção de rendibilidades superiores ao mercado/*benchmark*.

Treynor (1965; citado por Ramadorai, 2010), Sharpe (1966) e Jensen (1968) foram os pioneiros no estudo do desempenho dos gestores de fundos de investimento. Uma das principais questões que surge de alguma da literatura mais importante neste âmbito relaciona-se com a utilidade dos fundos de investimento e, conseqüentemente, a racionalidade dos seus investidores. Ora, uma vez que alguns investigadores comprovaram empiricamente, para os períodos e mercados estudados, que os gestores não conseguem obter rendibilidades superiores às do mercado (tais como Carhart (1997) ou Romacho e Cortez (2005) a nível nacional, embora outros tenham comprovado o

contrário como Grinblatt e Titman (1992), Elton *et al.* e Wermers (2000)), torna-se irracional que ainda exista investimento em fundos de investimento.

Embora alguns gestores de fundos de investimento consigam obter rendibilidades superiores ao mercado, existe ainda a dúvida se essa rendibilidade é atribuível a uma efectiva capacidade de os gestores ou se se deve apenas à sorte. Ora, se os fundos de investimento conseguirem obter rendibilidades superiores com persistência, é atribuído o mérito aos gestores. Contudo, se não revelarem persistência nas rendibilidades, é também defendido que tal facto pode ser interpretado como uma evidência da eficiência dos mercados pois sugere que nenhum investidor possa obter consistentemente rendibilidades superiores ao mercado. Assim, Berk e Green (2004) defendem que se os gestores de fundos de investimento, através das suas estratégias de gestão activa, não conseguirem superar as rendibilidades do mercado ou do *benchmark*, pode ser uma consequência da competitividade e eficiência do mercado por capital, não implicando necessariamente uma ausência de capacidade e competência desses gestores. Se os investidores competirem entre eles pela obtenção de rendibilidades superiores e enfrentarem limitações na implementação das suas estratégias, acabarão por obter rendibilidades absolutas (líquidas de comissões) nulas. Consequentemente, o nível médio de competência de todos os gestores que prossigam estratégias de gestão activa não poderá ser inferido a partir dos seus desempenhos passados. Essa competitividade entre investidores tem repercussões na ausência de rendibilidades anormais e de persistência de rendibilidades. Assim, se existir previsibilidade nas rendibilidades dos gestores de fundos, haverá falta de competitividade/eficiência no mercado. Estes autores obtiveram resultados empíricos que apontam para um elevado nível de competência dos gestores de fundos de investimento mobiliários: 80% dos gestores têm, pelo menos, capacidade e competência suficientes para merecer as suas comissões. Reforçando o argumento de Berk e Green (2004), surgem Daniel *et al.* (1997) que obtiveram resultados a nível empírico que corroboraram a perspectiva anteriormente referida de Grossman e Stiglitz (1980). Por outro lado, Sharpe (1966) também destacou a importância da verificação ou não da teoria do *random walk* para a obtenção das rendibilidades desejadas por parte dos gestores dos fundos de investimento. Ora, a sua verificação implica, como já referido, que não exista utilidade no estudo dos preços passados para a previsão dos preços futuros, tornando o trabalho dos gestores na

detecção de activos com preços incorrectos muito difícil e dispendiosa. Assim, se a teoria do *random walk* se verificar, isso não significa que os gestores responsáveis pelo *stock-picking* não estejam a desempenhar bem as suas funções. Indica, pelo contrário, que o estão a fazer muito bem pois as oportunidades de arbitragem são imediatamente eliminadas, concluindo o mesmo que Berk e Green (2004). Mas, verificando-se este cenário, torna-se inútil para os gestores dos fundos de investimento dedicarem vastos recursos na procura de acções sobre ou subavaliadas. Pode até gerar rendibilidades líquidas (depois dos custos) para os seus investidores mais baixas do que se não seguirem essa estratégia. Assim, neste caso, o gestor deveria dedicar-se à avaliação da extensão pela qual as rendibilidades das diferentes acções estão correlacionadas ao invés de procurar detectar acções com preços acima ou abaixo dos valores fundamentais.

Contudo, existe um exemplo claro em que realmente se evidenciou o *stock-picking* e o *market-timing* dos gestores dos fundos de investimento, mais propriamente dos gestores dos *hedge funds*. É o relatado no *paper* de Brunnermeier e Nagel (2004) no qual estudaram a actuação dos *hedge funds* durante a bolha tecnológica nos EUA que se iniciou em 1998 e rebentou no ano de 2000. Segundo os resultados empíricos obtidos, os *hedge funds* não somente não realizaram as operações de arbitragem que seriam de esperar¹ como também detinham posições longas nas acções tecnológicas, com preços claramente sobreavaliados. Porém, os autores descobriram empiricamente que os *hedge funds* tinham sido razoavelmente bem sucedidos na venda de posições em acções do segmento tecnológico antes do “rebentamento” da bolha. No trimestre antes do pico, os *hedge funds* detinham aproximadamente o dobro das acções que detinham no trimestre seguinte ao pico. Ora, isto revela a capacidade que esses fundos detiveram na identificação do pico nos preços de acções tecnológicas individuais – *market timing*, reorientando o investimento para acções tecnológicas que continuassem a evidenciar preços crescentes – *stock-picking*, permitindo-lhes capturar a subida dos preços, evitando a maior parte da descida.

¹ Dada a incrível valorização dos preços das acções do sector tecnológico face aos seus fundamentais, seria de esperar a venda das posições longas em carteira nessas acções e/ou a realização de operações de *short-selling* sobre as acções.

2.3. Limites à Actuação dos Gestores dos Fundos de Investimento

Como explicado anteriormente, as competências de *stock-picking* dos gestores dos fundos de investimento são essenciais para a obtenção de rendibilidades atractivas para os actuais e potenciais investidores do fundo. Contudo, mesmo sendo o gestor muito competente na realização de *stock-picking*, este poderá não conseguir aplicar as estratégias activas que definiu para as suas carteiras de investimento devido a algumas restrições na sua actuação e abordagem ao mercado. Nesta secção, irão ser abordados os principais limites que os gestores enfrentam no desempenho das suas funções e os seus comportamentos/estratégias subsequentes.

a) Limitações decorrentes do mercado

Os gestores dos fundos de investimento, ao detectarem uma oportunidade de arbitragem, irão pretender adoptar as estratégias necessárias para o seu aproveitamento. Contudo, existem alguns limites à arbitragem e à actuação dos gestores que podem condicionar a adopção dessas estratégias e, conseqüentemente, as rendibilidades que delas esperariam. Brunnermeier e Nagel (2004) apontaram os seguintes e principais limites à arbitragem:

- O *noise trader risk*, que poderá agravar o desvio dos preços face aos fundamentais num curto prazo. Num longo prazo, este risco é eliminado pois os *noise traders* são eliminados pelas perdas que terão que suportar, segundo as Finanças Clássicas. Surge da imprevisibilidade e irracionalidade das convicções e acções futuras dos *noise traders*, limitando a agressividade com que os investidores racionais “atacam” as oportunidades de arbitragem (De Long *et al.*, 1990b). Este risco assume particular importância pelo facto de limitar as estratégias dos gestores dos fundos, sobretudo em relação a posições de arbitragem muito voláteis. Esta limitação surge da possibilidade de os investidores dos fundos retirarem o capital neles investido (*outflows*)² quando as

² A problemática em torno da entrada e saída de fluxos de capital dos fundos será abordada de forma mais aprofundada no ponto 2.4.2. *Stock Fire Sales*.

suas carteiras apresentassem perdas, mesmo que estas resultassem de um aprofundamento temporário do *mispricing* (Shleifer e Vishny, 1997);

- A aversão ao risco, pois, como qualquer agente económico, também os investidores racionais (arbitragistas) são avessos ao risco. Essa aversão ao risco poderá torná-los mais prudentes na tomada de posições no âmbito do processo de arbitragem quando não existem substitutos perfeitos (cobertura incompleta) do activo a arbitrar e têm, por isso, que enfrentar o risco fundamental;
- O risco de sincronização que está associado à incerteza do momento em que os restantes arbitragistas actuarão. Mesmo realizando a transacção teoricamente correcta, se os restantes investidores não actuarem no mesmo sentido, o arbitragista que actuar poderá enfrentar perdas. Segundo Abreu e Brunnermeier (2003), este risco poderá tornar óptimo para os arbitragistas alimentar a bolha antes de a atacar enquanto não for suficiente o número de arbitragistas disposto a equilibrar os preços. Estes autores defendem que o rebentar de uma bolha requer uma acção sincronizada por parte dos investidores racionais que podem carecer de incentivos e capacidade para agir de forma coordenada.

Assim, embora a actuação dos investidores racionais possa ser em direcção à eficiência fundamental dos mercados, esta não será exequível totalmente perante estas limitações. Será apenas possível atenuar (e não eliminar) os desvios dos preços provocados pelos *noise traders* pois as oportunidades de arbitragem serão apenas parcialmente exploradas. Porém, a esta perspectiva está associado um conjunto de pressupostos, embora De Long *et al.* (1990b) consideram não ser irrealista no contexto actual dos mercados financeiros:

- Os arbitragistas são investidores avessos ao risco e têm um horizonte de investimento de curto prazo;
- A oferta de acções é fixa ou inelástica;
- O comportamento dos *noise traders* é imprevisível e este tipo de investidores, no seu conjunto, constituem uma parte significativa da totalidade dos investidores;
- No longo prazo, os *noise traders* não são eliminados do mercado.

b) Limitações decorrentes da forma organizacional dos Fundos de Investimento

Bikhchandani e Sharma (2001) referem três limitações na actuação dos gestores que os poderão levar a adoptar estratégias e comportamentos não baseados nas suas competências em *stock-picking* e *market timing*:

- Informação Assimétrica: o facto de existir informação assimétrica poderá levar os gestores dos fundos de investimento a prosseguir uma estratégia não inicialmente delineada e, conseqüentemente, que não resulte das suas competências de *stock-picking*. O gestor do fundo poderá prosseguir estratégias de *herding*³, alterando a sua decisão, por considerar que os outros investidores terão informação adicional sobre a rendibilidade do investimento o que se reflectiria nas suas acções/decisões. É necessário ter em conta que, mesmo estando toda a informação pública disponível, a avaliação da sua qualidade cabe a cada investidor e essa mesma apreciação constituirá informação privada. O *herding* poderá originar cascatas de informação, ou seja, os investidores investem em determinado projecto/activo apenas porque investidores anteriores investiram, independentemente da sua informação privada acerca do seu valor.
- Os incentivos consagrados pelo sistema de compensação e as condições de emprego dos gestores de fundos de investimento poderão levá-los a adoptar estratégias de forma a obter rendibilidades não muito díspares dos seus pares⁴. Ora, dada a dificuldade em avaliar a competência dos gestores de fundos de investimentos e a rendibilidade obtida pelos fundos de investimentos que gerem, a sua avaliação é frequentemente realizada comparativamente à *performance* que os outros fundos de investimento obtiveram ou face a um *benchmark*. Este problema surge então de conflitos de agência entre o principal (os investidores)

³ Esta temática será abordada no subcapítulo 2.4.1. *Herding*.

⁴ Este argumento é apenas relevante para investidores institucionais que investem em nome de outrem.

e o agente (gestor) dada a propensão para a ocorrência de risco moral⁵ ou selecção adversa⁶, fenómenos decorrentes de informação assimétrica.

- Finalmente, pode existir uma preferência intrínseca pela conformidade por parte do gestor do fundo de investimento para com as decisões dos seus pares, sobretudo quando subsistem dúvidas acerca da sua capacidade de gestão do fundo (quer por parte dos investidores, quer por parte do próprio gestor). Assim, as preocupações sobre a sua reputação poderão levar o gestor do fundo de investimento a prosseguir estratégias que não se baseiem nas suas competências. Este comportamento poderá aumentar ainda mais a incerteza já existente sobre as suas capacidades e dificultar a tarefa dos investidores em fundos de investimento na distinção dos melhores e piores gestores.

Outro factor que poderá igualmente limitar a actuação dos gestores dos fundos de investimento é o facto de a forma organizacional dos fundos permitir aos seus investidores exigirem o resgate dos seus investimentos. Ora, assim sendo, os gestores poderão enfrentar problemas de liquidez que irão afectar as rendibilidades que irão obter e, conseqüentemente os fluxos de capital (*inflows* e *outflows*) dos fundos. Por outro lado, os sistemas de compensação dos gestores premeiam frequentemente os gestores com base no valor dos activos sob gestão. Assim, os gestores poderão adoptar estratégias até manipuladoras para apresentar boas rendibilidades, ao invés de explorarem as suas competências de *stock-picking* e de *market timing*.

Do ponto de vista racional, Alexander *et al.* (2007) defendem que as transacções motivadas por razões distintas do *stock-picking* (problemas de liquidez, impostos, *window dressing*, entre outros) colocam os gestores dos fundos de investimento no papel dos *noise traders* e, que por isso, deveriam obter rendibilidades inferiores às transacções motivadas pela avaliação das acções.

⁵ Verifica-se quando existe informação assimétrica entre as partes depois da relação contratual ter sido iniciada. O principal não tem (total) controlo sobre o agente, pelo que este poderá agir em seu próprio benefício que poderá não corresponder ao benefício do principal.

⁶ Ocorre quando existe informação assimétrica entre as partes antes da relação contratual ter sido iniciada. Detendo uma das partes informação privada, esta poderá aproveitar-se da contraparte que não tem acesso a essa informação que, caso tivesse, poderia alterar a sua decisão.

2.4. Comportamentos e Estratégias dos Gestores dos Fundos de Investimento originados pelas Limitações existentes

Neste subcapítulo, serão apresentados alguns dos comportamentos e estratégias que os gestores adoptam face às limitações que enfrentam, quer de mercado, quer da forma de funcionamento dos fundos de investimento.

2.4.1. *Herding*

Lakonishok *et al.* (1992) destacam o *herding*, fenómeno que traduz a compra ou venda de determinadas acções em simultâneo com outros investidores de forma mais frequente do que seria de esperar se transaccionassem de forma aleatória e independente. Como tal, o investidor estará ciente das acções dos outros investidores e será influenciado por essas mesmas acções. Essa influência poderá resultar no não investimento por parte desse investidor por os restantes também não terem investido, quando sem saber das decisões dos restantes, a sua acção teria sido o investimento; ou, no investimento por outros investidores terem investido quando a sua decisão inicial seria a do não investimento. Segundo o artigo de Bikhchandani e Sharma (2001), os investidores individuais e institucionais são retratados como “rebanhos” que se envolvem em investimentos arriscados sem informação adequada ou correcta avaliação do *trade-off* risco-rendibilidade do investimento. Ora, isto gera uma preocupação geral com o facto de o *herding* poder aumentar a volatilidade, destabilizar os mercados e potenciar a fragilidade do sistema financeiro. Salientam ainda a diferença entre *herding* intencional e “falso *herding*”: “falso *herding*” representa uma solução eficiente, na qual grupos que enfrentam problemas de decisão e informação semelhantes tomam decisões similares. Os autores exemplificam o “falso *herding*” com a seguinte situação: um aumento súbito das taxas de juro diminui a atractividade de investimentos em acções, pelo que os investidores passam a preferir deter menores percentagens de acções em carteira como reacção a uma informação pública e conhecida e não pela observação do comportamento dos restantes investidores.

Relativamente à limitação decorrente do sistema de compensação implantado nos fundos de investimento, será de esperar que os gestores constituam carteiras de investimento similares à do *benchmark* no sentido de as suas rendibilidades também se

aproximarem e, assim, não porem em causa o seu emprego. Desta forma, esta limitação auto-imposta pelos fundos de investimento parece recompensar o *herding*. Quanto às preocupações dos gestores pela sua reputação, também o *herding* parece incentivado. Ao imitar as decisões dos seus pares, o gestor do fundo poderá preservar a sua reputação e, quando outros gestores se encontram na mesma situação, poderá desencadear-se o *herding*⁷. Este *herding* revelar-se-á ineficiente uma vez que os gestores irão ignorar a sua informação privada para seguir a decisão do primeiro investidor a investir. Assim, a informação na qual se baseia a decisão de todos os investidores torna-se reduzida e restringe-se à informação que serviu de suporte à decisão do primeiro investidor a decidir e actuar.

Desta forma, é possível concluir que, perante o fenómeno do *herding* nos fundos de investimento, nem sempre será possível aferir das competências dos gestores através do estudo das rendibilidades que estes obtêm. As três razões apontadas demonstram a forma como os gestores são influenciados e restringidos na sua actuação por razões que não deveriam interferir no processo de gestão das carteiras de investimento.

É ainda importante ressaltar que a verificação do *herding* junto dos investidores institucionais não implica por si só que a sua actuação seja destabilizadora dos preços. Aliás, mesmo ocorrendo este fenómeno, se disso resultar uma reacção atempada à informação fundamental, o mercado torna-se mais eficiente pela maior rapidez de ajustamento dos preços aos novos fundamentais (Lakonishok *et al.*, 1992).

Empiricamente, existem duas abordagens diferentes no estudo do fenómeno do *herding* em Portugal abordadas por autores diferentes. Lobão e Serra (2002) testaram a existência de *herding* nos Fundos de Investimento portugueses durante o período de 1998 a 2000. Detectaram uma forte evidência desse comportamento junto destes agentes económicos quer nas transacções de compra e quer nas de venda. Constataram ainda que o nível médio de *herding* junto dos fundos de investimento portugueses é quatro a cinco vezes superior ao verificado em estudos anteriores para os EUA ou o Reino Unido. Este resultado sugere que o *herding* se relaciona positivamente com a volatilidade dos mercados. Posteriormente, surgiu outro estudo, desta feita elaborado por Kallinteraki e Ferreira (2006) com outra abordagem para o estudo do *herding*

⁷ Isto ocorre devido à dificuldade em avaliar a competência dos gestores de fundos de investimentos e a rendibilidade dos fundos que gerem como anteriormente referido e explicado.

(período de estudo 1993-2005): ao contrário do estudo anterior que abordou a questão a um nível micro (utilizando as carteiras dos fundos de investimento), este recorreu a dados agregados como as rendibilidades. Ainda assim, os resultados que obtiveram apontaram no mesmo sentido dos obtidos por Lobão e Serra (2002), quer a nível da verificação de um *herding* significativo como também a nível da volatilidade.

Conclusivamente, o *herding* poderá “mascarar” as competências de *stock-picking* dos gestores dos fundos de investimento. As rendibilidades dos fundos poderão não reflectir estratégias por eles definidas mas sim as competências de outros gestores (os primeiros a actuarem e que serão imitados), o receio associado ao seu emprego e os efeitos negativos decorrentes do sistema de compensação dos gestores implementado.

2.4.2. *Stock Fire Sales*

Coval e Stafford (2007) destacam a pressão nos preços que os Fundos de Investimento exercem essencialmente quando se encontram com dificuldades financeiras (*financial distress*). Ora, o *financial distress* é frequentemente provocado por baixas *performances* dos fundos⁸ que levam os seus investidores a pedir o resgate dos seus investimentos (*outflows*). Perante os *outflows* a que estão sujeitos, os fundos são obrigados a vender parcial ou totalmente algumas posições em títulos que detêm em carteira no sentido de cobrir os resgates exigidos⁹. Estas vendas forçadas tornam-se especialmente dispendiosas quando existe uma significativa sobreposição dos títulos detidos em carteira por outros fundos em *financial distress*. Por isso, as vendas desses mesmos títulos serão em maior volume e praticamente em simultâneo, levando a que a pressão e o impacto nos preços sejam ainda maiores e que o preço de transacção se afaste ainda mais do valor fundamental do activo. Para uma melhor compreensão, os autores definem vendas forçadas de acções (*stock fire sale*): vários proprietários, todos em *financial distress*, vendem simultaneamente determinado título. Destacam assim a necessidade de existirem muitos vendedores em relação a potenciais compradores para

⁸ Os autores destacam a forte relação existente entre a *performance* passada e os fluxos de capital de entrada e de saída dos fundos de investimento, já bem documentada por vários autores como, por exemplo, Ippolito (1992), Chevalier e Ellison (1997) e Sirri e Tufano (1998).

⁹ Os fundos poderiam recorrer a dinheiro em caixa, a empréstimos ou ao *short-selling* como alternativa. Contudo, são diversas as dificuldades associadas à obtenção de um empréstimo e é raro um fundo manter valores significativos em caixa. Por outro lado, o *short-selling* é também difícil dadas as restrições que lhe estão associado.

existir uma pressão significativa nos preços. Existindo apenas um vendedor para muitos compradores, é pouco provável que venha a suscitar uma pressão nos preços e a venda não será a preços de “saldo” (preço significativamente inferior ao valor fundamental do título em questão).

Assim, perante fluxos de saída de capital de um fundo de investimento, poderão gerar-se vendas forçadas, reduzindo ou eliminando posições em carteira, com a consequente pressão nos preços que lhes estão associadas. Porém, a situação oposta pode também ser geradora de pressão nos preços e pode revelar-se dispendiosa para os fundos de investimento. Perante significativos fluxos de entrada de capital (*inflows*), os fundos de investimento tendem a aumentar as suas posições existentes (agindo como se também estivessem limitados quando existem alternativas na aplicação desses *inflows*), criando uma pressão nos preços das acções comuns a esses fundos. Essa forma de emprego dos *inflows* surge associada à rapidez de aplicação dos fluxos que lhes é exigida. Desta forma, muitos fundos de investimento, em simultâneo, procuram adquirir os mesmos títulos (face a um número inferior de vendedores desses títulos) que, por consequente, se repercutirá em preços significativamente superiores ao valor fundamental.

É ainda de destacar que dada a importância crescente dos fundos de investimento, sobretudo nos mercados financeiros americanos, estas decisões de injectar ou retirar o capital dos fundos de investimento podem ter um impacto ainda mais significativo nos preços.

Apesar de que, num primeiro momento, as fracas rendibilidades que os gestores apresentem se possam dever a uma competência de *stock-picking* menos convincente, essas serão deterioradas pela necessidade de estes obterem liquidez para fazer face aos consequentes resgates. Na situação contrária, as rendibilidades que os gestores obtêm poderão também ser prejudicadas pela necessidade de rapidamente aplicar os *inflows* decorrentes das boas rendibilidades obtidas, levando-os a aplicá-los em acções já detidas em carteira.

Contudo, estes custos associados a crises de liquidez (escassez ou excesso de liquidez) podem ser reduzidos com uma actuação mais cautelosa e através da adopção das seguintes medidas (Coval e Stafford, 2007):

- Manter dinheiro em caixa quando é expectável que venham a enfrentar *outflows* dado que os fluxos são, em parte, previsíveis.
- Quando necessitam de liquidez, os fundos de investimento devem vender essencialmente acções de grandes empresas, mais líquidas ou de empresas cuja *performance* passada tenha sido razoavelmente favorável, de forma a reduzir os custos associados a essa necessidade de liquidez (vice-versa).

Por sua vez, Alexander *et al.* (2007) procuraram estabelecer uma relação entre as transacções dos fundos de investimento e as motivações por detrás das mesmas. Como referido, a actuação dos gestores dos fundos de investimento é limitada pela ameaça resultante da possibilidade de os investidores exigirem o resgate do seu capital ao obrigá-los a controlar a liquidez do fundo vendendo acções (vice-versa). Assim, depois de encontrarem uma forte evidência empírica de suporte à hipótese de que os gestores dos fundos possuem capacidade para avaliar as acções, os autores procuraram estimar a *performance* das acções compradas e vendidas pelos fundos de investimento por motivos de avaliação e por motivos de necessidade ou excesso de liquidez. Comprovaram empiricamente que as acções adquiridas por motivos de excesso de liquidez registavam uma *performance* ligeiramente inferior aos seus *benchmarks* no ano seguinte, ao contrário das aquisições motivadas pela avaliação das acções. Relativamente às vendas, a rendibilidade das acções vendidas devido à escassez de liquidez superou significativamente a *performance* dos seus *benchmarks* no ano seguinte, o que novamente contrasta com os resultados registados pelas acções vendidas por motivos de avaliação. Esta superior *performance* das acções vendidas por razões de liquidez é justificável pela capacidade de selecção das acções (*stock-picking*). Assim, se os gestores se virem forçados a vender acções para obter dinheiro, eles irão vender acções que não venderiam caso não necessitassem. Desta forma, se pudessem, mantê-las-iam em carteira. Quando as acções são vendidas por motivos de avaliação, é porque os gestores não prevêem que a evolução dos seus preços lhes seja favorável no futuro, pelo que as suas rendibilidades mais baixas face ao *benchmark* apontam para competências de *stock-picking* dos gestores.

Contudo, Alves e Mendes (2011) encontraram evidência empírica que demonstrou que, em Portugal, os investidores dos fundos não reagem, por norma, às rendibilidades dos mesmos. Classificam o mercado de acções português como pequeno e sugerem que esta ausência de reacção dos investidores pode ser atribuível a uma menor sofisticação dos investidores portugueses. Assim, os investidores portugueses parecem não recompensar os gestores dos FIM de forma correcta, ou seja, não redireccionam os seus investimentos para os que obtêm melhores rendibilidades nem resgatam as suas participações nos que apresentam menores rendibilidades.

2.4.3. *Window Dressing*

Jansson (1983, p. 139; citado por Lakonishok *et al.*, 1991) referia que: “*Nobody wants to be caught showing last quarter’s disasters... . You throw out the duds because you don’t want to have to apologize for and defend a stock’s presence to clients even though your investment judgment may be to hold*”.

Assim, os gestores dos fundos de investimento procuram eliminar das suas carteiras de investimento, no final do ano ou no final do trimestre (quando as rendibilidades obtidas são avaliadas), as acções que apresentem más rendibilidades – *Window Dressing*. A forma mais recorrente de *window dressing* é a venda de acções recentemente perdedoras, isto é, acções que apresentem baixas (ou negativas) rendibilidades ou, também a compra de acções recentemente ganhadoras (que apresentem elevadas rendibilidades).

As razões por detrás deste fenómeno são as já mencionadas: as preocupações dos gestores com os seus empregos e reputações e os *outflows* que podem decorrer de más *performances*. Neste sentido, os gestores vão contra as suas estratégias iniciais definidas através do *stock-picking* e do *market timing*, de forma a não terem que enfrentar as consequências decorrentes de más rendibilidades. Por vezes, essas estratégias iniciais podem apresentar temporariamente rendibilidades menos positivas que, posteriormente, possam apresentar melhores rendibilidades. Assim, os resultados obtidos pelos gestores dos fundos de investimento poderão, mais uma vez, não reflectir as suas verdadeiras competências devido à forma como são avaliados e às reacções dos investidores individuais dos fundos.

2.4.4. Outras Perspectivas

De seguida, serão apresentados outros comportamentos estratégicos que possam decorrer e que ainda não foram mencionados.

a) Estratégias de curto prazo

Segundo Lakonishok *et al.* (1992), devido aos conflitos de agência que surgem na gestão dos fundos de investimento (entre os gestores e os investidores dos fundos) e as limitações decorrentes do mercado como o *noise trader risk*, como referido, os investidores racionais são incentivados a desenvolver estratégias que não se baseiam nos fundamentais. Essas estratégias podem exigir horizontes temporais de investimento de longo prazo que, no curto prazo, poderão gerar maus resultados face a um *benchmark*. Por sua vez, as más rendibilidades obtidas poderão provocar fluxos de saída de capital e até mesmo o despedimento do gestor do fundo. Assim, os gestores tendem mais frequentemente a prosseguir estratégias de curto prazo baseadas em análise técnica e outros tipos de *feedback* sobre transacções. Desta forma, não recorrem à informação fundamental, podendo provocar desequilíbrios no mercado. As estratégias de *feedback* positivo são um exemplo, e, segundo De Long *et al.* (1990a), consistem na compra do valor mobiliário quando o seu preço sobe e na sua venda quando este diminui. Estas estratégias de investimento assentam na crença da existência de *momentum* nos preços, ou seja, que acções com elevadas rendibilidades nos últimos doze meses superam as acções com baixas rendibilidades nos últimos doze meses, pelo que a tendência que os preços evidenciam tende a manter-se (Jegadeesh e Titman, 1993). As estratégias consistem no seguinte: perante informação nova e positiva, os arbitragistas actuam de imediato no mercado (comprando) originando um aumento dos preços que, por sua vez, incitará posteriormente os *noise traders* à sua compra. Cientes deste comportamento por parte dos restantes investidores, os arbitragistas irão comprar mais acções no imediato, conduzindo o preço para valores superiores aos fundamentais (actualizados pela nova informação) ainda antes de os *noise traders* actuarem. Quando, depois, os investidores irracionais comprarem as acções devido ao aumento ocorrido no seu preço, este irá manter-se acima dos fundamentais apesar de os arbitragistas já procederem à venda das acções e à estabilização dos preços. Assim, embora o aumento nos preços seja racional

devido à nova informação que surgiu, este é excessivo devido à estratégia que os arbitragistas adoptam face às estratégias desenvolvidas pelos *noise traders*. Desta forma, com a presença dos arbitragistas, os desvios nos preços são ainda mais significativos do que seriam no caso de não existirem. Um exemplo destacado por De Long *et al.* (1990a) é o do investidor George Soros. Soros tem sido bem sucedido na adopção de uma estratégia baseada no comportamento da multidão e na antecipação da procura por parte dos *noise traders*, nomeadamente nas bolhas especulativas dos anos 60 e 70 nos EUA, ao invés de actuar de acordo com os fundamentais. É importante notar que este tipo de estratégias permite aos gestores de fundos de investimento que a prosseguem retirar as acções perdedoras da carteira e, deste modo, libertá-los do constrangimento perante os seus investidores. Isto permite-lhes apresentar melhores rendibilidades no final do ano e evitar as consequências decorrentes de uma pior *performance – window dressing* (Lakonishok *et al.*, 1991).

b) Assumpção de um maior risco

Segundo as Finanças Racionais, qualquer investidor deverá procurar diversificar amplamente a sua carteira de investimento de forma a reduzir a sua exposição ao risco sistemático. Contudo, os gestores de fundos de investimento, dadas as suas vantagens informacionais, poderão querer deter carteiras concentradas em determinados sectores. Tal poderá ocorrer caso creiam que esses sectores irão obter melhores rendibilidades que outros ou caso acreditem que possuem melhores competências de *stock-picking*. Desta forma, seria expectável que os gestores competentes possuíssem carteiras mais concentradas e obtivessem melhores rendibilidades, pelo que se deveria observar uma relação positiva entre a *performance* dos fundos e a concentração da carteira de investimento em determinados sectores. Contudo, Kacperczyk *et. al* (2005) destacam uma consequência que pode advir dos conflitos de agência entre os “fornecedores” de capital e os gestores dos fundos: os gestores com menores competências em *stock-picking* poderão adoptar estratégias de investimento voláteis, nomeadamente deter carteiras de investimento mais concentradas, de forma a aumentar as suas hipóteses de alcançar uma boa *performance*. Ora, este comportamento é despoletado pelos conflitos de agência resultantes do facto de os investidores pretenderem maximizar as rendibilidades esperadas ajustadas pelo risco, enquanto que os gestores procuram

maximizar os seus lucros que, por sua vez, dependem essencialmente do valor líquido global dos activos sob gestão. Isso resulta de, como Ippolito (1992) referiu, os investidores premiarem os fundos com melhores rendibilidades com *inflows* desproporcionalmente elevados mas não penalizam de forma equivalente os fundos com piores *performances*. Desta forma, isto leva a que os gestores menos competentes tentem a sua sorte com estratégias de investimento mais arriscadas. Assim, a relação entre a concentração das carteiras de investimento dos fundos e a sua *performance* deverá ser negativa ou, pelo menos, nula. Assim, devido à forma organizacional dos FIM, poderão surgir estas estratégias de investimento que se baseiam na sorte e não nas competências de *stock-picking* dos seus gestores.

c) Adiamento ou antecipação de decisões por razões tributárias

De uma forma menos explícita mas não menos importante, convém também destacar a óptica dos impostos: segundo Huddart e Narayanan (2002), a tributação das mais-valias pode influenciar a venda de acções por parte dos gestores dos fundos de investimento. Neste sentido, os gestores podem adiar ou antecipar a venda de determinadas acções tendo em vista propósitos puramente tributários. Gibson *et al.* (2000) concluíram que, em termos agregados, os gestores dos fundos de investimento vendem significativamente mais as acções nas quais têm perdas mais tarde no ano fiscal. Com isso, pretendem abater às mais-valias registadas e diminuir o valor a tributar desse ano fiscal. Desta forma, por propósitos puramente tributários, os gestores dos fundos de investimento poderão ignorar as suas competências em *market timing* e *stock-picking*, levando a que as rendibilidades das carteiras de investimento não reflectam apenas as suas capacidades.

d) *Painting the Tape*

Bernhardt e Davies (2009) apresentam uma outra perspectiva: dada a forma organizacional dos fundos e a reacção dos seus investidores às suas rendibilidades, perto do final dos trimestres e do ano (pois é quando a informação é divulgada pelos FIM nos EUA e ocorre a subsequente avaliação das suas rendibilidades), os gestores possuem incentivos para distorcer novos investimentos (elevados), aplicando-os em acções nas quais já detenham posições significativas. A curto prazo, o impacto dessas transacções

irá reflectir-se num aumento dos preços dessas acções e das posições dos fundos nas mesmas. Tal permitir-lhes-á aumentar as suas rendibilidades divulgadas e, conseqüentemente, usufruir de mais *inflows*¹⁰. Contudo, dado que o impacto dessas acções é apenas de curto prazo, este irá eventualmente reverter-se, diminuindo as rendibilidades que os fundos apresentarão no trimestre seguinte, *ceteris paribus*. Assim, para recuperar desta reversão dos preços fruto do comportamento adoptado no passado, os fundos irão efectuar ainda mais transacções que visem distorcer as rendibilidades do trimestre seguinte. Porém, essa distorção dos preços levada a cabo pelos gestores chegará a um ponto em que não será mais possível contrariá-la, levando, a longo prazo, a uma reversão na *performance* dos fundos. Conclusivamente, poderá revelar-se uma persistência das rendibilidades dos fundos num curto prazo devido a estratégias manipuladoras deste tipo – *Painting the Tape* - que, no longo prazo, se possam reverter. Desta forma, rendibilidades positivas poderão, mais uma vez, não reflectir as capacidades e competências dos gestores na selecção de acções e na previsão da evolução do mercado.

e) *Predatory Trading*

Brunnermeier e Pedersen (2005), por sua vez, apresentam um argumento complementar aos *Stock Fire Sales*. O *Predatory Trading* representa as transacções que exploram as necessidades de redução das posições de alguns investidores em determinadas acções por parte de outros investidores. Se um investidor precisar de vender as suas acções por carecer de liquidez e essa necessidade se tornar conhecida junto de outros investidores, estes irão também vender essas acções de forma a aproveitar as oscilações dos preços. Este comportamento por parte dos investidores sem problemas de liquidez irá “empurrar” os preços das acções para valores ainda mais reduzidos. Posteriormente, os investidores que venderam as acções sem necessitar de liquidez irão recomprá-las a preços baixos. Ora, isto resulta numa venda das acções abaixo do seu real valor, reduzindo o encaixe financeiro do investidor em *financial distress*. Assim, o mercado revelar-se-á pouco líquido quando a liquidez é mais

¹⁰ Os gestores possuem este incentivo para manipular o mercado de forma a apresentar boas rendibilidades e, conseqüentemente, aumentar os *inflows* dos fundos por o modelo de compensação dos fundos, frequentemente, premiar os gestores em função do valor dos activos sob sua gestão (como referido).

necessária. Os investidores irão lucrar em desencadear uma crise para outro investidor, podendo essa crise expandir-se por mais investidores e para o mercado. Neste sentido, as rendibilidades obtidas através de estratégias deste tipo não reflectirão as competências de *stock-picking* dos gestores dos fundos de investimento mas sim o aproveitamento de problemas de escassez liquidez de outros investidores.

2.5. Verificação Empírica

Há muito tempo que a questão relativa à capacidade de os gestores de fundos de investimento, em média, obterem rendibilidades superiores à alternativa defendida pelas Finanças Racionais, um *benchmark* passivo e comparável, vem sendo debatida. Jensen (1968) foi o primeiro a questionar essas capacidades, questão que se vem arrastando desde então. Por um lado, existem aqueles que defendem que os gestores (como um todo) possuem de facto capacidades de *stock-picking* que lhes permite obter rendibilidades superiores ao *benchmark*. Por outro lado, outros consideram que as superiores rendibilidades que obtêm são influenciadas por factores pouco relacionados com as suas capacidades de selecção de acções.

Numa perspectiva, é defendido que a persistência no tempo das rendibilidades dos FIM espelha uma maior competência em *stock-picking* dos seus gestores. Alguns autores como Grinblatt e Titman (1992) e Elton *et al.* (1996) defenderam que a persistência de rendibilidades dos FIM reflecte uma competência superior de *stock-picking*. Assim, as rendibilidades passadas são úteis na previsão das rendibilidades futuras e, conseqüentemente, na detecção dos gestores com melhores capacidades de selecção de acções. Por outro lado, alguns autores atribuem capacidades de *stock-picking* aos gestores mas, depois de considerados os custos de transacção e as despesas (comissões e etc.), as rendibilidades obtidas não conseguem superar às do *benchmark*. É o caso de Wermers (2000) que identificou uma maior rendibilidade das carteiras de acções dos gestores dos fundos dos EUA que prosseguiram estratégias activas face ao *benchmark* (CRSP value-weighted index) em 1,3% por ano para o período de 1975 a 1994. Destacou que cerca de 60 pontos base dessa rendibilidade se deve a uma rendibilidade média superior das acções com determinadas características (por exemplo, acções de valor/crescimento, acções de baixo/elevado rácio *book-to-market*) detidas

pelos fundos. Os restantes 70 pontos base são atribuíveis às competências de *stock-picking* dos gestores. Contudo, observando as rendibilidades líquidas dos fundos, não conseguiram superar o *benchmark*, sendo que a rendibilidade do *benchmark* é superior em cerca de 1% por ano. Assim, existe uma diferença de 2,3% por ano entre a rendibilidade bruta da carteira de acções e a rendibilidade líquida dos fundos. O autor atribui 0,7% dessa diferença a uma rendibilidade média mais baixa de outras posições que os fundos detenham que não sejam acções (liquidez, obrigações, ...) face à das acções. Os restantes 1,6% são repartidos de forma quase igual pelas despesas (comissões e etc.) e os custos de transacção. Desta forma, mesmo tendo só em conta a carteira de acções, os gestores dos fundos de investimento activos não obtêm rendibilidades suficientes que compensem os custos de transacção e as despesas de comissões que os investidores suportam face à estratégia de gestão passiva alternativa.

Contudo, outros autores argumentam que a persistência das rendibilidades dos fundos poderá estar associada ao efeito *momentum* e não às capacidades de *stock-picking* dos gestores. Se a persistência das rendibilidades dos fundos se deve somente ao efeito *momentum*, actuando nas posições passadas das acções dos fundos, as rendibilidades das acções recém-adquiridas pelos fundos com melhores rendibilidades devem ser similares às das acções também recém-adquiridas nos fundos com piores rendibilidades. Porém, se os fundos com melhores rendibilidades possuem melhores competências de *stock-picking*, então as acções recém-adquiridas desses fundos deverão apresentar maiores rendibilidades que as outras acções. Wermers (1997) também encontrou evidência de que os gestores dos FIM, em média, conseguem obter rendibilidades superiores ao *benchmark*, antes de deduzir as despesas associadas com essa estratégia. Contudo, apontou que, depois de controlado o efeito *momentum* das acções já em carteira, não se verificam maiores rendibilidades dos fundos com melhores rendibilidades no passado face aos fundos com piores rendibilidades e, por isso, não existe evidência de competências de *stock-picking* dos gestores. Por sua vez e na mesma lógica que Wermers (1997), Grinblatt *et al.* (1995) destacaram a relação positiva existente entre a *performance* dos fundos e a prossecução de estratégias baseadas no *momentum* dos preços. Defenderam que as rendibilidades positivas dos FIM anteriormente observadas e documentadas noutros artigos não se voltariam a verificar no futuro caso os lucros registados através das estratégias de *momentum*

desaparecessem no futuro. Carhart (1997), por sua vez, também nega que a persistência das rendibilidades dos fundos traduza competências significativas de *stock-picking* dos gestores que prosseguem estratégias de gestão activa. Defende que factores comuns nas rendibilidades das acções (*book-to-market*, dimensão das acções, *momentum* de um ano) e diferenças persistentes nas despesas de comissões (pagas pelos investidores do fundo) e nos custos de transacção explicam praticamente toda a previsibilidade e persistência das rendibilidades dos FIM. Por outro lado, ainda constata uma correlação negativa significativa entre as rendibilidades líquidas e os níveis de despesas de comissões. Detectaram também que, quanto mais activa for a gestão do fundo (maior *turnover*), menores serão as rendibilidades obtidas pelos gestores dos fundos face às rendibilidades registadas pelo *benchmark*. Porém, Wermers (2000) encontrou resultados contraditórios ao de Carhart (1997). O autor conseguiu concluir que os fundos com elevado *turnover*, embora enfrentem custos de transacção substancialmente superiores e cobrem maiores comissões (maiores despesas), possuem em carteira acções com rendibilidades, em média, bastante superiores aos fundos com baixo *turnover* e conseguem superar o Vanguard Index 500 Fund¹¹ a nível da rendibilidade líquida. Assim, conclui que pelo menos uma parte desse maior nível de rendibilidade se deve a melhores competências de *stock-picking* dos gestores dos fundos com elevado *turnover*.

Numa outra perspectiva, enquanto uns afirmam que a persistência das rendibilidades se deve às competências de *stock-picking* ou ao efeito *momentum*, Bernhardt e Davies (2009) apresentam outra justificação. Afirmam, como referido, que esta poderá ser originada por estratégias manipuladoras do mercado levadas a cabo pelos gestores dos FIM que visam aumentar as rendibilidades dos fundos e, conseqüentemente, aumentar os fluxos de entrada de capital dos mesmos – *Painting the Tape*¹². Desta forma, a persistência das rendibilidades dos fundos não seria reveladora nem das competências dos gestores, nem de um efeito *momentum* dos preços das acções e, num longo prazo, essa persistência iria reverter-se. No âmbito destas estratégias, Carhart *et al.* (2002) encontraram uma forte evidência empírica a favor desta perspectiva: os seus estudos revelaram que 80% dos fundos superaram o *benchmark* (S&P 500 Index) no último dia de transacção do ano e 62% nos dias anteriores aos fins de

¹¹ Fundo de gestão passiva que procura replicar a performance do índice S&P 500.

¹² Esta estratégia foi mencionada e descrita no capítulo 2.4.4. Outras Perspectivas.

trimestre. Contudo, destes 80%, apenas 37% também consegue superar o *benchmark* no primeiro dia de transacção do novo ano e dos 62%, apenas 40%.

Por sua vez, Chen *et al.* (2000) defendem que a literatura que suporta a perspectiva de que os gestores de fundos de investimento detêm competências de *stock-picking* é fraca. Justificam que as metodologias usadas para a sua identificação não são as mais adequadas por se basearem nas participações agregadas dos FIM e não nas suas transacções de acções. Neste sentido, sugerem analisar a *performance* das acções detidas e activamente transaccionadas pelos FIM, o que permite focar na questão de saber se a opinião consensual de todo o sector sobre uma acção representa informação valiosa sobre o seu valor. Desta forma, estes autores definiram as seguintes medidas/indicadores de *stock-picking* e apresentaram os seguintes resultados¹³:

- Para haver evidência de competências em *stock-picking* dos gestores dos FIM, as acções amplamente detidas pelos fundos deveriam apresentar rendibilidades superiores às acções menos detidas. As acções amplamente detidas pelos FIM não obtiveram melhores rendibilidades do que as acções menos difundidas.
- Perante gestores competentes em *stock-picking*, as acções recentemente compradas pelos fundos deveriam obter uma *performance* superior à dos das acções recentemente vendidas. Segundo os resultados dos autores, as acções recentemente adquiridas pelos FIM apresentam rendibilidades significativamente superiores às acções recentemente alienadas.
- Alguns investigadores defendem que a persistência das rendibilidades dos fundos reflecte uma persistente competência de *stock-picking* (boa ou má) dos seus gestores. Contudo, como referido, a persistência das rendibilidades dos fundos de investimento apenas irá reflectir a competência dos gestores na selecção das acções se esta se mantiver depois de controlado o efeito *momentum*. Os autores encontraram evidência na persistência das rendibilidades não ajustadas (pelas despesas cobradas aos investidores dos fundos) das carteiras de investimento dos fundos. Foi também encontrada uma fraca evidência de que as acções

¹³ A amostra em estudo é constituída por todas as participações trimestrais em acções de todos os fundos de investimento mobiliário dos EUA durante o período de Janeiro de 1975 a Janeiro de 1995.

recentemente adquiridas pelos fundos com melhores rendibilidades tenham registado melhores *performances* que as acções recentemente compradas pelos fundos com piores rendibilidades. Tal poderá sugerir alguma influência do efeito *momentum* na persistência das rendibilidades dos fundos.

- Os fundos têm vindo a especializar-se em determinados sectores do mercado accionista (acções com baixo ou elevado *book-to-market ratio*, por exemplo). Como tal, os autores procuraram verificar se os gestores possuem competências únicas de selecção de acções que justifiquem essa especialização ou se representam apenas estratégias de marketing desenvolvidas apenas para colocar os fundos em determinados nichos de mercado. Os gestores dos *growth-oriented funds* revelaram melhores competências em *stock-picking* face aos *income-oriented funds*.
- Alguns gestores podem ser capazes de identificar de forma recorrente oportunidades de investimento atractivas e, conseqüentemente, transaccionar mais frequentemente que outros que tenham competências de selecção de acções mais limitadas e que, por isso, tenham maior cautela nas suas transacções. Se for esse o caso, é expectável que exista uma relação positiva entre a *performance* dos fundos e o *turnover*. Mas se, pelo contrário, as excessivas transacções de alguns gestores se basearem apenas em ruído, não deverá existir qualquer relação entre essas duas variáveis. Foi encontrada evidência de que os gestores dos FIM que transaccionam mais frequentemente possuem competências de *stock-picking* marginalmente superiores aos gestores dos fundos que não transaccionam com tanta frequência.
- As acções activamente transaccionadas pelos gestores dos fundos revelaram melhor *performance* que as que são mantidas passivamente nas carteiras de investimento de períodos anteriores. Ora, isto revela que os FIM possivelmente mantêm as acções em carteira por períodos superiores àqueles em que podem prever as rendibilidades devido a uma preferência em evitar elevados custos de transacção ou impostos sobre mais-valias ou

ainda que os gestores possuem competências de *stock-picking* limitadas para encontrar novas acções subvalorizadas para comprar.

Outro indicador de *stock-picking* que pode ser encontrado no já mencionado artigo de Kacperczyk *et. al* (2005) é a concentração em determinados sectores das carteiras de investimento dos FIM. Contudo, como referido, a relação entre a concentração da carteira e a *performance* dos fundos revela, caso seja positiva, competências de *stock-picking* dos gestores dos fundos. Mas pode ser distorcida pela actuação de gestores menos competentes que tentam a sua sorte na obtenção de rendibilidades superiores. Porém, o estudo encontrou evidência empírica de que os fundos com carteiras de investimento mais concentradas obtêm melhores rendibilidades que os fundos com carteiras mais diversificadas.

A nível nacional, Romacho e Cortez (2005) utilizaram diversas medidas que visam não somente concluir pela existência ou não de competências de *stock-picking* dos gestores dos FIM, mas também pela evidência ou não de capacidades de previsão da evolução do mercado – *market timing*. Os resultados que obtiveram para o período de Janeiro de 1996 a Dezembro de 2001 para os FIM portugueses (incluem FIM nacionais e FIM com acções da União Europeia e Internacionais) revelaram uma incapacidade dos seus gestores na selecção de acções mas também a nível de *timing* do mercado. Apenas um fundo apresentou alguma competência em *stock-picking*. Assim, estes resultados vêm de encontro à maioria dos estudos anteriormente referidos.

3. Amostra e Resultados do Estudo Empírico

Neste capítulo, é descrita a amostra na qual se basearam todos os estudos realizados. São ainda mencionados os resultados empíricos obtidos e descritas as metodologias adoptadas para cinco questões: se a carteira agregada de todos os FIM da amostra apresentou rendibilidades superiores ao *benchmark* (3.2.), o efeito da dimensão dos fundos nas suas rendibilidades (3.3.), se as acções mais amplamente detidas pelo conjunto dos FIM obtiveram melhores rendibilidades face às menos detidas (3.4.), se a rendibilidade das acções mais compradas superava a rendibilidade das acções mais vendidas (3.5.), e, finalmente, se a ‘instituição mãe’ exercia alguma influência nas posições das suas acções nos seus fundos (3.6.).

3.1. Descrição da Amostra

Os fundos que integram a amostra em estudo, que abrange o período entre Janeiro de 2006 e Dezembro de 2010 com periodicidade mensal (cinco anos completos, sessenta meses), são os fundos de investimento mobiliário nacionais com acções portuguesas. Ao longo dos cinco anos, foram consideradas, ao todo, cinquenta e uma acções do PSI-Geral, as quais foram detidas pelos FIM durante o período em estudo. Vinte e cinco é o número total de fundos que constavam da amostra no último mês, tendo sido seleccionados de acordo com os seguintes critérios:

- Foram pré-seleccionados os fundos nacionais que detinham acções portuguesas em carteira em Janeiro de 2006;
- Posteriormente, os fundos escolhidos foram aqueles que apresentavam maior valor (absoluto) investido em acções portuguesas até que o valor total (absoluto) aplicado nessas mesmas acções pelo número de fundos integrado na amostra representasse 97% do total investido por todos os fundos nacionais em acções portuguesas. Assim, em Janeiro 2006, existiam 52 fundos com aplicações em acções nacionais, dos quais 20 foram considerados para a amostra;

- Contudo, foi necessário realizar alguns ajustamentos à amostra de forma a não ignorar alguns FIM que se iniciaram após Janeiro de 2006 mas que apresentavam valores significativos aplicados em acções portuguesas. Assim, identificaram-se os fundos que foram surgindo ao longo da amostra com valores significativos aplicados em acções portuguesas. Adoptou-se então uma periodicidade anual e em Janeiro de 2007, 2008, 2009, 2010 e 2011 verificou-se o aparecimento de novos fundos face ao mês de Janeiro do ano anterior. Caso algum desses fundos possuísse um valor (absoluto) investido em acções portuguesas nessa data (Janeiro de 200x) igual ou superior ao fundo incluído com menor valor aplicado em acções portuguesas em Janeiro de 2006, era integrado na amostra desde o mês da sua criação. Foram cinco os fundos que, de acordo com estes critérios, foram incluídos na amostra. O número de fundos presentes na amostra ao longo do tempo encontra-se sintetizado na tabela seguinte:

Tabela 1: Número de Fundos na Amostra, Janeiro 2006 – Dezembro 2010

	Jan-06 a Fev-06	Mar-06 a Mai-08	Jun-08 a Set-08	Out- 08	Nov-08 a Dez-09	Jan-10 a Dez-10
<i>Número de Fundos na Amostra</i>	20	21	22	23	24	25

Fonte: Execução própria, baseada no tratamento da base de dados

Relativamente ao segundo critério mencionado, prosseguiu-se o critério de Lakonishok *et al.* (1992) embora com alguns ajustamentos dadas as diferentes realidades dos mercados financeiros americano e português. Os autores seleccionaram um conjunto de fundos de pensões que representavam 18% do total gerido por este tipo de fundos nos EUA. Contudo, dada a realidade portuguesa e a particularidade da amostra, 18% do total aplicado em acções portuguesas pelos FIM nacionais em Janeiro de 2006 estaria quase unicamente atribuído a um fundo que, por si só, possuía cerca de 14% do total aplicado em acções portuguesas por FIM nacionais naquela data. Assim, foram-se incluindo fundos até a amostra atingir um número relativamente razoável de fundos, acabando por representar 97% do total aplicado em acções portuguesas por

parte de FIM nacionais. Assim, em Janeiro de 2006, a amostra era constituída por vinte e cinco fundos.

A carteira de mercado será representada pelo PSI-Geral, pelo que este será o *benchmark* para a comparação das rendibilidades estudadas.

Todos os dados relativos à quantidade de acções detidas pelos fundos foram retirados do site da CMVM. Os preços das respectivas acções foram retirados da base de dados da Thomson Reuters DataStream, uma vez que os fornecidos pela CMVM não eram os ajustados de alterações de capital, influenciando severamente as rendibilidades das acções utilizadas para os posteriores estudos. As cotações do PSI-Geral para o período em questão e também os números de acções existentes para cada empresa do PSI-Geral no final de cada mês foram também retirados da base de dados da Thomson Reuters DataStream.

É ainda importante salientar algumas notas que foram relevantes na constituição da base de dados. Não foram tidos em consideração os exercícios dos diversos direitos que alguns dos fundos detinham tais como, por exemplo, direitos de subscrição ou de incorporação. Dada a insignificância que esses valores apresentavam e a complexidade que introduziria no tratamento dos dados, considerou-se ser preferível ignorá-los. Assim, assumiu-se que os FIM adquiriam sempre as acções ao preço de fecho do mês em causa.

Uma vez que se pretende avaliar a capacidade e competência dos gestores dos FIM, recorreu-se às suas carteiras de investimento e não às rendibilidades dos fundos. Estudar este fenómeno utilizando as rendibilidades dos fundos não oferece muita utilidade dado que essas são afectadas pelas comissões cobradas pelos mesmos, não permitindo aferir acerca da competência dos gestores em obter rendibilidades (Berk e Green, 2004).

O facto de se utilizarem dados mensais sobre a constituição das carteiras de investimento dos fundos, ao invés dos dados trimestrais normalmente utilizados nos estudos deste âmbito para o mercado dos EUA, poderá permitir a obtenção de resultados mais correctos. Os dados mensais permitem capturar um maior número de transacções que os dados trimestrais não reflectem: cerca de 18,5% das transacções não são reflectidas pelos dados trimestrais face aos dados mensais (Elton *et al.*, 2010). A afirmação anterior pode também ser comprovada pelos resultados obtidos por Puckett e

Yan (2011) que estudaram as competências em *stock-picking* dos investidores institucionais (FIM, fundos de pensões, entre outros) nas transacções intra-trimestrais. As investigações até então referidas usaram dados trimestrais. Verificaram que a rendibilidade das transacções intra-trimestrais é significativamente positiva e persistente e que essa persistência é gerada por gestores de fundos altamente competentes. De forma a comprovar a importância dessas transacções intra-trimestrais, os autores procederam à análise das competências em *stock-picking* dos gestores replicando a frequência dos dados dos outros estudos para a mesma amostra. Utilizando apenas dados trimestrais, a *performance* dos fundos tornava-se negativa, sugerindo competências negativas em *stock-picking* dos gestores dos fundos. Assim, embora estes resultados não sejam directamente comparáveis com os supracitados (por não se basearem apenas nas transacções/carteiras dos FIM e incluir também outros tipos de fundos), é possível realçar que, utilizando dados trimestrais, as competências dos gestores dos FIM possam ter sido subestimadas por não captarem as transacções intra-trimestrais. Assim, é necessário ressaltar que as metodologias utilizadas para o estudo desta realidade também não são infalíveis. Podem, por isso, apresentar resultados que diferem do que realmente ocorre, embora não seja possível determinar o que efectivamente se verifica dada a falta de metodologias perfeitas.

É importante ressaltar que embora as conclusões sejam retiradas acerca da capacidade de *stock-picking* dos gestores dos FIM, as rendibilidades dos mesmos podem dever-se também a outros factores como o *market-timing*.

Nos subcapítulos seguintes, são descritas as metodologias adoptadas para o estudo de algumas realidades e são interpretados os seus resultados. Para a análise e estudo dos dados, foram adoptados alguns pressupostos comuns a todos os testes realizados (ou quase todos):

- Como a base de dados abrange o período de Janeiro de 2006 a Dezembro 2010, quaisquer estudos realizados que requeressem o uso das rendibilidades das acções foram apenas iniciados no mês de Fevereiro de 2006. Dado serem necessários os preços das acções do mês anterior para o cálculo das rendibilidades e Dezembro de 2005 não constar da base de dados constituída, não era possível obter as rendibilidades para Janeiro de 2006.

- Quando uma acção surge num determinado mês, fixa-se o preço do mês anterior como o preço do IPO, assumindo que os FIM adquiriram as acções ao preço do IPO. Sem este pressuposto, a rendibilidade da acção no primeiro mês em que a acção surge seria 0. Sendo a rendibilidade calculada através da fórmula $R_i = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$, não existiria rendibilidade para esse mês pois não existe P_0 . Assim, com uma rendibilidade de 0%, a rendibilidade da carteira dos fundos estaria errada. No caso da F. Ramada SGPS e SONAE Capital SGPS SA é utilizado o primeiro preço de fecho das acções (7 de Julho de 2008 e 28 de Janeiro de 2008, respectivamente) como o preço de fecho dos meses de criação das acções. Ambas as acções das respectivas empresas surgiram de processos de cisão com outras empresas cotadas, não tendo, por isso, existido um preço de IPO.
- No mês em que as acções se extinguem, é considerado como o preço do respectivo mês o último preço de fecho disponível. É utilizado este procedimento para haver um último preço para deter uma rendibilidade para esse último mês quando todas as posições relativas a essa acção são liquidadas.

Alguns dados e fórmulas foram também comuns aos vários testes efectuados pelo que a sua metodologia será agora descrita.

Para obter a rendibilidade mensal das acções, foi aplicada a seguinte fórmula:

$R_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$, em que R_i representa a rendibilidade da acção i , P_t o preço da acção em consideração no mês t e P_{t-1} o preço dessa acção no mês anterior, ou seja, em $t-1$. Foi calculada para cada acção em cada mês a sua rendibilidade. Também foi utilizada esta fórmula para o cálculo das rendibilidades mensais do PSI-Geral.

Para calcular as rendibilidades médias anuais de carteiras de investimento (quintis, carteira agregada dos FIM, etc.), foi utilizada uma média aritmética das rendibilidades mensais¹.

É importante realçar que existe uma agravante nas rendibilidades obtidas face às rendibilidades do PSI-Geral. Os FIM deverão apresentar custos de transacção e

¹A rendibilidade média anual de 2006 tem apenas em conta onze meses, uma vez que a base de dados deste trabalho não dispõe dos dados de Dezembro de 2005 para o cálculo da rendibilidade de Janeiro de 2006.

despesas que o PSI-Geral não suporta, pelo que a rendibilidade líquida será inferior às rendibilidades obtidas.

3.2. Rendibilidade da Carteira Agregada dos FIM vs. Rendibilidade do PSI-Geral

Nesta secção, pretende-se avaliar a capacidade de os FIM, no seu conjunto, superarem as rendibilidades obtidas através da manutenção passiva de uma carteira de investimento como seja a carteira de mercado (PSI-Geral). Caso a rendibilidade da carteira agregada dos fundos se revele superior à do *benchmark*, este poderá ser um sinal de que os seus gestores possuem capacidades de *stock-picking*. Contudo, é necessário ter em conta que as rendibilidades apresentadas são rendibilidades brutas, pelo que não são considerados as comissões e os custos de transacção. Por outro lado, é ainda importante considerar a relação rendibilidade-risco: mesmo que os fundos, no seu conjunto, consigam, por exemplo, superar a rendibilidade do PSI-Geral, é preciso ter em atenção o risco assumido. Se o PSI-Geral estiver a assumir um risco inferior aos fundos de tal forma que não se justifique a diferença nas rendibilidades entre ambos ou, pelo menos, não deixe claro ser preferível o investimento nos FIM, a superior rendibilidade dos fundos pode ser enganadora.

Metodologia

No sentido de apurar a capacidade de os Fundos de Investimento Mobiliário em obter rendibilidades superiores ao *benchmark* (antes de serem tidos em consideração custos de transacção, comissões, etc.), foi constituída uma carteira agregada dos FIM. Assim, somaram-se as posições (valor em euros obtido multiplicando o preço pela quantidade de acções) de todos os FIM em cada acção para cada mês, variável que representaria o valor total mensal da carteira de investimento conjunta. De seguida, calculou-se o peso que cada acção (detida por todos os fundos) possuía no valor total da carteira para, posteriormente, multiplicar esse mesmo peso à rendibilidade da acção nesse mesmo mês. Ou seja, aplicou-se a fórmula tradicional para a obtenção da rendibilidade de uma carteira:

$R_c = \sum_{i=1}^n w_i R_i$, em que R_i e w_i correspondem, respectivamente, à rendibilidade e ao peso (na carteira agregada) do activo i .

Desta forma, obteve-se a rendibilidade mensal da carteira agregada dos fundos. Foi ainda calculada a rendibilidade média anual da carteira fazendo a média aritmética das rendibilidades mensais para o ano em questão. Procedeu-se da mesma forma para obter a rendibilidade média anual do PSI-Geral. Por fim, calculou-se o desvio-padrão anual da carteira agregada dos fundos e do PSI-Geral.

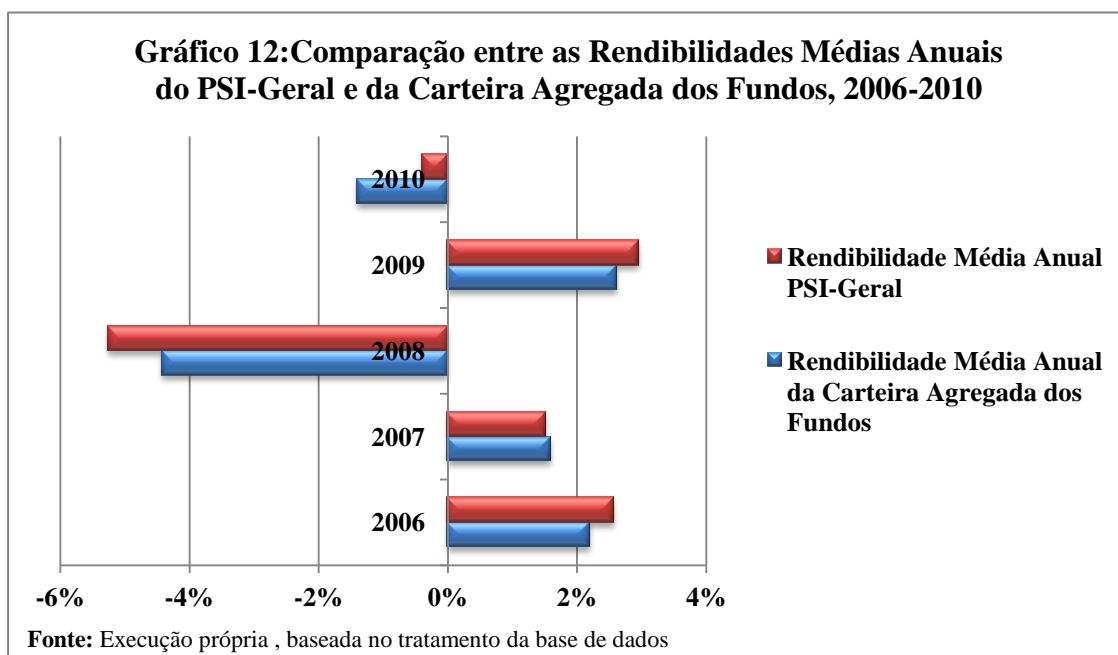
Interpretação dos Resultados

Os resultados obtidos encontram-se sintetizados na Tabela 2 e no Gráfico 12:

Tabela 2: Rendibilidade e Desvios-Padrão da carteira agregada de todos fundos da amostra e do PSI-Geral, 2006-2010

%	2006	2007	2008	2009	2010	2006 - 2010
<i>Rend. Média da Carteira Agregada dos Fundos</i>	2,193	1,586	-4,423	2,608	-1,407	0,111
<i>Rendibilidade Média Anual PSI-Geral</i>	2,570	1,514	-5,252	2,957	-0,394	0,279
<i>Desvio-Padrão da Carteira Agregada dos Fundos</i>	4,147	5,342	8,119	6,453	7,008	6,737
<i>Desvio-Padrão do PSI-Geral</i>	3,579	4,772	7,923	5,101	5,485	6,188

Fonte: Execução própria, baseada no tratamento da base de dados



Analisando a Tabela 2, é claramente visível que, para a globalidade do período, a rentabilidade da carteira agregada dos fundos não superou a rentabilidade conseguida pelo PSI-Geral. Para piorar a situação, ainda lhe está associada um maior desvio-padrão, pelo que assumiu maior risco que o *benchmark*, remunerando, desta forma, pior o risco. Assim, o conjunto dos gestores dos FIM da amostra não revelou capacidades de *stock-picking* quando agregadas todas as suas posições nas diferentes acções. Contudo, e obviamente, tal não é impeditivo de alguns fundos, individualmente, terem superado as rentabilidades do *benchmark*.

Através da análise da Tabela 2 e do Gráfico 12, é possível concluir que o conjunto dos FIM considerado apenas conseguiu obter rentabilidades superiores ao *benchmark* nos anos de 2007 e 2008, marcados pela crise do “*subprime*” (2007 somente a partir de Agosto). As rentabilidades médias anuais diferiram em -0,38 pontos percentuais em 2006, 0,07 pontos percentuais em 2007, 0,83 pontos percentuais em 2008, -0,35 pontos percentuais em 2009 e, finalmente, -1,01 pontos percentuais em 2010. Neste sentido, de forma agregada e geral, os FIM não conseguem superar o PSI-Geral apesar de em todos os anos apresentarem um desvio-padrão superior ao mesmo. A diferença dos desvios-padrão atinge o seu máximo em 2010, com 1,52 pontos percentuais, tendo sido o ano em que as rentabilidades médias anuais dos fundos mais se afastaram negativamente do PSI-Geral. Assim, a carteira agregada apresenta-se de facto como uma má alternativa face ao *benchmark*. No ano em que a diferença das rentabilidades médias anuais foi mais favorável aos FIM, em 2008, a disparidade nos desvios-padrão atingiu o valor mais baixo, fixando-se em 0,2 pontos percentuais. Desta forma, nesse ano, a maior rentabilidade obtida pelos FIM poderá ter justificado o maior risco assumido. Em 2006 e 2009, anos em que as rentabilidades médias anuais dos FIM se afastaram negativamente e em valores similares do PSI-Geral, a diferença nos desvios-padrão foi de, respectivamente, 0,57 pontos percentuais e 1,35 pontos percentuais. Assim, o ano de 2009, comparativamente ao de 2006, foi ainda pior uma vez que a diferença dos desvios-padrão foi muito superior àquela que se verificou em 2006. No ano de 2007, ano em que as rentabilidades da carteira agregada dos fundos e do *benchmark* mais se aproximaram, com uma ligeira superioridade para o primeiro, a diferença nos desvios-padrão atingiu os 0,57 pontos percentuais.

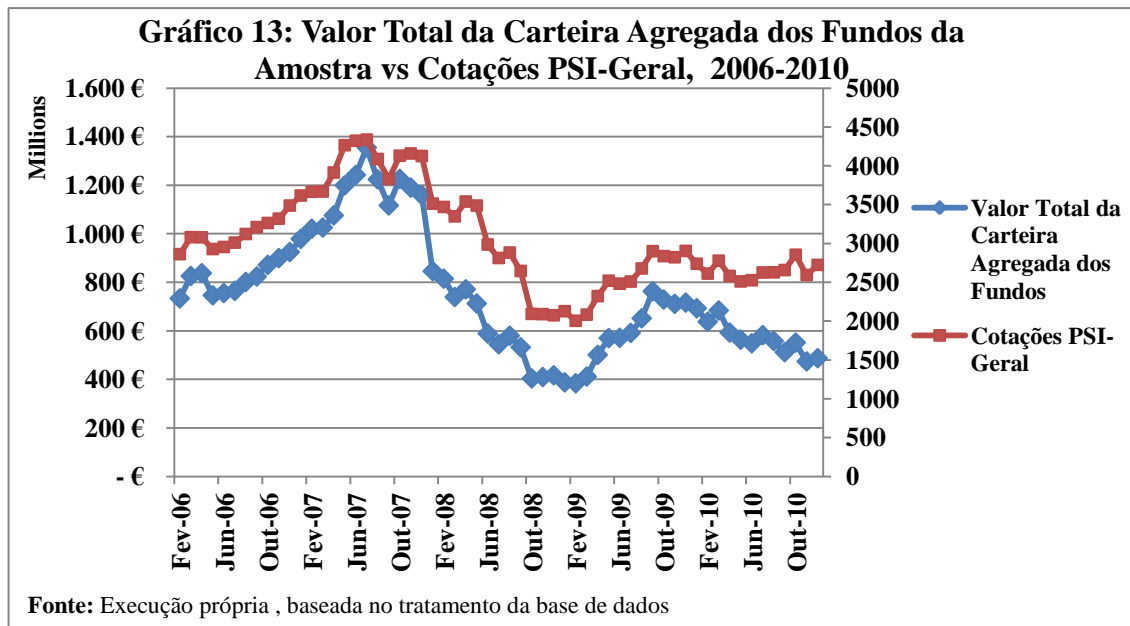
Uma conclusão importante que se pode retirar analisando a rendibilidade-risco da carteira agregada dos FIM face ao PSI-Geral, é a de que a primeira não representa uma alternativa viável face ao último. A carteira agregada dos FIM apresentou mais frequentemente rendibilidades inferiores e desvios-padrão superiores ao PSI-Geral. Assim, os gestores dos FIM, quando considerados em conjunto, não revelaram boas capacidades de *stock-picking* em três dos cinco anos do período em estudo, pelo que replicar a carteira de mercado poderá representar uma melhor alternativa.

Mais uma vez recordando, quando as rendibilidades são positivas e superiores ao *benchmark*, pode-se esperar que o valor da carteira aumente, não apenas pela simples valorização das acções que a compõem mas também por originar um maior investimento nos fundos. Desta feita, importa agora comparar o valor médio anual da carteira agregada dos FIM considerados com as suas rendibilidades médias anuais, sem esquecer a comparação feita destas com as rendibilidades do PSI-Geral. Assim, dado o que sucedeu entre 2006 e 2010, não deveria verificar-se esta ocorrência na maioria dos anos, uma vez que as rendibilidades obtidas pelos fundos no seu conjunto foram inferiores às atingidas pelo *benchmark*. Poderá, no entanto, verificar-se uma reorientação do capital dos investidores para os fundos com melhores *performances* em detrimento dos fundos com menores rendibilidades dentro do conjunto dos FIM considerados, tal como explicado na parte teórica deste trabalho. Contudo, os *inflows* e *outflows* não serão captados por esta variável, podendo apenas serem de alguma forma captados pela variação da dimensão dos quintis aquando do estudo das rendibilidades dos fundos de acordo com a sua dimensão.

Assim, através da análise do Gráfico 13, é visível um forte aumento do valor médio anual da carteira agregada dos fundos entre 2006 e 2007, que variou cerca de 41%. Apesar de as rendibilidades dos fundos para 2007 terem sido positivas e superiores ao *benchmark*, a diferença entre ambas foi de apenas 0,07 pontos percentuais, sendo que os fundos também assumiram maior risco. Assim, a variação de 41% no valor da carteira agregada não se deverá justificar apenas pela valorização da carteira provocada pelo aumento dos preços das acções. Poderá ter ocorrido um forte aumento dos montantes investidos pelos fundos, provavelmente devido a uma maior

aposta dos investidores nos mesmos². Em 2006, o valor médio anual da carteira agregada fixou-se nos 816 milhões de euros, tendo atingido os 1151 milhões de euros em 2007. Se de 2006 para 2007, a variação no valor médio anual da carteira agregada dos fundos foi muito elevada, de 2007 para 2008 também o foi embora pela negativa. O valor médio anual da carteira agregada dos fundos afundou para 613 milhões de euros, registando uma variação de -47%. Essa redução drástica foi certamente provocada pela crise do “*subprime*” que se alastrou fortemente para Portugal em 2008 e que se revela nas rendibilidades negativas obtidas quer pelos FIM no seu conjunto, quer pelo PSI-Geral. Em 2009, a variação no valor médio anual da carteira agregada manteve-se negativa embora por números muito menos expressivos, fixando-se em -5%. Por sua vez, em 2010, o valor cingiu-se aos 573 milhões de euros, representando uma variação face ao ano anterior de -1,5%. Conclusivamente, apesar de um aumento fortíssimo de 2006 para 2007, a tendência do valor médio anual da carteira agregada dos fundos foi sempre decrescente a partir de então, com especial relevância a variação entre 2008 e 2007. Assim, esta diminuição do valor da carteira poderá ter sido provocada pela grave crise nos mercados financeiros subsequente à crise do “*subprime*” nos EUA. Esta crise, para além de provocar baixas rendibilidades nas acções nacionais, poderá também ter assustado os investidores do mercado accionista português e os próprios fundos. Ainda relativamente ao Gráfico 13, pode-se destacar a forte relação entre o comportamento das cotações do PSI-Geral com o valor total da carteira agregada dos FIM da amostra para o período em causa. Desta forma, é possível sugerir que o valor da carteira agregada dos FIM foi fortemente influenciado pelas variações no preço das acções.

² Dado que não foram encontrados dados acerca de os *inflows* do sector em termos médios anuais, foi apenas possível sugerir que a variação média anual da carteira agregada dos FIM entre 2006 e 2007 possa ter sido fortemente influenciada por um aumento dos *inflows*.



3.3. Efeito da Dimensão dos FIM nas suas Rendibilidades, com comparação à Rendibilidade do PSI-Geral

Segundo a teoria, os fundos de maior dimensão, isto é, aqueles que captam maiores fluxos por parte dos investidores, deveriam apresentar maiores rendibilidades comparativamente aos fundos de menor dimensão. Ora, tal dedução é intuitiva do facto de os investidores se basearem nas rendibilidades passadas e recentes dos fundos para tomarem a decisão de onde investir/desinvestir. Por outro lado, os fundos de maior dimensão têm certamente mais e melhores recursos, pelo que lhe deveriam estar associados melhores *performances*. Nesta secção, foi então analisada a rendibilidade mensal dos fundos por dimensão, classificados em quintis, de forma a verificar se os fundos de maior dimensão possuem de facto capacidades de *stock-picking* e rendibilidades superiores aos de menor dimensão.

Metodologia

Como referido, nesta secção foi estudada as rendibilidades dos fundos, classificados em quintis³ e revistos mensalmente, no sentido de verificar se realmente, na prática, os fundos de maior dimensão conseguem obter melhores rendibilidades que

³ O 1º quintil contém os 20% dos fundos com maior dimensão e assim sucessivamente.

os de menor dimensão. Ainda foi analisado se cada quintil, individualmente, conseguia superar as rendibilidades do PSI-Geral, *benchmark* considerado para o mercado de acções português. Finalmente, foi analisada a variação da dimensão dos fundos (Dimensão, Dimensão Média Anual⁴ e Dimensão Média Anual Total⁵) ao longo dos meses e dos anos e também os desvios-padrão, *proxy* do risco da carteira de investimento, ao longo dos meses e dos anos.

Assim, todos os meses os fundos foram reclassificados de forma descendente a nível de dimensão no sentido de formar os quintis. Sempre que o número de fundos não permitia constituir quintis com o mesmo número de fundos, o 3º quintil ficava com mais ou menos fundos e os restantes com o mesmo número de fundos.

Para calcular a rendibilidade da carteira dos fundos (R_c), foi utilizada a seguinte fórmula:

$R_c = \sum_{i=1}^n w_i R_i$, em que R_i e w_i correspondem, respectivamente, à rendibilidade e ao peso na carteira do activo i . Assim, para cada mês e para cada fundo, foi aplicada esta fórmula.

Posteriormente, depois de obtidas as rendibilidades das carteiras de investimento de cada fundo, calculou-se a Rendibilidade do quintil (R_Q) da seguinte forma:

$R_Q = \sum_{i=1}^n w_i R_c$, sendo R_c , como já referido, a rendibilidade da carteira dos fundos e w_i o peso da dimensão do fundo na dimensão total do quintil ao qual pertence.

Para obter as rendibilidades médias anuais, utilizou-se a média aritmética das rendibilidades mensais dos quintis e do PSI-Geral.

Interpretação dos Resultados

Os resultados obtidos para este teste encontram-se sintetizados no gráfico e tabelas seguintes:

⁴ A Dimensão Média Anual é calculada através da média aritmética das dimensões que os quintis apresentaram durante os doze meses (onze para 2006) do ano respectivo.

⁵ Esta variável representa a soma da Dimensão Média Anual de todos os quintis, ou seja, representa a Dimensão Média Anual de todos os fundos considerados neste estudo.

Tabela 3: Rendibilidades Médias dos Quintis, 2006 - 2010

Rendibilidades Médias	2006	2007	2008	2009	2010	2006-2010
<i>1º Quintil (fundos de maior dimensão)</i>	2,376%	2,25%	-4,41%	3,36%	-1,31%	0,42%
<i>2º Quintil</i>	2,382%	1,40%	-3,72%	3,20%	-1,16%	0,39%
<i>3º Quintil</i>	2,22%	1,58%	-5,39%	3,23%	-1,17%	0,06%
<i>4º Quintil</i>	2,80%	1,80%	-4,32%	3,18%	-1,09%	0,43%
<i>5º Quintil (fundos de menor dimensão)</i>	2,43%	1,78%	-4,46%	3,19%	-1,25%	0,30%
<i>PSI-Geral</i>	2,57%	1,51%	-5,25%	2,96%	-0,39%	0,24%

Fonte: Execução própria, baseada no tratamento da base de dados

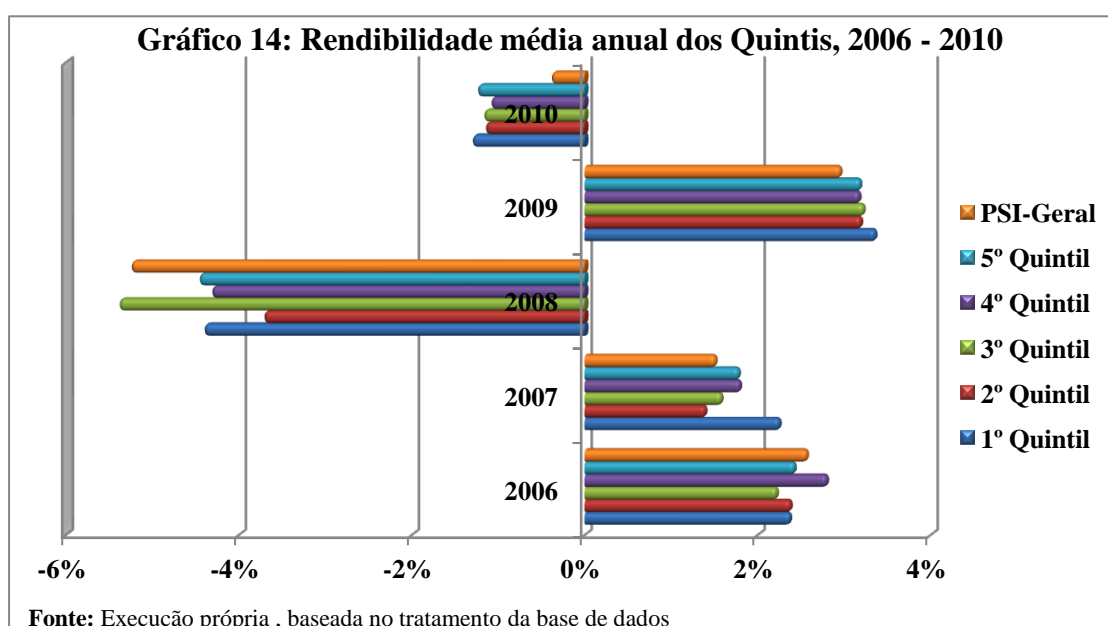


Tabela 4: Desvios Padrão dos Quintis e do PSI-Geral, 2006-2010

Desvios-Padrão	2006	2007	2008	2009	2010	2006 - 2010
<i>1º Quintil (fundos maior dimensão)</i>	4,01%	5,32%	7,94%	5,78%	7,11%	6,68%
<i>2º Quintil</i>	3,94%	4,89%	8,26%	5,27%	6,06%	6,24%
<i>3º Quintil</i>	3,84%	4,88%	7,80%	5,89%	6,23%	6,51%
<i>4º Quintil</i>	4,19%	5,56%	7,69%	6,03%	6,20%	6,52%
<i>5º Quintil (fundos menor dimensão)</i>	3,90%	4,52%	8,04%	5,50%	6,19%	6,32%
<i>PSI-Geral</i>	3,58%	4,77%	7,92%	5,10%	5,49%	6,19%

Fonte: Execução própria, baseada no tratamento da base de dados

Tabela 5: Dimensão média dos Quintis e Dimensão média total, 2006-2010

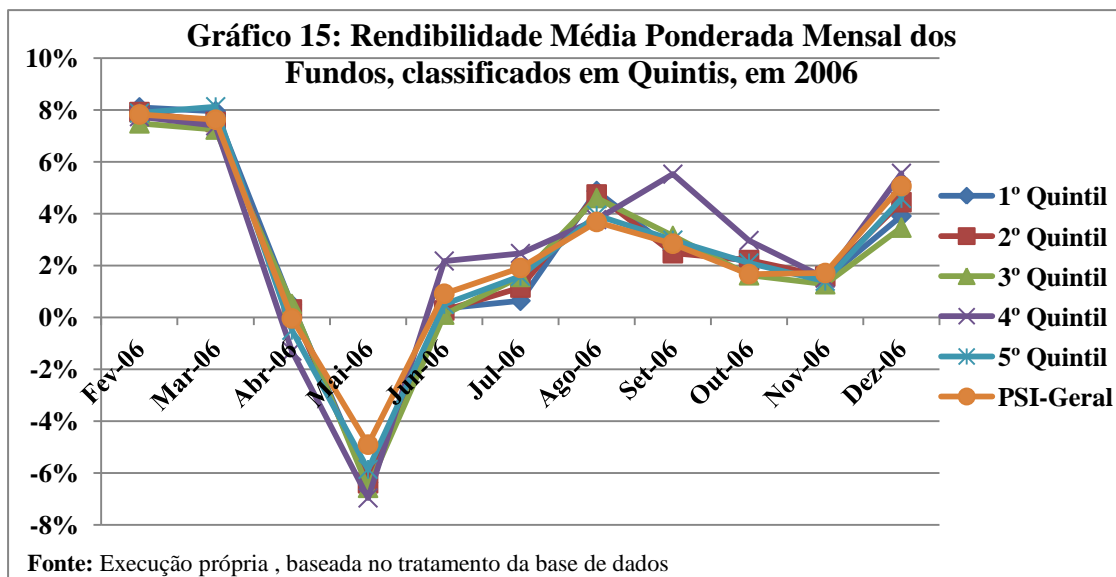
Dimensão média (€) ⁶	2006	2007	2008	2009	2010
<i>1º Quintil</i>	439.395.093	642.288.153	342.540.654	310.614.156	330.265.044
<i>2º Quintil</i>	207.314.005	275.384.625	140.032.451	162.933.649	155.468.218
<i>3º Quintil</i>	106.218.370	150.593.877	91.775.838	77.177.295	44.895.216
<i>4º Quintil</i>	43.339.211	60.398.249	29.570.264	27.581.686	35.536.950
<i>5º Quintil</i>	19.963.424	21.960.541	8.708.796	3.426.441	6.958.630
<i>Dimensão média Total</i>	816.230.104	1.150.625.445	612.628.003	581.733.227	573.124.059

Fonte: Execução própria, baseada no tratamento da base de dados

Em nenhum dos anos, de uma forma individual ou no global (2006-2010), é possível identificar um padrão consistente das rendibilidades dos quintis. Pela análise da Tabela 3, é possível verificar que a ordem esperada das rendibilidades por quintis não se verificou para a totalidade do período. O quintil que obteve maior rendibilidade foi o 4º, surgindo apenas em segundo e terceiro lugares os 1º e 2º quintis. O quintil que obteve pior rendibilidade foi o 3º, tendo sido também o único a apresentar uma rendibilidade para o conjunto dos anos inferior ao PSI-Geral. Assim, apesar de as rendibilidades não terem correspondido à dimensão dos fundos para o conjunto dos cinco anos, quase todos os FIM demonstraram capacidades de *stock-picking* suficientes para superar a rendibilidade do *benchmark*. Contudo, o PSI-Geral foi aquele que menor risco teve associado para a totalidade do período, sendo que o 3º quintil foi o terceiro que maior risco teve associado. O 4º quintil que tinha obtido a maior rendibilidade, registou o segundo maior desvio-padrão, tendo sido o 1º quintil a apresentar maiores valores nessa variável. Conclusivamente, a relação rendibilidade-risco não foi totalmente cumprida, embora não seja totalmente desadequada face ao que ocorreu.

⁶ Qualquer referência à Dimensão dos FIM considerados nos quintis, seja ela a Dimensão média, a Dimensão Total ou outra, são apenas tidos em conta no cálculo desta variável os valores aplicados pelos fundos em acções portuguesas e são ignorados os valores aplicados em acções não nacionais.

2006

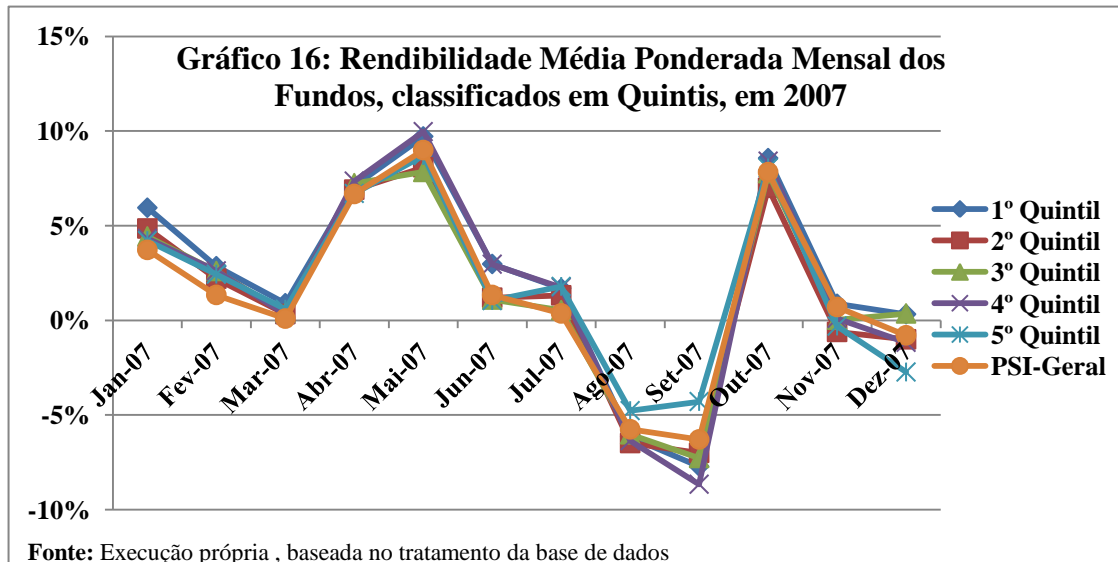


Como mencionado, não é possível identificar um padrão nas rendibilidades dos quintis durante o ano de 2006. Nesse ano, destaca-se o 4º quintil que foi de extremos, tendo atingido quer as melhores rendibilidades nos meses de melhor *performance* dos FIM em geral, quer as piores rendibilidades nos piores meses. Contudo, em média, o 4º quintil obteve uma rendibilidade média anual de 2,80%, tendo sido superior à de todos os quintis. O 3º quintil obteve a pior rendibilidade com uma média de 2,22%. Por seu lado, o PSI-Geral alcançou uma rendibilidade de 2,57%. Curiosamente, apesar de o *benchmark* ter um menor risco subjacente face a todos os quintis, nenhum quintil conseguiu superar a sua rendibilidade anual, embora os desvios-padrão registados para cada quintil e para o PSI-Geral não diferissem muito. O 4º quintil foi o que apresentou maior desvio-padrão, tendo-se fixado em 4,19%, reflectindo a maior variabilidade que o quintil obteve nos picos. Assim, o maior risco assumido pelo 4º quintil poderá justificar a maior rendibilidade obtida face ao *benchmark*.

Conclusivamente, o 1º quintil obteve uma rendibilidade ligeiramente inferior ao PSI-Geral durante o ano de 2006 mesmo tendo assumido maior risco. Neste sentido, vale a pena realçar que a dimensão média do 1º quintil, em 2006, foi aproximadamente vinte e duas vezes superior ao 5º quintil. Desta forma, o 1º quintil apresentou rendibilidades baixas quando comparadas com o 5º quintil e pior ainda quando comparado com o *benchmark*. Enquanto isso, o 4º quintil foi o único que conseguiu superar o *benchmark*, mesmo que tenha sido com um desvio-padrão superior. Assim, os

gestores dos fundos de maior dimensão não revelaram, em 2006, melhores capacidades de *stock-picking* que os gestores dos fundos de menor dimensão

2007



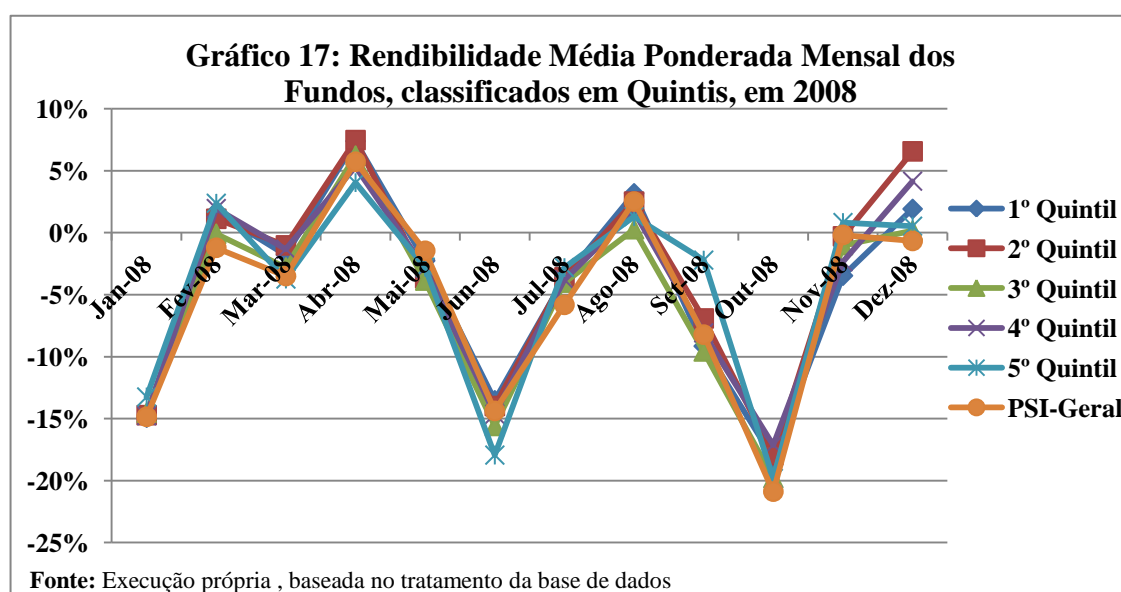
Relativamente ao ano de 2007, este contrasta fortemente com o de 2006 para além de ficar visivelmente marcado pelas repercussões da crise do “*subprime*” que atingiu os EUA e se alastrou para a Europa, Portugal inclusive (pico negativo entre Agosto e Setembro). Enquanto que, em 2006 apenas um quintil conseguiu, em média, superar a rendibilidade do *benchmark*, em 2007, apenas um não conseguiu e foi o 2º quintil. A rendibilidade média do PSI-Geral para o ano de 2007 foi de 1,51% e a rendibilidade que melhor se destacou foi de 2,25%, obtida pelo 1º quintil. O 2º quintil, por sua vez, cingiu-se a uma rendibilidade de 1,4%. Neste ano, a dimensão média do 1º quintil fixou-se nos 642 milhões de euros e o 5º quintil atingiu uma dimensão média de 22 milhões de euros. Por outro lado, o quintil com menor rendibilidade, o segundo, teve uma dimensão média de 275 milhões de euros, cerca de treze vezes superior à dimensão média do último quintil. Desta forma, excepto o 2º quintil, os FIM conseguiram superar o PSI-Geral embora isso não seja garantia de que o investimento nos FIM seja aconselhável dado que, como já mencionado, os custos de transacção e as comissões não se encontram descontadas nesta rendibilidade e é preciso ainda analisar a relação rendibilidade-risco. Durante 2007, o desvio-padrão do PSI-Geral estabeleceu-se em 4,77% enquanto que o 1º quintil apresentou um desvio-padrão de 5,32%. Assim, a

superior rendibilidade deste último em 0,74 pontos percentuais face ao *benchmark* pode ser justificada por um maior risco assumido na sua carteira de investimento. Contudo, o 2º quintil registou um desvio-padrão superior à do *benchmark* em 0,12 pontos percentuais tendo, porém, obtido uma rendibilidade inferior a este em 0,11 pontos percentuais.

Durante este ano, a dimensão média dos FIM considerados nos quintis aumentou muito significativamente. Enquanto que em 2006 a Dimensão média total de todos os quintis se fixou em aproximadamente 816 milhões de euros, esta evoluiu para valores próximos de 1151 milhões de euros em 2007, simbolizando um aumento de 41%.

Apesar de o 1º quintil ter apresentado a melhor rendibilidade média anual, o 2º quintil atingiu a pior rendibilidade média anual. Assim, os gestores dos fundos de maior dimensão, de uma forma geral, não conseguiram superar as capacidades de *stock-picking* dos gestores dos fundos de menor dimensão.

2008



Por sua vez, o ano de 2008 foi, de uma forma global, péssimo para o mercado de acções português, representando uma continuação dos efeitos nefastos da crise do “*subprime*” em Portugal que já se tinham feito sentir em 2007. Como pode ser comprovado pela análise do Gráfico 17, ocorreram três picos negativos profundos em Janeiro, Junho e Outubro, ao contrário dos anos de 2006 e 2007 em que ocorreu apenas

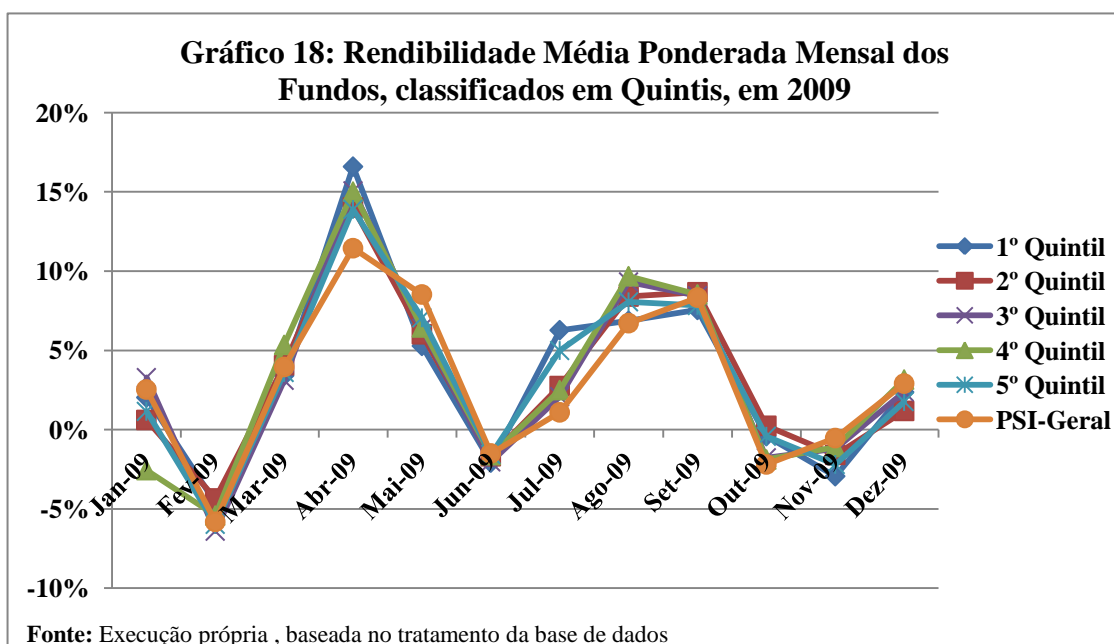
um. O PSI-Geral atingiu uma rentabilidade mínima de -20,9% em Outubro de 2008, enquanto que em 2006 e 2007 as rentabilidades mais baixas que o *benchmark* atingiu foram de -4,9% e -6,3% respectivamente. A rentabilidade média anual do PSI-Geral disparou negativamente para os -5,25% e o quintil que obteve melhor rentabilidade foi o segundo com -3,72%. Pelo contrário, o quintil que obteve pior rentabilidade média anual foi o terceiro com -5,39%, tendo sido o único a atingir rentabilidades inferiores às do *benchmark*. Por sua vez, o desvio-padrão do PSI-Geral em 2008 aumentou cerca de 3,15 pontos percentuais face ao ano anterior. O 2º quintil, o que atingiu uma melhor rentabilidade média anual, teve o maior desvio-padrão de todos os quintis fixando-se em 8,26%, superior em 0,34 pontos percentuais que a do *benchmark*, podendo explicar a maior rentabilidade de 1,54 pontos percentuais face ao mesmo. Por outro lado, o 3º quintil, que obteve a pior rentabilidade média anual, teve um desvio-padrão de 7,80%, menos 0,12 pontos percentuais que o PSI-Geral, podendo também justificar a pior rentabilidade em -0,14 pontos percentuais pelo menor risco assumido pelos fundos desse quintil. O menor desvio-padrão verificado para o ano de 2008 foi atingido pelo 4º quintil, tendo-se fixado em 7,69% e ao qual está associado uma rentabilidade superior ao *benchmark* em 0,93 pontos percentuais e inferior ao 2º quintil em 0,6 pontos percentuais.

Um facto muito interessante é o de que a dimensão dos fundos sofreu uma acentuada queda em Janeiro de 2008. A dimensão total de todos os FIM considerados nos quintis transitou, num único mês, para aproximadamente 845 milhões de euros em Janeiro de 2008 quando em Dezembro de 2007 este valor ascendia a 1159 milhões de euros. Esta diminuição drástica na dimensão total dos FIM foi de cerca de 27%. A tendência decrescente da dimensão total dos fundos manteve-se até Outubro de 2008 (embora não de uma forma constante) onde atingiu o valor mínimo de cerca de 403 milhões de euros tendo, depois, retomado ligeiramente até Dezembro de 2008. Assim, é possível verificar que a dimensão dos fundos diminuiu forte e subitamente a partir de Janeiro de 2008 onde as rentabilidades médias dos quintis desse mês se fixaram entre os -13,26% e os -14,93%. Ora, esta diminuição pode estar simplesmente associada à redução do valor das carteiras de investimento dos fundos devido à desvalorização dos preços das acções ou também estar relacionada com os *outflows* que se verificam quando os fundos obtêm rentabilidades menos boas. Para finalizar o tópico da dimensão

dos fundos, é ainda de salientar que o 1º quintil teve uma dimensão média de aproximadamente 343 milhões de euros em 2008, quase metade do valor que se verificava no ano anterior. O 5º quintil, por seu turno, registou uma dimensão média de cerca de 9 milhões de euros, também ligeiramente inferior a metade do que registava em 2008.

Através da análise do Gráfico 17, pode-se concluir que quer os quintis, quer o *benchmark* tiveram um comportamento muito semelhante ao longo do ano, com excepção de Dezembro de 2008 em que todos os quintis conseguiram alcançar rendibilidades positivas, ao contrário do PSI-Geral. Apesar de as rendibilidades terem sido, em média, negativas para o ano de 2008, é de destacar o aumento significativo dos desvios-padrão, provavelmente fruto do aumento da volatilidade dos mercados. Desta forma, dada a proximidade das rendibilidades dos diferentes quintis, é possível sugerir que, novamente, os gestores dos fundos de maior dimensão não conseguiram destacar-se face aos seus congéneres dos fundos de menor dimensão.

2009



Relativamente a 2009 e ao contrário do que aconteceu nos anos anteriores, todos os quintis conseguiram superar a rendibilidade média anual do PSI-Geral que foi de 2,96%. O quintil que atingiu a melhor *performance* foi novamente o 1º com uma

rendibilidade média anual de 3,36%, enquanto que o 4º quintil foi o que obteve pior *performance* com 3,18%. Assim, este foi o ano que apresentou rendibilidades médias anuais mais elevadas e mais homogêneas. A diferença entre a melhor rendibilidade e a pior rendibilidade cingiu-se a 0,18 pontos percentuais, quando em 2006, 2007 e 2008 essa diferença atingiu os 0,43 pontos percentuais, 0,86 pontos percentuais e 1,67 pontos percentuais respectivamente. Neste sentido, a dimensão dos FIM esteve de uma certa forma relacionada com a rendibilidade dos mesmos, tal como a teoria prevê.

Quanto aos desvios-padrão, foi possível verificar uma descida geral nos seus valores, retornando a níveis ligeiramente superiores aos de 2007. O 1º quintil que obteve a melhor rendibilidade média anual teve um desvio-padrão de 5,78%, face ao maior desvio-padrão registado para este ano de 6,03% do 4º quintil que foi o que obteve pior *performance*. Desta forma, o *trade-off* entre risco e rendibilidade não foi, mais uma vez, prezado. Por seu turno, o PSI-Geral registou um desvio-padrão 0,68 pontos percentuais inferior ao 1º quintil, podendo então estar a este factor associada a sua menor rendibilidade.

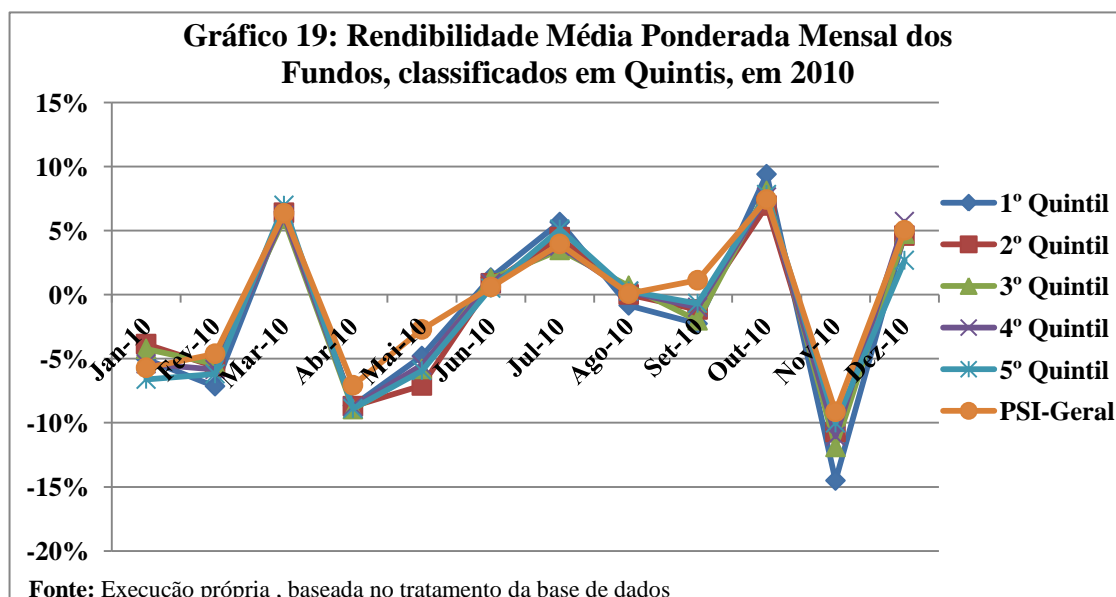
O ano de 2009 foi claramente de recuperação face ao desastroso ano de 2008, embora essa recuperação só se tenha realmente verificado a partir de Março (inclusive). O mês de Abril foi claramente influenciador das rendibilidades médias anuais dos quintis e do *benchmark*, uma vez que as rendibilidades obtidas se situaram entre os 11,4% e os 16,6%. Apesar de, tal como em 2008, terem existido três picos negativos, a dimensão destes é indubitavelmente inferior à dos anos anteriores.

Dada a recuperação nas rendibilidades dos FIM, torna-se novamente interessante analisar o seu impacto na dimensão dos fundos. Assim, em Janeiro de 2009, todos os FIM pertencentes aos cinco quintis apresentaram uma Dimensão Total de cerca de 387 milhões de euros, embora esse valor ainda tenha diminuído ligeiramente em Fevereiro de 2009 devido às ainda más rendibilidades subsequentes ao ano de 2008. Contudo, a partir de então, as rendibilidades melhoraram e também a dimensão dos fundos aumentou. Foi atingido em Setembro de 2009 um máximo (para o ano em questão) de aproximadamente 762 milhões de euros, regressando a níveis próximos de Julho de 2006, aquando do início do forte aumento na dimensão dos fundos, e de Abril de 2008 quando a diminuição vertiginosa do valor desta variável se encontrava sensivelmente a meio. Posteriormente, esse valor voltou a diminuir, tendo-se fixado em Dezembro de

2009 em 716 milhões de euros, estando essa redução associada às rendibilidades negativas (embora não muito significativas) que se registaram em Outubro e Novembro desse ano no mercado de acções em geral. Mais uma vez, as alterações de valor dessa variável podem estar simplesmente associadas à valorização das carteiras de investimento dos fundos consequente ao bom desempenho do mercado accionista português. Ou então, poderão também estar relacionadas com *inflows* resultantes da boa *performance* dessas mesmas carteiras, como a teoria cita. Em relação à dimensão média dos quintis, O 1º quintil fixou valores médios na ordem dos 311 milhões de euros, valores inferiores aos de 2008, e o 5º quintil aproximou-se dos 4 milhões de euros.

Finalmente, no ano de 2009 e de uma forma geral, os gestores dos fundos de maior dimensão conseguiram obter melhores rendibilidades que os gestores dos fundos de menor dimensão, fazendo justiça ao que a teoria prevê. Contudo, é necessário advertir para a proximidade das rendibilidades dos quintis.

2010



Finalmente, o ano de 2010 contrastou totalmente com o que se passou no ano anterior pois todos os quintis registaram rendibilidades médias anuais inferiores ao *benchmark*. O PSI-Geral obteve uma rendibilidade média anual de -0,39%, enquanto que o quintil com melhor *performance* foi o 4º, que se restringiu a uma rendibilidade negativa de -1,09%. Por outro lado, o 1º quintil que tinha sido o mais bem sucedido em

termos de rendibilidades no ano anterior foi, desta vez, o quintil com pior rendibilidade, apresentando uma taxa de -1,31%. Os quintis apresentaram, mais uma vez, rendibilidades médias anuais bastante homogêneas, com uma discrepância entre o melhor e o pior quintil de apenas 0,22 pontos percentuais. Contudo, a discrepância entre o PSI-Geral e o melhor quintil é já mais acentuada, atingindo os 0,7 pontos percentuais. O ano de 2010 foi, de uma certa forma semelhante, ao de 2008, embora não tenha assumido a mesma dimensão. Foi um ano negativo de forma generalizada para o mercado accionista português com quatro picos negativos, dois deles já com alguma significância. A rendibilidade mínima que foi atingida durante o ano foi de -14,5% para o 1º quintil em Novembro.

Quanto ao desvio-padrão, o que mais se destaca é o do 1º quintil que, relembando, foi o que obteve pior rendibilidade. O seu desvio-padrão fixou-se nos 7,11% enquanto que os dos restantes quintis se situaram entre os 6,06% e os 6,23%. O PSI-Geral, por seu lado, apresentou um desvio-padrão ainda mais baixo com 5,49%. Desta forma, este ano foi muito contraditório na relação risco-rendibilidade, uma vez que o PSI-Geral apresentou a maior rendibilidade mas também o menor desvio-padrão e o 1º quintil registou a mais baixa rendibilidade e o maior desvio-padrão.

Em relação à dimensão dos fundos, tendo 2010 sido um ano globalmente negativo que se reflectiu nas rendibilidades médias anuais quer dos quintis, quer do *benchmark*, é expectável que a dimensão dos fundos tenha diminuído em relação a 2009. E foi efectivamente o que ocorreu dado que a dimensão média total de todos os quintis em 2010 apresentou uma diminuição de -1,48% face ao ano anterior. O 1º quintil teve uma dimensão média de 330 milhões de euros, tendo registado um aumento face a 2009, enquanto que o 5º quintil praticamente duplicou a sua dimensão média em 2010 relativamente a 2009. A dimensão média destes dois quintis, conjuntamente com o 4º, aumentou mas a diminuição da dimensão dos 2º e 3º quintis superou o aumento desses três quintis, levando a que se verificasse uma diminuição da dimensão média a nível global.

Assim, se em 2009 os gestores dos fundos de maior dimensão superaram as *performances* obtidas pelos gestores dos fundos de menor dimensão, em 2010 a situação inverteu-se. Os 20% de fundos de maior dimensão obtiveram as piores rendibilidades

médias anuais, enquanto que os fundos de menor dimensão pertencentes ao 4º quintil apresentaram as melhores *performances*.

Conclusivamente, e como referido inicialmente, não é possível retirar uma conclusão global para os cinco anos em análise nem para cada quintil a nível individual. É possível, contudo, concluir que nem sempre a dimensão dos fundos se reflectiu nas rendibilidades dos quintis, pelo que, em Portugal, os fundos de maior dimensão não apresentam necessariamente valores sob gestão superiores por terem gestores com melhores capacidades de *stock-picking* que lhes permitem obter melhores rendibilidades. Por outro lado, raramente a relação rendibilidade-risco foi respeitada. Não sendo essa relação prezada, mesmo que um quintil que deva apresentar melhores rendibilidades face a outro o consiga, se os seus fundos assumirem maior risco, poderão não estar a remunerar melhor os seus investidores pelo risco que os fundos pertencentes ao quintil com pior rendibilidade.

3.4. Rendibilidade das acções mais amplamente detidas vs. rendibilidade das acções menos detidas pelos FIM, com comparação à rendibilidade do PSI-Geral

Neste subcapítulo, seguiu-se o método adoptado no artigo de Chen *et al.* (2000) de forma a identificar as acções mais detidas (em termos relativos, ou seja, o peso das posições dos FIM nas acções detidas na totalidade das acções existentes) pelos FIM considerados na amostra. Ora, se uma acção é amplamente detida pelos vários FIM e tendo em conta que os gestores dos fundos são agentes especializados em mercados financeiros em geral, esta deveria apresentar rendibilidades superiores a uma acção menos detida. Quando uma acção é fortemente detida pelos FIM, reflecte-se uma opinião de consenso entre os gestores dos fundos que certamente esperarão uma valorização do seu preço, ao contrário de acções menos detidas. Assim, classificando as acções em quintis de acordo com o valor que apresentam na variável *FracHoldings*, seria de esperar, na teoria, que os quintis com as acções mais detidas obtivessem uma maior rendibilidade face aos quintis com as acções menos detidas.

Metodologia

Prosseguindo o adotado por Chen *et al.* (2000), a variável utilizada para a identificação das acções mais amplamente detidas pelos FIM é a seguinte:

$$FracHoldings_{i,t} = \frac{N^{\circ} \text{ de acções detido por todos os fundos}_{i,t}}{N^{\circ} \text{ acções existente}_{i,t}}$$

O numerador expressa o número de acções do activo i detido por todos os fundos no final do mês t , enquanto que o denominador representa a totalidade de acções existentes do activo i no final do mês t .

Posteriormente, as acções foram ordenadas de forma decrescente mensalmente de acordo com os valores de *FracHoldings* e foram constituídos quintis das acções para permitir o estudo das suas rendibilidades. Assim, o primeiro quintil é composto pelos 20% das acções mais amplamente detidas, o segundo pelos seguintes 20% de acções mais detidas e assim sucessivamente.

De seguida, no sentido de obter a rendibilidade dos vários quintis, a rendibilidade de cada acção foi ponderada pelo peso respectivo do seu valor na variável *FracHoldings*. Ou seja, as rendibilidades das acções de cada quintil foram multiplicadas pelos seus valores respectivos na variável, dividindo pelo somatório dos valores da variável *FracHoldings* das acções pertencentes ao quintil:

$$R_{QF,t} = \sum_{i=1}^n w_i R_i, \text{ em que } w_i = \frac{FracHoldings_{i,t}}{\sum_{i=1}^n FracHoldings_{i,t}}, R_{QF} \text{ representa a rendibilidade}$$

do quintil, R_i traduz a rendibilidade da acção i e $FracHoldings_{i,t}$ representa o valor da variável *FracHoldings* para a acção i no mês t .

Finalmente, a rendibilidade média anual foi calculada utilizando a média aritmética das rendibilidades mensais obtidas de cada ano (para o ano de 2006, foram apenas considerados onze meses: Fev-06 a Dez-06). Foram também calculados os desvios-padrão anuais para cada quintil e para o PSI-Geral para efeitos de comparação.

Quando a variável *FracHoldings* apresentava um valor igual a zero, não eram tidos em consideração as acções respectivas para o mês em questão, seguindo o procedimento adotado por Chen *et al.* (2000).

Interpretação dos Resultados

Os resultados alcançados encontram-se sintetizados no Gráfico e Tabelas seguintes:

Tabela 6: Rendibilidades Médias dos Quintis, 2006-2010

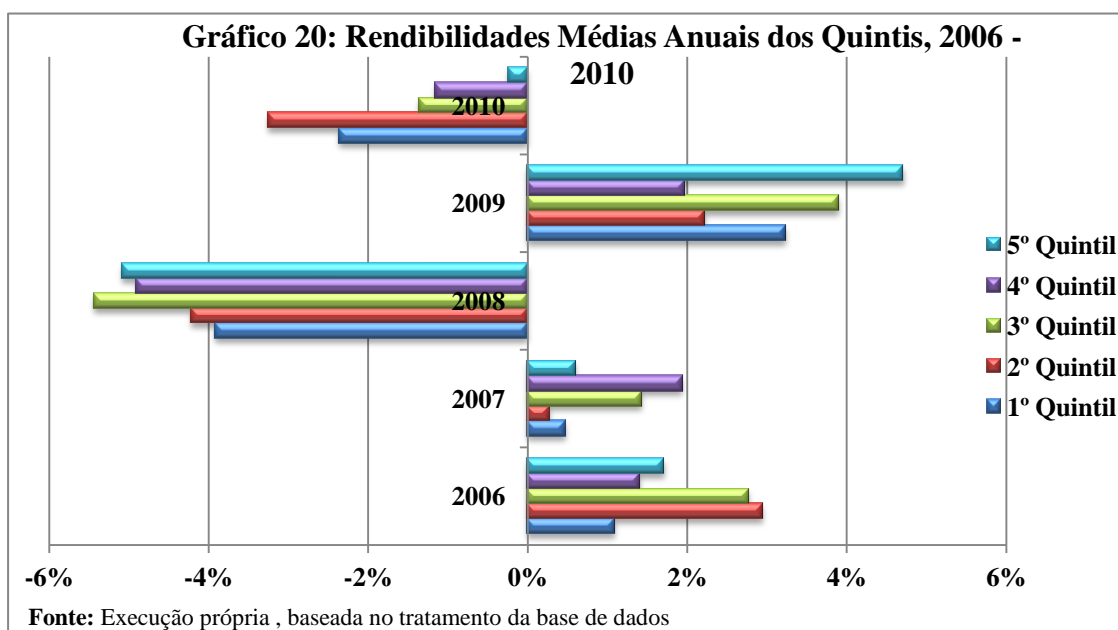
Rendibilidades Médias	2006	2007	2008	2009	2010	2006-2010
<i>1º Quintil (fundos maior dimensão)</i>	1,09%	0,47%	-3,92%	3,23%	-2,36%	-0,32%
<i>2º Quintil</i>	2,94%	0,28%	-4,22%	2,22%	-3,25%	-0,46%
<i>3º Quintil</i>	2,76%	1,43%	-5,43%	3,89%	-1,37%	0,21%
<i>4º Quintil</i>	1,40%	1,93%	-4,90%	1,96%	-1,15%	-0,18%
<i>5º Quintil (fundos menor dimensão)</i>	1,71%	0,60%	-5,08%	4,71%	-0,24%	0,32%

Fonte: Execução própria, baseada no tratamento da base de dados

Tabela 7: Desvios-Padrão dos Quintis, 2006-2010

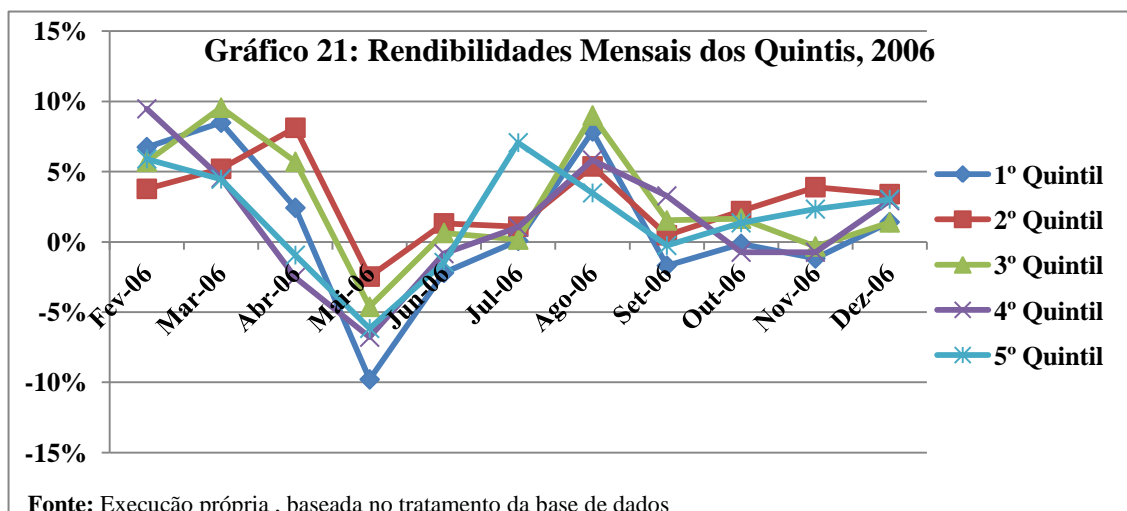
Desvios-Padrão	2006	2007	2008	2009	2010	2006-2010
<i>1º Quintil (fundos maior dimensão)</i>	5,28%	6,35%	12,40%	6,57%	7,58%	8,21%
<i>2º Quintil</i>	2,86%	5,87%	6,22%	6,95%	5,91%	6,28%
<i>3º Quintil</i>	4,27%	7,44%	7,13%	8,33%	5,37%	7,30%
<i>4º Quintil</i>	4,44%	5,33%	7,95%	5,13%	4,77%	6,10%
<i>5º Quintil (fundos menor dimensão)</i>	3,77%	3,97%	7,80%	7,22%	5,75%	6,61%

Fonte: Execução própria, baseada no tratamento da base de dados



Através da análise das Tabelas 6 e 7 e do Gráfico 20, é claramente visível que o padrão desejado não se verifica, isto é, que os primeiros quintis obtenham melhores rendibilidades que os últimos. Aliás, nenhum padrão é identificável uma vez que os quintis obtiveram rendibilidades muito aleatórias, não se verificando qualquer consistência na classificação por rendibilidades dos vários quintis para o período de 2006 a 2010. Tendo em conta a totalidade do período, é possível verificar que, incrivelmente, o quintil com maior rendibilidade é o 5º, seguido do 3º. Os quintis com menores rendibilidades são os que maiores rendibilidades deveriam obter, isto é, os 1º e 2º quintis. Desta forma, pode-se já sugerir que a opinião consensual dos gestores do sector dos FIM não contém as expectativas correctas. Ou seja, os gestores demonstraram muito fracas capacidades de *stock-picking* para a totalidade do período, dado que as acções mais amplamente detidas pelo sector dos FIM apresentaram as piores rendibilidades e os 20% de acções menos amplamente detidas registaram a melhor rendibilidade. Relativamente à relação rendibilidade-risco, o 5º quintil, que registou a maior rendibilidade, apresentou apenas o terceiro maior desvio-padrão. Por outro lado, o 1º quintil, que obteve a segunda pior rendibilidade, alcançou o maior desvio-padrão. Assim, também o risco não foi devidamente remunerado pela rendibilidade para o período de 2006 a 2010.

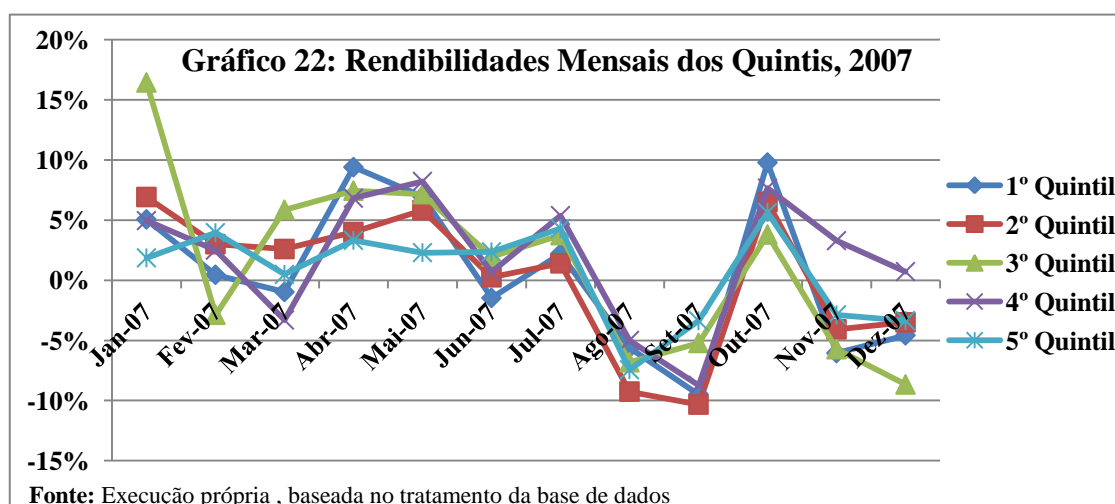
2006



Durante o ano de 2006 e tal como referido para a generalidade dos anos, não existiu nenhum padrão consistente nas rendibilidades dos quintis, como pode ser

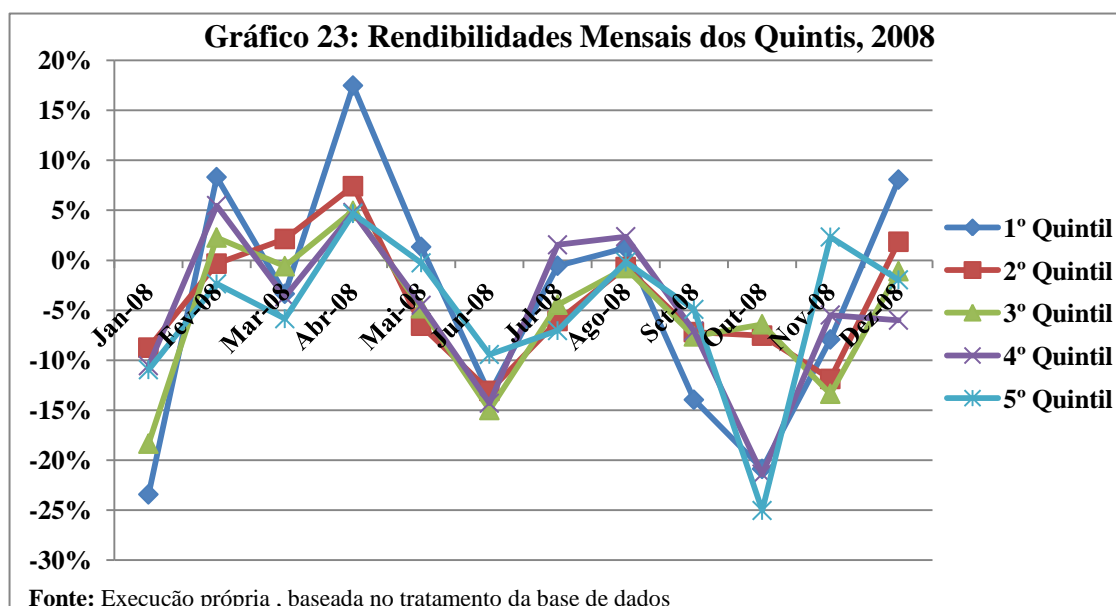
comprovado pela análise do Gráfico 21. Supostamente, seria de esperar que o 1º quintil obtivesse as melhores rendibilidades tendo, contraditoriamente, apresentado frequentemente as piores rendibilidades mensais. Por outro lado, os 2º e 3º quintis foram os que mais vezes revelaram melhores rendibilidades. Aliás, essa evidência acabou por se reflectir na rendibilidade média anual desses três quintis dado que o 1º, 2º e 3º quintis obtiveram rendibilidades de 1,09%, 2,94% e 2,76% respectivamente. Assim, e apesar de não ter existido um padrão muito consistente nas rendibilidades mensais, pelo que se pode então concluir, o 1º quintil ficou muito aquém do expectável, enquanto que o 2º quintil poderá ter cumprido com as expectativas e o 3º quintil poderá até mesmo tê-las superado. Consequentemente, os gestores dos fundos revelaram fracas capacidades de *stock-picking* de uma forma generalizada, uma vez que os 20% de acções mais detidas em conjunto por todos os FIM considerados revelaram rendibilidades inferiores àquelas nas quais o consenso quanto à evolução dos seus preços pelos gestores não é tão generalizado. Quanto aos desvios-padrão do ano de 2006, é possível verificar que as acções com menor risco associado são as pertencentes ao 2º quintil, enquanto que a situação contrária se verificou para as acções do 1º quintil. Ora, estes resultados vêm contradizer totalmente o *trade-off* rendibilidade-risco uma vez que o quintil com maior rendibilidade foi aquele cujas acções apresentavam menor risco (2º quintil) e o que revelou menor rendibilidade continha as acções com maior risco associado (1º quintil). Os gestores dos FIM, no seu conjunto, detiveram mais amplamente em carteira tanto acções com mais risco como acções com um risco inferior.

2007



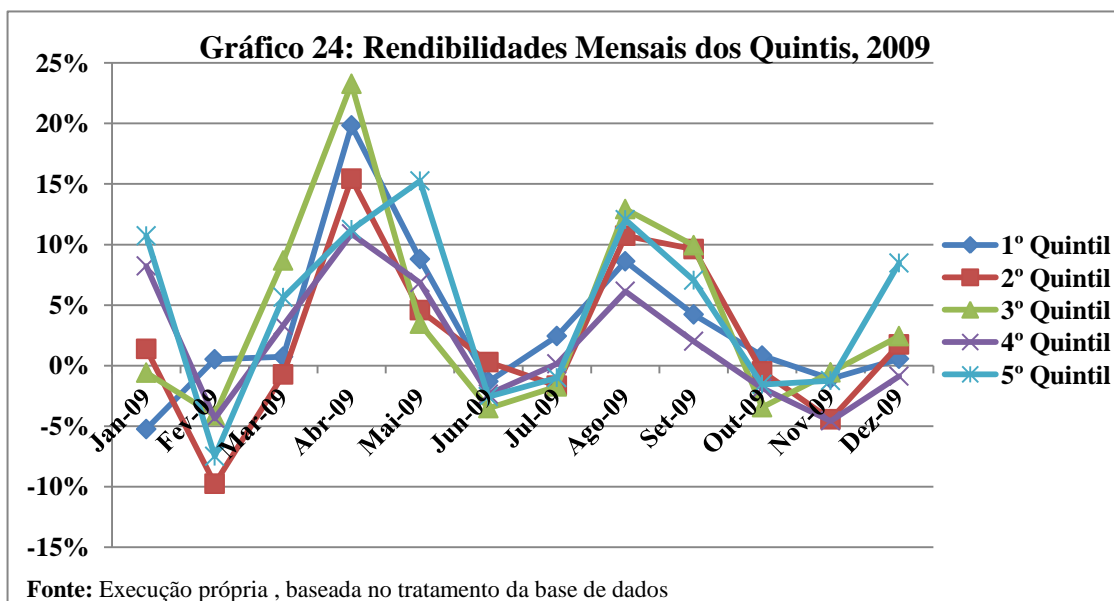
Em 2007, a situação do ano anterior agravou-se. Ou seja, os últimos três quintis foram os que mais frequentemente obtiveram as rendibilidades mensais mais elevadas e os primeiros dois os que alcançaram mais vezes as piores rendibilidades. Tal se reflecte nas rendibilidades anuais, tendo sido o 4º quintil a obter a maior rendibilidade, seguido do 3º quintil com 1,93% e 1,43% respectivamente. Do lado oposto, encontraram-se então os 1º e 2º quintis com rendibilidades anuais na ordem dos 0,47% e 0,28%. Assim, mais uma vez, as acções que deveriam ter apresentado maiores rendibilidades foram as que piores desempenhos obtiveram e as que deveriam ter registado piores rendibilidades tiveram as melhores *performances*. Os gestores dos fundos revelaram então, novamente, más decisões de *stock-picking* dado que as acções mais amplamente detidas pelos FIM apresentaram as piores rendibilidades. Relativamente aos desvios-padrão dos quintis, os que registaram os maiores valores foram os 3º e 1º quintis, enquanto que os 4º e 5º quintis foram os que menor risco tinham associado. Novamente, as acções com menor risco associado foram as que registaram as rendibilidades mais elevadas e as acções com maior risco associado as que piores desempenhos obtiveram. Desta forma, o *trade-off* entre rendibilidade e risco não foi cumprido, não sendo o risco devidamente remunerado em termos de rendibilidade. Os gestores, no seu conjunto, revelaram assim, neste ano, uma maior aposta em acções de maior risco.

2008



Em contraste com os anos anteriores, o ano de 2008 correspondeu de forma razoável às expectativas. Tal não deixa de ser surpreendente uma vez que foi um ano de enorme instabilidade, marcado pela crise do ‘*subprime*’ que se alastrou aos mercados financeiros portugueses em finais de 2007 e se prolongou durante o ano de 2008. Essa instabilidade reflecte-se nas rendibilidades extremas que foram atingidas ao longo do ano, com um máximo de aproximadamente 17,5% em Abril 2008 (1º quintil) e um mínimo de cerca de -25% em Outubro de 2008 (5º quintil). Assim, as acções mais detidas pelos FIM e classificadas nos dois primeiros quintis foram os que mais frequentemente obtiveram maiores rendibilidades ao longo dos meses, e as acções classificadas no último quintil foram as que registaram mais regularmente as piores rendibilidades. As rendibilidades médias do ano para os vários quintis reflectiram-se da mesma forma apenas para aqueles com as acções mais detidas. O 1º quintil atingiu a rendibilidade mais elevada com um valor de -3,92%, seguido do 2º quintil com uma rendibilidade de -4,22%. Contudo, a pior rendibilidade média do ano foi obtida pelo 3º quintil com uma taxa de -5,43% enquanto que o último quintil obteve uma rendibilidade superior à do 3º com um valor de -5,08%. Desta forma, pelo menos os 40% de acções mais amplamente detidas pelos FIM corresponderam às expectativas relativamente às suas rendibilidades, pelo que os gestores dos fundos melhoraram, em parte, as suas capacidades de *stock-picking* durante o ano de 2008. Porém, não se deve ignorar o facto de os últimos três quintis não terem correspondido às rendibilidades que lhes eram expectáveis. Os desvios-padrão dos quintis, por sua vez, voltaram a não corresponder às rendibilidades. O 1º quintil registou um desvio-padrão de 12,40%, o maior do ano, o que, em termos relativos, estará correcto dado que também apresentou a maior rendibilidade anual. Em contrapartida, o 2º quintil registou o menor desvio-padrão, tendo sido o segundo quintil com maior rendibilidade. O 3º quintil foi o que pior rendibilidade apresentou mas também foi o segundo quintil com menor desvio-padrão. Assim, de uma forma semelhante a 2006, os gestores dos FIM, no seu conjunto, voltaram a apostar mais amplamente tanto em acções com mais risco como em acções com um risco inferior.

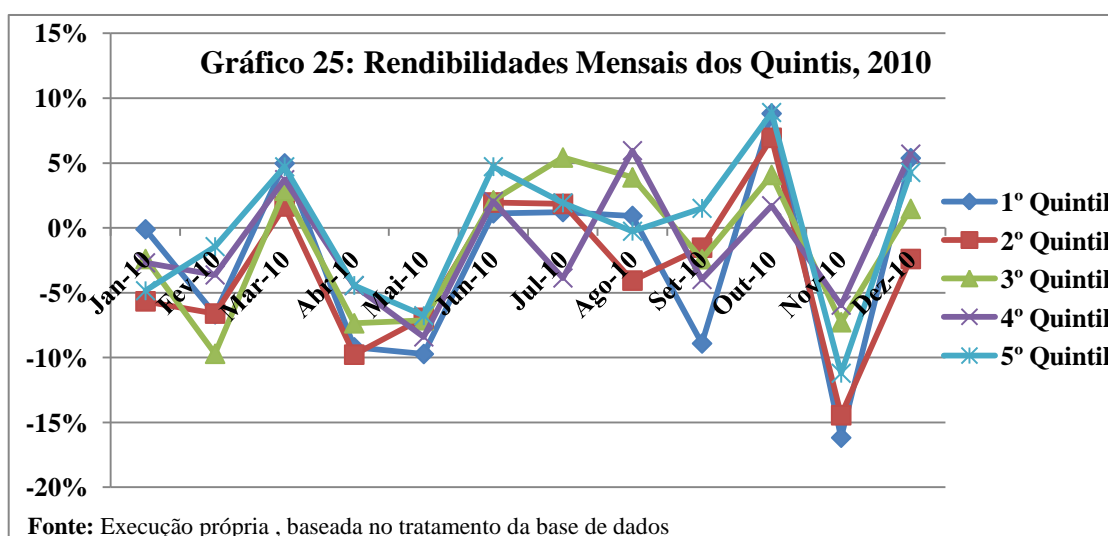
2009



Num ano claramente de recuperação face ao ano anterior, 2009 voltou a permitir aos quintis obter rendibilidades médias anuais positivas. Relativamente às rendibilidades mensais, este ano foi novamente um ano atípico face ao previsto na teoria. O quintil que mais frequentemente apresentou as maiores rendibilidades foi o 5º quintil, ou seja, o quintil que contém as acções menos detidas pelos FIM. Só depois surge o 1º quintil com rendibilidades mensais mais elevadas em mais meses. O quintil que mais vezes obteve as rendibilidades mais baixas foi o quarto e o 2º quintil foi o segundo a alcançar as rendibilidades mais baixas mais frequentemente. Em termos anuais, o 5º quintil obteve a maior rendibilidade média anual com 4,71%, seguido do 3º quintil com 3,89%. Só depois surge o 1º quintil com uma rendibilidade média anual de 3,23%. Por outro lado, o 4º quintil alcançou a pior rendibilidade média do ano com valores nos 1,96%, valor não muito distante da rendibilidade conseguida pelo 2º quintil que se cingiu a 2,22%. Neste sentido, e não de forma muito distinta face aos anos de 2006 e 2007, os gestores dos fundos não detinham mais amplamente em carteira as acções com melhores rendibilidades, tendo sido as acções menos amplamente detidas a obter melhores desempenhos. Assim, mais uma vez, a opinião mais consensual dos gestores dos FIM em relação ao desempenho dos preços das acções não foi acertada. Relativamente aos desvios-padrão, o mais elevado foi atingido pelo 3º quintil com valores nos 8,33%, tendo este quintil alcançado a segunda maior rendibilidade. De

seguida, encontrou-se o 5º quintil, tendo sido o que obteve a maior rendibilidade. O 4º quintil, por sua vez, apresentou o mais baixo desvio-padrão, tendo também apresentado a pior rendibilidade média anual. Desta forma, a relação entre o risco e a rendibilidade não foi estritamente cumprida mas não foi de todo descabida. De uma forma não muito rígida, essa relação verificou-se e, quando não se verificou, os valores não diferiam de forma significativa. Assim, neste ano, os gestores dos FIM, no seu conjunto, apresentaram uma maior tendência para deter, de forma mais ampla em carteira, acções com menor risco associado.

2010



Finalmente, 2010 foi também um ano mau para o mercado accionista português e, tal como no ano anterior, o 5º quintil apresentou mais frequentemente as rendibilidades mensais mais elevadas, seguido do 4º quintil. O 2º quintil, pelo contrário, apresentou em mais meses as piores rendibilidade, tendo sido o 1º quintil o segundo a obter as rendibilidades mais baixas por mais vezes. Relativamente às rendibilidades médias anuais, o 5º quintil alcançou a rendibilidade mais elevada de -0,24%, tendo o 4º quintil obtido uma rendibilidade de -1,15%. O 2º quintil registou a pior rendibilidade média anual, tendo-se fixado em -3,25% e o 1º quintil registou a segunda mais baixa rendibilidade, com valores de -2,36%. Desta forma, as capacidades de *stock-picking* dos gestores dos fundos revelaram-se mais uma vez muito fracas. Os 40% de acções mais amplamente detidas pelos FIM obtiveram as piores rendibilidades, enquanto que os

40% de acções nas quais os FIM apresentaram menor preponderância alcançaram as melhores rendibilidades. Os desvios-padrão, por seu turno, também se revelaram desajustados para os quintis tendo em consideração as suas rendibilidades. O 1º quintil, que apresentou a segunda pior rendibilidade média do ano, registou o desvio-padrão mais elevado. O segundo quintil cujas acções maior risco apresentavam foi o 2º que, por sua vez, revelou a pior rendibilidade média do ano. O desvio-padrão mais baixo alcançado fixou-se nos 4,77% e foi registado pelo 4º quintil que foi o conjunto de acções que revelou a segunda maior rendibilidade média de 2010. O 5º quintil, que alcançou a maior rendibilidade média anual, atingiu um desvio-padrão intermédio. Assim, a relação rendibilidade-risco no ano de 2010 ficou muito aquém do expectável. As acções cujos quintis alcançaram maiores rendibilidades tinham um menor risco associado face às acções pertencentes aos quintis com rendibilidades mais baixas, pelo que o maior risco assumido não foi de todo remunerado com uma maior rendibilidade. Assim, de forma totalmente contrária ao ano anterior, os gestores dos FIM, no seu conjunto, apostaram mais largamente em acções com maior risco associado, tendo sido essas que piores rendibilidades apresentaram face às restantes acções menos detidas.

Conclusivamente, neste período de cinco anos e de uma forma geral, os gestores dos FIM revelaram capacidades de *stock-picking* muito fracas, uma vez que raramente os quintis que contêm as acções nas quais os FIM detêm maior participação (em termos agregados) obtiveram melhores rendibilidades que os restantes. Aliás, nos cinco anos considerados, o 5º quintil foi o que obteve mais frequentemente melhores rendibilidades médias anuais, tendo o 1º e 2º quintis revelado mais regularmente rendibilidades mais baixas. Quanto à relação entre rendibilidade e risco, apenas esporadicamente o risco foi devidamente remunerado pela rendibilidade, revelando também uma assumpção errada de risco por parte dos gestores dos fundos.

3.5. Rendibilidade das acções mais compradas vs. rendibilidade das acções mais vendidas, com comparação à rendibilidade do PSI-Geral

Neste segmento, foram mais uma vez adoptados os procedimentos do artigo de Chen *et al.* (2000), embora com alguns ajustamentos, para o estudo das rendibilidades das acções mais compradas e mais vendidas. De acordo com a teoria e o que os autores citam, as rendibilidades das acções mais compradas pelos fundos devem apresentar rendibilidades superiores às alcançadas pelas acções mais vendidas devido às expectativas que induziram essas transacções. Os fundos e investidores racionais compram as acções quando esperam que o seu preço suba e vendem-nas quando acreditam que os seus preços sofrerão uma queda. Desta forma, procurou-se analisar se a rendibilidade das acções mais compradas em cada mês pelos FIM da amostra supera a rendibilidade das acções mais vendidas. Caso isso se verifique, tal representaria um indicador da capacidade de *stock-picking* dos gestores dos fundos.

Metodologia

Assim, numa primeira instância, para identificar as acções mais transaccionadas é necessário identificar as acções mais amplamente detidas pelos FIM no final de cada mês, através da variável *FracHoldings*. Estes dados foram já obtidos aquando do estudo sobre a rendibilidade das acções mais amplamente detidas pelos FIM face à rendibilidade das menos detidas.

Posteriormente, para então permitir identificar as acções mais transaccionadas a nível agregado, é aplicada a fórmula da variável *Trades* que representa a variação mensal da variável *FracHoldings*:

$$Trades_{i,t} = \frac{FracHoldings_{i,t}}{FracHoldings_{i,t-1}}$$

Assim, o numerador traduz o valor da variável *FracHoldings* para a acção *i* no mês *t* e o denominador representa o valor da variável *FracHoldings* para a acção *i* no mês *t-1*. Esta variável, segundo Chen *et al.* (2000), não varia com a simples variação dos preços mas sim quando ocorrem reais compras ou vendas líquidas pelos fundos (em

conjunto), ao contrário de outras medidas que captam também esses valores, não reflectindo o que realmente ocorreu.

Quando a variável *Trades* ou *FracHoldings* apresentavam um valor igual a zero, não eram tidas em consideração as acções respectivas para o mês em questão, seguindo o procedimento adoptado por Chen *et al.* (2000).

Contudo, ao contrário de Chen *et al.* (2000) que classificaram as acções em decis, considerou-se apenas a metade das acções mais compradas e a metade das acções mais vendidas para cada mês, sendo as restantes ignoradas. Foi adoptado este sistema devido às diferentes realidades entre Portugal e os EUA. Enquanto que os autores detinham na sua amostra um número muito significativo de acções que lhes permitia classificá-las em decis, o número de acções desta amostra não permitem proceder de tal forma. Assim, depois de obter os valores da variável *Trades* para cada acção em cada mês, as acções foram ordenadas de acordo com o seu valor de forma decrescente para depois obter cada metade das acções respectiva. Posteriormente, de forma a obter a rendibilidade da metade das acções mais vendidas e mais compradas, a rendibilidade de cada acção foi ponderada pelo valor médio da transacção dessa acção no mês respectivo. Ou seja, as rendibilidades das acções da metade considerada foram multiplicadas pelos respectivos preços médios⁷ e pela quantidade de acções compradas/vendidas conforme o caso, dividindo o somatório dessas multiplicações pelo somatório do valor médio (em euros) das compras/vendas.

$R_M = \sum_{i=1}^n w_i R_i$, em que
 $w_i = \frac{\bar{P}_i * Quant.Comprada/Vendida}{Quant.Comprada/Vendida \text{ todas as acções da metade considerada}}$, R_i traduz a rendibilidade da acção i e \bar{P}_i representa o preço médio da acção i entre o mês considerado e o mês anterior.

Finalmente, a rendibilidade média anual foi calculada utilizando uma média aritmética das rendibilidades mensais obtidas de cada ano (para o ano de 2006, foram apenas considerados onze meses: Fevereiro a Dezembro de 2006). Foram também calculadas os desvios-padrão anuais das acções mais compradas, das acções mais vendidas e do PSI-Geral.

⁷ Os preços médios foram calculados com uma média aritmética dos preços das acções do mês em questão e do mês anterior.

Existe, contudo, um problema em relação à variável *Trades*. Esta variável poderá, por exemplo, identificar uma acção como sendo uma das mais vendidas mesmo que a acção tenha registado compras líquidas pelos fundos a nível agregado. Tal pode ocorrer devido a um aumento de capital, um *stock-split* ou outro, que altere assim o número de acções existentes e altere a variável sem reflectir o que realmente ocorreu. Desta forma, uma vez identificados os casos em que tais situações ocorrem, se essas acções fizerem parte de alguma das metades das acções consideradas para o estudo das rendibilidades, serão retiradas e incluídas as acções seguintes mais vendidas ou mais compradas, consoante o caso.

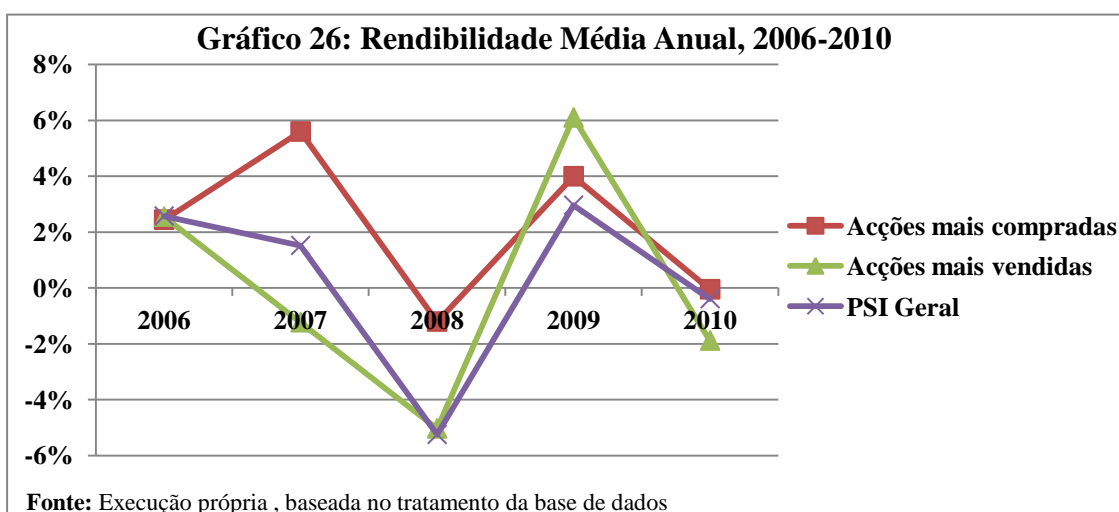
Interpretação dos Resultados

Os resultados obtidos encontram-se sintetizados na Tabela e Gráfico seguintes:

Tabela 8: Rendibilidades médias e desvios-padrão das acções mais compradas e mais vendidas e do PSI-Geral, 2006-2010

Rendibilidade Média	2006	2007	2008	2009	2010	2006-2010
<i>Acções mais compradas</i>	2,44%	5,59%	-1,21%	3,99%	-0,06%	2,15%
<i>Acções mais vendidas</i>	2,55%	-1,24%	-5,04%	6,10%	-1,89%	0,05%
<i>PSI Geral</i>	2,57%	1,51%	-5,25%	2,96%	-0,39%	0,24%
Desvios-Padrão						
<i>Acções mais compradas</i>	6,91%	9,39%	12,05%	9,92%	7,07%	9,34%
<i>Acções mais vendidas</i>	3,22%	6,07%	8,74%	10,36%	7,84%	8,40%
<i>PSI Geral</i>	3,58%	4,77%	7,92%	5,10%	5,49%	6,19%

Fonte: Execução própria, baseada no tratamento da base de dados



Através da análise do Gráfico 26, é possível verificar que a rendibilidade das acções mais compradas superou a rendibilidade das acções mais vendidas em todos os anos, excepto em 2009 e 2006, embora neste último as rendibilidades tenham sido muito próximas. Por sua vez, as acções mais vendidas obtiveram também rendibilidades inferiores às do PSI-Geral em todos os anos excepto em 2008 e 2009. Assim, de uma forma geral, cumpriu-se o expectável, isto é, que a rendibilidade das acções mais compradas superasse a rendibilidade das acções mais vendidas e, por seu turno, que esta última fosse inferior à rendibilidade do *benchmark*. Os gestores dos FIM, no seu conjunto, revelaram boas capacidades de *stock-picking* ao criarem as expectativas correctas acerca da evolução dos preços das acções. Tal pode ser confirmado através da análise da Tabela 8, na qual se pode constatar que, quando considerado a totalidade do período, ocorre exactamente o referido. Quanto à relação rendibilidade-risco, as acções mais compradas tiveram, de facto, o maior risco subjacente. Contudo, o PSI-Geral deveria ter sido o que obteve o segundo maior desvio-padrão mas este foi inferior ao das acções mais vendidas. Desta forma, a relação rendibilidade-risco não se verificou totalmente, não sendo o risco remunerado de forma adequada.

2006

Em 2006, é possível verificar uma grande proximidade das rendibilidades das acções mais compradas e das acções mais vendidas, mas também das do PSI-Geral. Contudo, apesar disso, a menor rendibilidade registada de 2,44% foi atingida pelas acções mais compradas que deveriam ser precisamente as que maior rendibilidade apresentavam. As acções mais vendidas superaram a rendibilidade das acções mais compradas por 0,11 pontos percentuais mas esta foi inferior, embora muito próxima, da rendibilidade do PSI-Geral. Assim, o PSI-Geral superou as rendibilidades alcançadas pelos dois conjuntos de acções, apresentando um desvio-padrão próximo mas superior ao das acções mais vendidas mas significativamente inferior à das acções mais compradas. Uma carteira de investimento constituída pelas acções mais compradas teve um risco subjacente em 2006 de 6,91%, um pouco menos que o dobro que o subjacente ao *benchmark*. As acções mais vendidas registaram o menor desvio-padrão, tendo-se fixado em 3,22%. Assim, as acções mais compradas apresentaram a pior rendibilidade tendo simultaneamente apresentado um risco subjacente significativamente superior aos

restantes conjuntos considerados, revelando-se, para o ano de 2006, o contrário do expectável. Por outro lado, a diferença nas rendibilidades do *benchmark* face às rendibilidades das acções mais vendidas poderá justificar-se por um menor risco assumido por parte deste último. A diferença pouco significativa nas rendibilidades poderá estar relacionada com o maior risco subjacente à carteira de mercado (embora a diferença nos desvios-padrão seja também mínima). Contudo, as acções mais vendidas registaram, tal como expectável perante boas capacidades de selecção de acções, uma rendibilidade inferior ao *benchmark*.

Conclusivamente, as decisões dos gestores dos fundos demonstraram capacidades de *stock-picking* muito fracas, uma vez que as acções mais compradas apresentaram a menor rendibilidade dos três conjuntos. Assim, na escolha das acções a comprar, os gestores não souberam definir as acções a transaccionar. Por outro lado, as acções mais vendidas foram razoavelmente bem seleccionadas pois, embora a sua rendibilidade tenha sido inferior à do *benchmark*, a diferença entre elas foi mínima. Relativamente ao *trade-off* rendibilidade-risco, as acções mais compradas e mais vendidas revelaram uma relação ineficiente no ano de 2006, uma vez que até as acções mais vendidas superaram a rendibilidade das acções mais compradas e, no entanto, as acções mais compradas registaram o desvio-padrão mais elevado. Assim, as acções mais compradas não remuneraram de forma adequada o risco que se assumia na sua compra.

2007

Relativamente a 2007, o cenário inverteu-se totalmente. A rendibilidade das acções mais compradas destacou-se positiva e significativamente dos restantes, atingindo os 5,59%. Pelo contrário e de acordo com o expectável, as acções mais vendidas registaram uma rendibilidade muito inferior, fixando-se nos -1,24%. O PSI-Geral, por sua vez, limitou-se a uma rendibilidade de 1,51% que, embora superior à das acções mais vendidas, foi bastante inferior à das acções mais compradas. Numa análise aos desvios-padrão, as acções mais compradas destacam-se novamente dos restantes, tendo atingido valores próximos de 9,39%, superior em 4,62 pontos percentuais ao menor desvio-padrão registado que pertenceu ao PSI-Geral. As acções mais vendidas

apresentaram uma rendibilidade inferior ao *benchmark* mas o seu desvio-padrão superou o deste último em aproximadamente 1,30 pontos percentuais.

Assim, o ano de 2007 reflectiu exactamente o que se espera destes três “grupos” em termos de rendibilidade. Os gestores dos fundos evidenciaram capacidades de *stock-picking*, tendo em conta que a rendibilidade das acções mais compradas se destacou fortemente da rendibilidade das acções mais vendidas e que esta última tenha ainda sido inferior à rendibilidade do PSI-Geral. Em relação ao *trade-off* rendibilidade-risco, as acções mais compradas evidenciaram-se claramente na rendibilidade mas igualmente no risco assumido. Contudo, as acções mais vendidas obtiveram uma pior *performance* que o PSI-Geral mas o seu desvio-padrão foi superior ao deste, contrariando a lógica de que um maior risco deve ser remunerado com uma maior rendibilidade.

2008

Quanto a 2008, as acções mais compradas apresentaram novamente rendibilidades bastante superiores, embora negativas. Registaram uma rendibilidade de -1,21% face a rendibilidades a rondar os -5% das acções mais vendidas e do PSI-Geral. Tal como em 2006, as acções mais vendidas e o *benchmark* apresentaram rendibilidades muito próximas, com uma diferença de apenas 0,215 pontos percentuais a favor do PSI-Geral. Por sua vez, os desvios-padrão voltaram a apresentar o mesmo padrão que no ano anterior, com as acções mais compradas com o desvio-padrão mais elevado, as acções mais vendidas com o segundo desvio-padrão mais elevado e, finalmente, o *benchmark* a apresentar novamente o menor risco subjacente.

Novamente, os gestores dos fundos demonstraram boas capacidades de *stock-picking* nas acções mais compradas que registaram uma rendibilidade muito mais elevada face aos restantes. Contudo, as acções mais vendidas registaram uma rendibilidade superior à do *benchmark*, reflectindo decisões menos boas dos gestores relativamente às acções a vender. A relação rendibilidade-risco revelou-se, pelo menos superficialmente (analisando apenas o nível dos desvios-padrão e das rendibilidades), bem conseguida para todos os grupos, dado que os que apresentavam menores rendibilidades face aos restantes revelavam também um desvio-padrão inferior.

2009

Por sua vez, o ano de 2009 foi distinto dos anteriores. A rendibilidade mais elevada foi estranhamente alcançada pelas acções mais vendidas, tendo-se fixado em 6,10%, enquanto que as acções mais compradas se cingiram a uma rendibilidade de 3,99%. O PSI-Geral registou a menor rendibilidade de 2,96%. Assim, enquanto as acções mais vendidas deveriam, perante capacidades de *stock-picking* relativamente boas, ter registado a menor rendibilidade, atingiram a melhor rendibilidade do ano. A rendibilidade das acções mais compradas, apesar de ter superado a rendibilidade do *benchmark*, ficou a 2,11 pontos percentuais da rendibilidade das acções mais vendidas. Quanto aos desvios-padrão, o cenário foi semelhante. As acções mais vendidas apresentaram o maior desvio-padrão, enquanto que as acções mais compradas e o PSI-Geral registaram desvios-padrão de 9,92% e 5,10% respectivamente.

Assim, os gestores dos fundos revelaram capacidades de *stock-picking* ainda piores que em 2006, uma vez que a rendibilidade das acções mais vendidas foi bastante superior à das acções compradas, embora a rendibilidade destas últimas tenha ainda assim sido superior à do PSI-Geral. Contudo, a relação de rendibilidade-risco foi de encontro ao definido teoricamente, tal como em 2008. As acções mais vendidas apresentaram a maior rendibilidade mas também o maior desvio-padrão e, do lado oposto, o PSI-Geral registou a pior rendibilidade e o menor risco subjacente.

2010

Finalmente, em 2010, os diferentes grupos registaram as rendibilidades expectáveis para cada um em termos relativos. Embora as rendibilidades tenham sido negativas para todos, a maior rendibilidade foi alcançada pelas acções mais compradas (-0,056%), enquanto que as acções mais vendidas registaram a pior rendibilidade (-1,89%). Por sua vez, o *benchmark* obteve uma rendibilidade intermédia de -0,394%. Relativamente ao risco, de forma contraditória, as acções mais vendidas alcançaram um desvio-padrão superior, embora próximo, do das acções mais compradas. O PSI-Geral registou o menor desvio-padrão, tendo-se fixado em 5,49%.

Resumidamente, as capacidades de *stock-picking* revelaram-se boas para o ano de 2010, dado que as acções mais compradas obtiveram a melhor rendibilidade e as

acções mais vendidas registaram uma rendibilidade inferior ao PSI-Geral, tal como em 2007. Neste sentido, os gestores dos fundos souberam escolher as acções a comprar e a vender. O *trade-off* rendibilidade-risco foi, no entanto, contrário ao esperado. As acções mais vendidas deveriam ter registado o menor desvio-padrão mas foram, no entanto, as que registaram maiores valores para esta variável. A relação entre rendibilidade-risco entre as acções mais compradas e o *benchmark* é, contudo, a esperada, dado que o que apresentou maior rendibilidade alcançou também o maior desvio-padrão.

De forma a concluir os cinco anos estudados, pode sugerir-se que, no geral, os gestores dos fundos apresentaram capacidades de *stock-picking* relativamente razoáveis. Destacam-se positivamente os anos de 2007 e 2010 em que, quer as acções mais compradas apresentaram rendibilidades superiores ao *benchmark* e às acções mais vendidas, quer as acções mais vendidas registaram rendibilidades inferiores ao PSI-Geral. Os gestores dos fundos não foram, no entanto, bem sucedidos nas suas decisões em dois anos. Em 2006, as acções mais vendidas revelaram rendibilidades superiores às acções mais compradas e, em 2009, também face ao PSI-Geral. No ano de 2008, apesar de a rendibilidade das acções mais compradas ter sido superior à rendibilidade das acções mais vendidas, a rendibilidade destas últimas foi também superior à rendibilidade do *benchmark*. Ora, esta última situação não é a expectável perante boas capacidades de *stock-picking* dado que venderam acções com melhor *performance* que o *benchmark*, o que implica que existiam acções com piores rendibilidades. O *trade-off* entre a rendibilidade e o risco raramente se verificou de acordo com a teoria, tendo as acções mais compradas registado desvios-padrão muito superiores entre 2006 e 2008, sem apresentarem sempre as melhores rendibilidades (em 2006 não registou a melhor rendibilidade). Entre 2009 e 2010, as acções mais vendidas apresentaram os maiores desvios-padrão, tendo em 2009 apresentado a melhor rendibilidade e em 2010 a pior. O PSI-Geral, por sua vez, registou desvios-padrão mais baixos em todos os anos excepto em 2006, tendo apresentado apenas em 2008 e 2009 as piores rendibilidades.

3.6. Influência da ‘Instituição mãe’ na aquisição das suas acções por parte dos seus Fundos

Neste último segmento, investigou-se a existência de alguma influência por parte da ‘instituição mãe’ sobre a constituição da carteira de investimento dos seus fundos. Isto é, se os fundos da ‘instituição mãe’ apresentam maiores valores investidos nas suas acções face aos outros fundos sem qualquer relação com a mesma. Desta forma, foram analisadas as posições dos fundos associados ao BCP, BPI, BES e BANIF nas acções respectivas. É importante realçar que este teste difere dos anteriores pois não pretende analisar as capacidades de *stock-picking* dos gestores (em conjunto) dos FIM mas sim identificar se a ‘instituição mãe’ representa alguma limitação à sua actuação.

Metodologia

Uma nota relevante a apontar na análise realizada foi a contabilização dos fundos sempre que existiam para efeitos de média, mesmo que não detivessem nenhuma posição na acção da respectiva ‘instituição mãe’, sendo que os mesmos não foram considerados enquanto não existiam. Assim, aumentou o número de fundos de algumas ‘instituições mãe’ à medida que se avança no tempo.

Este teste possui muitos passos intermédios, pelo que serão todos explicados a seguir.

Numa primeira instância, foi contabilizado mensalmente o número total de fundos existentes na amostra e o número de fundos existentes de cada ‘instituição mãe’ em cada momento de tempo. Posteriormente, para obter a variável *Percentagem média de acções* x^8 , calculou-se a percentagem média de acções que caberia aos fundos da ‘instituição mãe’ caso estas fossem distribuídas de forma igualitária por todos os fundos da amostra. Isto é, dividiu-se 100% pelo número total de fundos existentes no mês de análise e multiplicou-se esse valor pelo número de fundos de cada ‘instituição mãe’, gerando uma percentagem teórica de acções que os fundos de cada ‘instituição mãe’ deveriam deter. Para obter dados anuais, foi utilizada uma média aritmética de todos os meses do ano em causa.

⁸ A incógnita x é substituída pela instituição mãe respectiva, isto é, BCP, BPI, BES ou BANIF. Outras referências dessa incógnita terão a mesma interpretação.

De forma a alcançar valores comparáveis com os dados obtidos anteriormente, calculou-se a variável *Porcentagem de acções x dos fundos x*, na qual foi utilizada a seguinte fórmula para conhecer a percentagem de acções que um determinado fundo de uma ‘instituição mãe’ detém na totalidade das acções detidas pelos FIM da amostra:

$$\begin{aligned} & \textit{Porcentagem de Acções do Fundo}_{x,t} \\ &= \frac{\textit{Quantidade da acção}_i \textit{ detida pelo fundo}_x}{\textit{Quantidade da acção}_i \textit{ detida por todos os fundos}} \end{aligned}$$

As percentagens obtidas para cada fundo da respectiva ‘instituição mãe’ foram somadas, tendo determinado o peso da acção na carteira de todos os fundos associados a essa ‘instituição mãe’.

Na análise das duas variáveis anteriores, torna-se possível verificar se os fundos das ‘instituições mãe’ possuem, em média, mais ou menos acções que seria de esperar caso as acções detidas por todos os FIM estivesse equitativamente repartida.

Definiram-se as variáveis *Peso do valor investido na acção x na carteira do fundo* e *Peso do valor investido na acção x na carteira agregada*⁹ de forma a avaliar as diferentes proporções que o investimento na acção da ‘instituição mãe’ assume nas carteiras dos seus fundos e na dos fundos da amostra. Assim, quer para cada fundo das ‘instituições mãe’ em particular, quer para a carteira agregada dos FIM, foi aplicada a seguinte fórmula:

$$w_{i,x,t} = \frac{\textit{Valor investido na acção}_i \textit{ pelo fundo}_x}{\textit{Valor da Carteira do fundo}_x}$$

Assim, $w_{i,x,t}$ representa o peso que o valor investido na acção i pelo fundo x assume no valor da sua carteira de investimento no mês t . No caso da carteira agregada, $w_{i,x,t}$ corresponde à variável *Peso do valor investido na acção x na carteira agregada*. No caso dos fundos da ‘instituição mãe’, no sentido de obter um valor único para todos os fundos de cada ‘instituição mãe’, a variável $w_{i,x,t}$ foi ponderada pelo valor da carteira de investimento de cada fundo, obtendo um valor médio para o peso do valor investido na acção da ‘instituição mãe’ por parte dos seus fundos¹⁰. Também foi utilizada uma média

⁹ Ou seja, na carteira que agrega as posições de todas as acções de todos os FIM considerados.

¹⁰ Somando as multiplicações de $w_{i,x,t}$ pelo valor da carteira de investimento dos fundos pertencentes à ‘instituição mãe’ e dividindo esse somatório pela soma dos valores das carteiras de investimento desses fundos.

aritmética para anualizar os resultados mensais obtidos. Desta forma, torna-se possível aferir se o valor investido na acção da ‘instituição mãe’ dos fundos é semelhante ou muito distinto, em termos relativos, do valor investido nessa mesma acção pelo conjunto dos fundos da amostra.

Por fim, analisou-se e comparou-se o impacto da rendibilidade da acção da ‘instituição mãe’ na rendibilidade do fundo com o impacto que teoricamente seria expectável. Neste sentido, obteve-se a variável *Contributo efectivo da acção na rendibilidade do fundo* (ou $cre_{i,x,t}$), no sentido de verificar o real contributo que a acção teve na rendibilidade do fundo. Esta variável foi calculada através da seguinte fórmula: $cre_{i,x,t} = w_{i,x,t} \times R_i$, em que $cre_{i,x,t}$ traduz o contributo efectivo da acção i na rendibilidade do fundo x no mês t , R_i a rendibilidade da acção i e $w_{i,x,t}$ o peso que o valor investido na acção i pelo fundo x assume no valor da sua carteira de investimento no mês t ¹¹. Para efeitos de comparação, calculou-se então a variável *Contributo teórico da acção na rendibilidade do fundo* (ou $crt_{i,x,t}$) que corresponde ao impacto que teoricamente a acção deveria ter na rendibilidade do fundo. Para o seu cálculo, foi utilizada a seguinte fórmula: $crt_{i,x,t} = w_{i,x,t} \times R_{x,t}$, em que $crt_{i,x,t}$ representa o contributo teórico que a acção i deveria apresentar na rendibilidade do fundo x no mês t e $R_{x,t}$ traduz a rendibilidade do fundo x no mês t . Posteriormente, de forma a obter um valor único para o conjunto dos fundos pertencentes a uma ‘instituição mãe’, cada uma das variáveis foi ponderada da mesma forma que anteriormente, ou seja, pelos pesos dos valores das carteiras de investimento dos fundos da ‘instituição mãe’ (ver nota anterior número 10 em que, ao invés de $w_{i,x,t}$, seria $cre_{i,x,t}$ e $crt_{i,x,t}$). Esta análise permite avaliar se o impacto da acção na rendibilidade do fundo foi positiva ou negativa, contribuindo então para o sucesso ou insucesso do fundo. Esta vertente permite completar as anteriores, uma vez que um fundo de uma determinada ‘instituição mãe’ poderá ter valores significativos investidos na sua acção, em termos relativos, mas essa acção contribuir de forma positiva para a sua rendibilidade. Neste caso, justificar-se-ia de alguma forma a detenção de uma maior percentagem dessas acções perante boas capacidades de *stock-picking* do seu gestor.

¹¹ $w_{i,x,t}$ é calculado da mesma forma que para as variáveis anteriores e tem o mesmo significado.

Interpretação dos Resultados

Os resultados encontram-se sintetizados na Tabela seguinte:

Tabela 9: Variáveis para avaliação da influência das ‘instituições mãe’, 2006-2010

	2006	2007	2008	2009	2010	2006-2010
BCP						
<i>Percentagem de acções BCP dos fundos BCP</i>	31,89	23,05	7,32	6,20	17,59	17,21
<i>Percentagem média de acções BCP (teórico)</i>	9,60	9,52	9,11	8,33	8,00	8,91
<i>Peso do valor investido na acção BCP na carteira do fundo (%)</i>	8,31	7,61	0,86	0,95	4,83	4,51
<i>Peso do valor investido na acção BCP na carteira agregada (%)</i>	6,90	8,23	2,89	2,41	4,80	5,05
<i>Contributo teórico da acção na rendib. do fundo (%)</i>	0,20	0,28	-0,05	0,003	-0,03	0,08
<i>Contributo efectivo da acção na rendib. do fundo (%)</i>	0,12	0,24	-0,07	-0,07	-0,11	0,02
BPI						
<i>Percentagem de acções BPI dos fundos BPI</i>	11,16	12,15	16,78	15,21	17,41	14,54
<i>Percentagem média de acções BPI (teórico)</i>	24,01	23,81	22,78	20,83	24,00	23,09
<i>Peso do valor investido na acção BPI na carteira do fundo (%)</i>	4,38	2,07	2,55	3,35	2,35	2,94
<i>Peso do valor investido na acção BPI na carteira agregada (%)</i>	6,17	3,28	2,50	2,26	1,59	3,16
<i>Contributo teórico da acção na rendib. do fundo (%)</i>	0,10	0,02	-0,09	0,133	-0,02	0,03
<i>Contributo efectivo da acção na rendib. do fundo (%)</i>	0,16	-0,01	-0,14	0,10	-0,06	0,01
BES						
<i>Percentagem de acções BES dos fundos BES</i>	12,20	9,79	50,80	90,70	87,32	50,16
<i>Percentagem média de acções BES (teórico)</i>	13,57	14,29	17,99	25,00	24,00	18,97
<i>Peso do valor investido na acção BES na carteira do fundo (%)</i>	2,76	3,26	17,83	50,56	57,16	26,31
<i>Peso do valor investido na acção BES na carteira agregada (%)</i>	1,40	3,26	3,52	19,01	20,67	9,30
<i>Contributo teórico da acção na rendib. do fundo (%)</i>	0,06	0,07	-0,94	1,545	-1,13	-0,08
<i>Contributo efectivo da acção na rendib. do fundo (%)</i>	0,08	0,05	-0,87	1,60	-1,49	-0,13
BANIF						
<i>Percentagem de acções BANIF dos fundos BANIF</i>	1,64	1,71	2,79	5,24	3,30	2,93
<i>Percentagem média de acções BANIF (teórico)</i>	4,80	4,76	4,56	4,17	4,00	4,46

<i>Peso do valor investido na acção BANIF na carteira do fundo (%)</i>	1,59	3,52	2,80	2,67	2,37	2,59
<i>Peso do valor investido na acção BANIF na carteira agregada (%)</i>	0,92	3,52	1,25	0,53	0,78	1,11
<i>Contributo teórico da acção na rendib. do fundo (%)</i>	0,04	0,05	-0,13	0,102	-0,03	0,01
<i>Contributo efectivo da acção na rendib. do fundo (%)</i>	0,06	-0,05	-0,24	0,06	-0,06	-0,05

Fonte: Execução própria, baseada no tratamento da base de dados

De forma a tornar a interpretação desta Tabela mais intuitiva, esta nota irá explicar os valores do BCP para 2006.

A primeira variável (*Percentagem de acções dos fundos BCP*) traduz a percentagem de acções BCP detidas pelos fundos BCP na totalidade de acções BCP detidas por todos os FIM da amostra. A segunda variável (*Percentagem média de acções (teórico)*) tem em conta uma distribuição igualitária das acções BCP detidas por todos os FIM da amostra pelo número de Fundos BCP existentes. Assim, em média, em 2006, os Fundos BCP detiveram 31,89% do total de acções BCP detidas pelos FIM da amostra, quando, se distribuídas equitativamente por todos os fundos, esse valor se deveria ter cingido a 9,60%.

O *Peso do valor investido na acção na carteira do fundo* corresponde à proporção do investimento nas acções BCP por parte dos fundos BCP no valor total da carteira dos mesmos (média ponderada). Por sua vez, o *Peso do valor investido na acção na carteira agregada* representa a proporção do investimento nas acções BCP por parte de todos os FIM da amostra no valor total da carteira agregada. Desta forma, o peso do investimento nas acções BCP respectivo aos fundos BCP assume maior relevância na sua carteira ponderada (8,31%) do que na o peso desse investimento por parte de todos os FIM na carteira agregada (6,90%).

Finalmente, o *Contributo teórico da acção na rendibilidade do fundo* traduz o impacto que a acção BCP deveria ter na rendibilidade dos fundos BCP, dado o seu peso na carteira dos mesmos. Ou seja, multiplica-se o peso do valor investido na acção BCP na carteira dos fundos pela rendibilidade do fundo (os dados são ponderados pelo valor da carteira de cada fundo BCP). Por outro lado, o *Contributo efectivo da acção na rendibilidade do fundo* corresponde ao impacto que a acção BCP efectivamente teve na rendibilidade dos fundos BCP, dado o seu peso na carteira dos mesmos. Isto é, ao invés de multiplicar o peso do valor investido na acção BCP na carteira dos fundos pela rendibilidade do fundo, multiplica-se pela rendibilidade da acção (os dados são ponderados pelo valor da carteira de cada fundo BCP). É possível concluir que a acção BCP, em 2006, prejudicou a rendibilidade dos fundos BCP, dado que deveriam ter tido um contributo de 0,20% na rendibilidade dos mesmos mas apenas tiveram um contributo de 0,12%.

De uma forma geral e analisando os resultados constantes da Tabela 9, para a totalidade do período, é possível verificar que, relativamente ao primeiro conjunto de variáveis, os fundos BCP e BES demonstravam uma posição nas suas acções claramente superior à que seria expectável face a uma distribuição igualitária das mesmas. Pelo contrário, os fundos BPI e BANIF apresentaram posições bastante inferiores nas suas acções. Quanto ao segundo conjunto de acções, os resultados são mais heterogéneos. Os fundos BCP, apesar da forte posição relativa nas suas acções, revelaram um peso do valor investido nestas nas suas carteiras de investimento menor que o peso que essas acções assumem na carteira agregada. Ora, conjugando os resultados do primeiro conjunto de variáveis com o segundo, é visível a maior dimensão dos fundos BCP face aos restantes fundos. Nos fundos BPI, também o peso do valor investido nas suas

acções no valor total da carteira foi inferior ao peso das acções BPI detidas por todos os FIM na carteira agregada mas estes resultados correspondem aos obtidos no primeiro conjunto de variáveis. Por sua vez, nos fundos BES, a maior posição relativa dos mesmos nas suas acções (primeiro conjunto de variáveis) reflectiu-se num peso substancialmente superior dessas acções nas suas carteiras face ao peso destas na carteira agregada. Finalmente, com os fundos BANIF, a situação é exactamente a contrária ao dos fundos BCP, reflectindo a menor dimensão desses fundos. Relativamente ao último conjunto de variáveis, pode-se constatar que todas as acções da ‘instituição mãe’ detidas pelos seus fundos contribuíram negativamente para a rentabilidade dos fundos, dado que, para o período de 2006 a 2010. O contributo que a acção teoricamente deveria ter tido para a rentabilidade do fundo foi superior ao que efectivamente contribuiu. Assim, conclusivamente, parece existir uma certa influência da ‘instituição mãe’ na aquisição, por parte dos seus fundos, das suas acções.

BCP

O Millennium BCP tem dois fundos para o período em causa que pertençam à amostra. Ambos os fundos existiram para a totalidade do período em causa.

Como referido, a primeira análise realizada visa aferir se os fundos do BCP detêm maior quantidade de acções do Millennium BCP, na totalidade dessas acções detidas por todos os FIM considerados, do que seria suposto deterem caso essas acções estivessem distribuídas de forma igual por todos. Os resultados obtidos permitem concluir que os fundos do BCP detêm em carteira quantidades muito superiores do que as que seriam de esperar se estas estivessem repartidas de forma equitativa por todos os fundos da amostra. Em 2006, a quantidade de acções BCP detidas pelos seus fundos atingiu mais do triplo que a que seria equitativamente correcta. Contudo, apesar destes elevados valores, estes diminuíram significativamente até 2009, tendo em 2007 representado mais do dobro e em 2008 e 2009 ter apresentado quantidades inferiores às quantidades teóricas. Assim, entre 2006 e 2009, houve uma diminuição de quase 26 pontos percentuais, tendo-se cingido a 6,2% em 2009. Contudo, em 2010 verificou-se um forte aumento dessa percentagem na ordem dos 11,39 pontos percentuais, elevando a variável para os 17,59%, mais do dobro que seria expectável que possuíssem em carteira se essas acções estivessem distribuídas equitativamente. Assim, os fundos BCP,

durante três dos cinco anos considerados, detinham claramente muitas das acções da ‘instituição mãe’ detidas por todos os fundos da amostra face às que seriam de esperar caso estivessem equitativamente distribuídas pelos FIM. Contudo, em dois anos, a quantidade de acções ficou abaixo do expectável se repartidas de forma igual.

Relativamente ao peso na carteira dos fundos BCP dos valores investidos na acção face ao peso na carteira agregada dos valores investidos por todos os FIM nessa acção, as conclusões a retirar dos resultados alcançados variam consoante os anos. Apenas em 2006 e 2010, o peso na carteira dos valores investidos pelos fundos BCP na acção superaram os atingidos pela variável comparável. Assim, nos restantes anos, o peso que as acções BCP representavam nas carteiras de investimento dos seus fundos era inferior ao peso que representavam na carteira agregada de todos os fundos. Tal demonstra a grande dimensão que os fundos BCP detinham dado que, em termos unitários, estes detinham percentagens muito significativas da quantidade de acções detida por todos os FIM.

Analisando agora a última vertente para os Fundos BCP e que consiste na comparação entre o contributo efectivo e teórico que a acção teve e deveria ter tido na rendibilidade desses fundos, é possível concluir de uma forma geral que a acção prejudicou a rendibilidade do fundo. Para todos os anos, o contributo teórico que seria expectável da acção foi superior ao contributo que efectivamente se verificou. A maior diferença foi de -0,08 pontos percentuais, desfavoráveis para o contributo efectivo da acção na rendibilidade, tendo ocorrido em dois anos, 2006 e 2010.

Assim, dado o peso que os valores investidos na acção BCP assumiram na carteira dos seus fundos, é possível sugerir que os gestores dos mesmos não foram excessivamente influenciados pela ‘instituição mãe’. Porém, o peso dos valores investidos na acção pelos fundos BCP no valor das suas carteiras de investimento assumiu maior relevância face ao peso dos valores investidos por todos os FIM na carteira agregada nos anos em que o contributo efectivo mais diferiu do contributo teórico da acção na rendibilidade do fundo, isto é, em 2006 e 2010. Convém, contudo, realçar que, ainda assim, a percentagem de acções detidas pelos fundos BCP na totalidade das acções detidas pelos FIM foi muito superior ao expectável quando distribuídos equitativamente. Assim, poderá ter existido alguma influência da ‘instituição mãe’ na política de investimento dos fundos, pelo que as suas rendibilidades

poderão não reflectir totalmente as capacidades de *stock-picking* dos seus gestores, *ceteris paribus*.

BPI

O Banco BPI, por sua vez, tem seis fundos na amostra para o período de 2006 a 2010. Cinco existiram durante a totalidade do período em análise e apenas um foi criado mais tarde, mais especificamente em Janeiro de 2010.

Relativamente à percentagem de acções que os fundos BPI detiveram em carteira na totalidade das acções detidas por todos os FIM considerados, ao contrário do Millennium BCP, esses valores ficaram muito abaixo do que seria expectável caso as quantidades estivessem distribuídas equitativamente por todos os fundos. Ora, estes baixos valores são em grande parte provocados pelo facto de um fundo nunca ter tido em carteira acções do BPI e de em muitos meses alguns fundos não terem também qualquer posição nessa acção. Em 2006 e 2007, a percentagem média das acções BPI dos seus fundos cingiu-se a aproximadamente metade da percentagem média expectável, tendo-se essa diferença reduzido ligeiramente nos anos seguintes.

Quanto ao peso que o valor investido em acções BPI assume no valor total das carteiras de investimento dos fundos dessa ‘instituição mãe’, estes assumem valores inferiores ao peso que o valor investido nessas acções tem na carteira agregada dos FIM até 2007. A partir de 2008 e até 2010, esses valores tornam-se superiores. Ora, este comportamento poderá estar associado à maior percentagem de quantidade de acções que os fundos BPI começaram a deter a partir de 2008, uma vez que de 2007 para 2008 existiu um acréscimo de mais de 4 pontos percentuais o que corresponde a um aumento de cerca de 38%.

Finalmente, o contributo teórico da acção na rendibilidade dos fundos BPI foi, tal como para os fundos BCP, inferior em todos os anos, com a única excepção de 2006. Assim, a acção BPI não contribuiu para melhorar a rendibilidade dos fundos em estudo, excepto em 2006. Dado que os fundos BPI detinham em 2008, 2009 e 2010 um peso dos valores investidos em acções BPI no valor das suas carteiras superior à proporção dos valores investidos nas mesmas por todos os fundos no valor da carteira agregada e, tendo em conta que nesses três anos o contributo efectivo da acção na rendibilidade do fundo foi inferior ao contributo que teoricamente se esperaria, pode-se suspeitar de uma

certa influência da ‘instituição mãe’ no investimento em posições BPI, embora não pareça uma interferência muito significativa. Contudo, pode-se também dever a capacidades de *stock-picking* mais fracas. Desta forma, a influência desta ‘instituição mãe’, se alguma, poderá não afectar significativamente as capacidades de *stock-picking* dos gestores dos seus fundos, *ceteris paribus*.

BES

Por seu turno, o estudo das variáveis anteriores para os fundos associados ao BES teve uma particularidade. Para estes fundos, não foi apenas considerada a acção BES mas também a acção Espírito Santo Financial Group, SA (ESFG), dado que estão ambas relacionadas com a mesma ‘instituição mãe’. O procedimento foi o mesmo que para os fundos anteriores, sendo realizada sempre uma média ponderada entre as duas acções para as diferentes variáveis para obter do fundo.

Os fundos associados ao Grupo Espírito Santo (GES) e considerados na amostra foram seis no total para o período de 2006 a 2010. Mas, tal como com o Banco BPI, alguns foram criados depois de Janeiro de 2006. Foram quatro os fundos criados posteriormente, sendo que surgiram em Março de 2006, Junho de 2008, Outubro de 2008 e Novembro de 2008.

Os fundos do GES apresentaram um peso das acções BES e ESFG na totalidade de acções detidas por todos os FIM pertencentes à amostra inferiores aos que seriam expectáveis se distribuídas equitativamente por todos os fundos em 2006 e 2007. Porém, de 2007 para 2008 esses valores dispararam brutalmente face aos equitativos, sendo que os Fundos do GES passaram a deter 50,8% das acções que todos os FIM possuíam em carteira. Ora, isto ocorreu devido ao aparecimento de três fundos com elevados montantes investidos em ambas as acções. Contudo, esses fundos surgiram apenas na segunda metade do ano de 2008 o que, por sua vez, justificará o facto de o valor ter aumentado ainda mais em 2009 ascendendo a 90,7%. Em 2010, esses valores mantiveram-se próximos embora inferiores. Desta forma, os três fundos que surgiram em 2008 influenciaram enormemente esta variável, levando a que os fundos do GES possuíssem quase a totalidade das acções BES e ESFG detidas por todos os FIM.

Relativamente ao peso que o valor investido em acções BES e ESFG assumiu no valor das carteiras dos fundos do GES comparativamente com o peso que o valor

investido nessas acções apresentou no valor da carteira agregada, a primeira foi significativamente superior nos últimos dois anos, como seria de esperar. Contudo, o peso que o valor investido nessas acções apresentou no valor da carteira agregada também aumentou significativamente em 2009 e 2010 (provavelmente também devido aos três fundos criados em 2008). Nos primeiros dois anos, os valores foram mais próximos, tendo até sido iguais em 2007. A partir de 2008, os fundos do GES começaram a diferenciar-se face aos valores da carteira agregada.

Finalmente, o contributo teórico das acções BES e ESG na rendibilidade dos fundos do GES foi em 2006, 2008 e 2009 ligeiramente inferior ao contributo que efectivamente tiveram. Contudo, em 2007 e 2010, este já foi superior, tendo sido até significativo em 2010.

Assim, certamente existirá uma forte influência da ‘instituição mãe’ na constituição das carteiras de investimento dos fundos do GES, dados os valores envolvidos. Embora o contributo efectivo dessas acções na rendibilidade dos fundos não tenha sido muito prejudicial (apesar de ter assumido maior significância em 2010), as percentagens de acções detidas por estes fundos (quer em quantidades unitárias, quer na proporção dos valores investidos nessas acções no valor das suas carteiras) foram muito significativas. Desta forma, a ‘instituição mãe’, através da influência que exerceu, poderá ter afectado as rendibilidades dos fundos, levando a que estas não reflectam totalmente as capacidades de *stock-picking* dos gestores dos seus fundos, *ceteris paribus*.

BANIF

Por fim, o BANIF apenas tinha um fundo que lhe estava associado para a amostra e período em questão. Esse fundo existia já em Janeiro de 2006 pelo que pôde ser objecto de estudo para todo o período de 2006 a 2010.

O fundo do BANIF apresentou percentagens médias de acções no total das acções detidas pelos FIM muito inferiores às expectáveis quando distribuídas equitativamente nos três primeiros anos. Contudo, a partir de 2009, a situação inverteu-se e o fundo passou a deter uma maior percentagem que, em 2010, voltou a ser inferior à expectável. Assim, o fundo BANIF, na generalidade, possuía baixas quantidades de acções da ‘instituição mãe’ em carteira.

Contudo, apesar de essas quantidades de acções detidas serem baixas relativamente ao expectável se distribuídas de forma igual, estas representavam um peso superior em termos de valor investido na carteira do fundo face ao valor investido por todos os FIM na acção na carteira agregada. Os valores igualaram-se apenas em 2007, tendo nos restantes anos sido significativamente superiores. Desta forma, é possível também deduzir que o valor da carteira de investimento do fundo em acções portuguesas não foi muito relevante face ao dos restantes fundos. Aliás, analisando o estudo anterior sobre as rendibilidades dos fundos de acordo com a sua dimensão, é possível verificar que o fundo do BANIF (BANIF Acções Portugal) pertenceu quase sempre aos dois últimos quintis.

Finalmente, o contributo teórico que a acção BANIF deveria ter tido na rendibilidade do fundo foi sempre superior ao contributo que efectivamente se verificou, excepto para 2006. Assim, a acção BANIF prejudicou consistentemente a rendibilidade do fundo. Apesar de o fundo não ter detido muita quantidade de essa acção na totalidade detida pelos FIM considerados, o valor investido nestas apresentou um peso bastante superior na carteira do fundo do que a proporção do valor investido nessas acções por todos os fundos na carteira agregada. Assim, pode-se suspeitar de uma certa influência por parte da ‘instituição mãe’ na definição da política de investimento do fundo, pelo que as suas rendibilidades poderão não reflectir somente as suas capacidades de *stock-picking*, *ceteris paribus*.

Conclusivamente, embora não seja possível tirar ilações objectivas para a maior parte dos fundos associados às ‘instituições mãe’, os dados sugerem que, de alguma forma, poderá existir alguma pressão e influência da ‘instituição mãe’ no sentido de os gestores possuírem em carteira valores algo significativos da sua acção. Nos fundos BES, é claramente visível uma enorme influência da ‘instituição mãe’. Nos fundos BCP e BANIF, também é possível verificar uma certa influência da ‘instituição mãe’, enquanto que a ‘instituição mãe’ BANIF parece não ter interferido na gestão dos seus fundos.

Ora, a mais importante consequência para este estudo geral que poderá advir dessa influência será a forma como os gestores poderão ser limitados na definição das

suas políticas de investimento. Ao existirem limitações na sua actuação, as rendibilidades não reflectirão as suas verdadeiras e plenas capacidades de *stock-picking*.

4. Conclusão

A capacidade de os Fundos de Investimento Mobiliário (FIM) conseguirem remunerar melhor os seus investidores do que a simples replicação da carteira de mercado ganha, hoje em dia, cada vez mais relevância dada a importância que este sector tem vindo a assumir. Desta forma, as capacidades de *stock-picking* dos seus gestores (como um todo) foram avaliadas neste estudo, através da análise de vários indicadores. A amostra abrangeu os FIM nacionais cujo valor investido em acções portuguesas em Janeiro de 2006 representava 97% do valor total investido em acções portuguesas por parte de todos os FIM nacionais. O período abrangido pelo estudo é Janeiro de 2006 a Dezembro de 2010 (sessenta meses).

Foram desenvolvidos diversos testes de forma a aferir acerca de a capacidade de *stock-picking* dos gestores (em conjunto) dos FIM nacionais. Foram agregadas todas as posições em acções dos FIM da amostra de forma a constituir a carteira agregada e analisar a sua performance para o período em questão. Foram também analisadas as rendibilidades dos fundos de acordo com a sua dimensão. Este teste visava aferir se, de facto e como a teoria prevê, os fundos de maior dimensão conseguem superar a *performance* dos fundos de menor dimensão. O terceiro estudo realizado baseou-se nas transacções dos fundos. Analisou-se a rendibilidade das acções mais compradas e das acções mais vendidas dos FIM da amostra face ao PSI-Geral. Ora, é de esperar que as acções mais compradas obtenham as maiores rendibilidades e que as acções mais vendidas registem as menores rendibilidades, também inferiores à rendibilidade do *benchmark*. Outro teste que foi ainda realizado visou verificar se as acções mais amplamente detidas pelos FIM nacionais (em conjunto) obtiveram melhores rendibilidades que as acções menos detidas. Quanto maior/ampla a detenção de uma acção por parte dos fundos, maior seria o consenso dos gestores desse sector acerca de as expectativas de evolução do seu preço. Por isso, seria expectável que as acções mais amplamente detidas registassem melhores rendibilidades que as acções menos detidas. Finalmente, num teste um pouco diferente dos restantes, testou-se a possibilidade de a ‘instituição mãe’ dos fundos ter alguma influência na gestão das suas estratégias de investimento. Ou seja, analisaram-se diferentes variáveis que pudessem indiciar um

maior investimento nas acções da ‘instituição mãe’ dos fundos, representando uma restrição às capacidades de *stock-picking* dos seus gestores.

A carteira agregada dos FIM não conseguiu, de uma maneira geral, superar as rendibilidades obtidas pelo *benchmark*, o que demonstra fracas capacidades de *stock-picking* dos gestores no seu conjunto. Também os fundos de maior dimensão não apresentaram de forma consistente rendibilidades superiores face aos fundos de menor dimensão, o que contraria a lógica de que os fundos de maior dimensão o são por atraírem mais *inflows* devido às suas melhores rendibilidades e aos seus melhores recursos. As acções mais amplamente detidas registaram frequentemente piores rendibilidades que as acções menos detidas, pelo que os resultados contrariam fortemente o que seria expectável. Assim, também neste teste os gestores revelaram fracas capacidades de *stock-picking*. Por outro lado, os gestores demonstraram alguma competência de *stock-picking* relativamente às decisões de transacção das acções. A rendibilidade das acções mais compradas superou, por vezes, a rendibilidade das acções mais vendidas que, por sua vez, foi também inferior à rendibilidade do PSI-Geral, o que revela que os gestores criaram expectativas correctas acerca de a evolução dos preços das acções. Finalmente, na vertente do estudo que procurava identificar a existência ou não de alguma influência da ‘instituição mãe’ nos seus fundos, também não é possível definir uma relação linear. Suspeita-se de um certo grau de influência das mesmas na gestão dos fundos, nomeadamente nas decisões relativas às posições a manter nas suas acções. Os fundos cuja influência da sua ‘instituição mãe’ foi maior foram os fundos do BES, sendo que os fundos do BCP e do BPI poderão também ter sofrido uma influência razoável. Por outro lado, os resultados relativos aos fundos do BANIF não sugerem qualquer tipo de influência.

Resumidamente, não se encontraram capacidades significativas de *stock-picking* dos gestores dos FIM no seu conjunto, embora nenhum dos testes permitisse concluir de forma clara e objectiva acerca de as mesmas. Em todos eles, fica a dúvida sobre o definido teoricamente. Desta forma, não é possível sugerir que os gestores possuam capacidades de *stock-picking* que justifiquem a aplicação do capital nos fundos de investimento, ao invés de replicar a carteira de mercado.

Como referido no segundo capítulo, existem algumas limitações a este trabalho. As rendibilidades dos FIM poderão não reflectir totalmente as capacidades de *stock-*

picking dos seus gestores (no seu conjunto) devido aos diversos comportamentos estratégicos que os gestores possam adoptar em consequência de algumas restrições de mercado e da forma organizacional dos fundos. Por outro lado, as rendibilidades estudadas são brutas, pelo que os resultados poderão ser mais desfavoráveis aos gestores dos fundos dado que não são tidos em consideração despesas e comissões cobradas pelos mesmos. Deve-se ainda ter em atenção o facto de os resultados serem alusivos ao sector como um todo. Assim, o sector não ter apresentado capacidades de *stock-picking* significativas não implica que alguns gestores de alguns fundos (a nível individual) não tenham revelado boas capacidades em algum momento.

De forma a finalizar, apontam-se algumas sugestões para investigação futura sobre o tema. Como referido, este estudo foi baseado a um nível sectorial, pelo que um estudo das capacidades de *stock-picking* dos gestores dos fundos a um nível individual permitirá um maior aprofundamento do tema. Também a desagregação dos FIM por tipo de fundos para o estudo das capacidades de *stock-picking* dos gestores dentro de cada grupo se apresenta como uma possibilidade, uma vez que o presente trabalho se debruçou sobre os FIM de forma indiscriminada.

Bibliografia

- Abreu, D. e Brunnermeier, M. (2003), “Bubbles and crashes”, *Econometrica*, Vol. 71, N° 1, pp. 173–204.
- Alexander, G., Cici, G. e Gibson, S. (2007), “Does motivation matter when assessing trade performance? An analysis of mutual funds”, *Review of Financial Studies*, Vol. 20, N° 1, pp. 125–150.
- Alves, C. (2010), “Um breve contributo para a eliminação de alguns equívocos sobre o Short-Selling”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N° 37, pp. 10-32
- Alves, C. e Mendes, V. (2011), “Does Performance explain Mutual Fund Flows in small markets? The case of Portugal”, *Portuguese Economic Journal*, Vol. 10, N° 2, pp. 129-147
- Berk, J. e Green, R. (2004), “Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets”, *Journal of Political Economy*, Vol. 112, N° 6, pp. 1269–1295.
- Bernhardt, D. e Davies, R. (2009), “Smart fund managers? Stupid money?”, *Canadian Journal of Economics*, Vol. 42, N° 2, pp. 719–748.
- Bikhchandani, S. e Sharma, S. (2001), “Herd Behavior in Financial Markets”, *International Monetary Fund (IMF) Staff Papers*, Vol. 47, N° 3, pp. 279-310.
- Black, F. (1986), “Noise”, *The Journal of Finance*, Vol. 41, N° 3, pp. 529-543.
- Brunnermeier, M. e Nagel, S. (2004), “Hedge Funds and the Technology Bubble”, *Journal of Finance*, Vol. 59, N° 5, pp. 2013-2040.
- Brunnermeier, M. e Pedersen, L. (2005), “Predatory Trading”, *Journal of Finance*, Vol. 60, N° 4, pp. 1825-1863.
- Carhart, M. (1997), “On Persistence in Mutual Fund Performance”, *The Journal of Finance*, Vol. 52, N° 1, pp. 57-82.
- Carhart, M., Kaniel, R., Musto, D. e Reed, A. (2002), “Leaning for the Tape: Evidence of Gaming Behavior in Equity Mutual Funds”, *Journal of Finance*, Vol. 57, N° 2, pp. 661-693.
- Chen, H., Jegadeesh, N. e Wermers, R. (2000), “The Value of Active Mutual Fund Management: An Examination of the Stockholdings and Trades of Fund Managers”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, N° 3, pp. 343-368.

- Chevalier, J. e Ellison, G. (1997), “Risk taking by mutual funds as a response to incentives”, *Journal of Political Economy*, Vol. 105, Nº 6, pp. 1167–1200.
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2002), “A Indústria de Fundos de Investimento em Portugal”, Estudos CMVM
- Coval, J. e Stafford, E. (2007), “Asset fire sales (and purchases) in equity markets”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 86, Nº 2, pp. 479–512.
- Daniel, K., Grinblatt, M., Titman, S. e Wermers, R. (1997), “Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks”, *Journal of Finance*, Vol. 52, Nº 3, pp. 1035-1058.
- De Long, J., Shleifer, A., Summers, L. e Waldmann, R. (1990a), “Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation”, *Journal of Finance*, Vol. 45, Nº 2, pp. 379-395.
- De Long, J., Shleifer, A., Summers, L. e Waldmann, R. (1990b), “Noise Trader Risk in Financial Markets”, *Journal of Political Economy*, Vol. 98, pp. 703-738.
- Elton, E., Gruber, M., Das, S. e Blake, C. (1996), “The persistence of risk-adjusted mutual fund performance”, *Journal of Business*, Vol. 69, pp. 133-157.
- Elton, E., Gruber, M., Blake, C., Krasny, Y., e Ozelge, S. (2010), “The effect of holdings data frequency on conclusions about mutual fund behavior”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 34, pp. 912–922.
- Fama, E. (1970), “Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work”, *The Journal of Finance*, Vol. 25, Nº 2, pp. 383-417.
- Friedman, M. (1953), *Essays in Positive Economics*, Chicago: Univ. Chicago Press.
- Gibson, S., Safieddine, A. e Titman, S. (2000), “Tax-motivated Trading and Price Pressure: An Analysis of Mutual Fund Holdings”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, Nº 3, pp. 369 - 386.
- Grinblatt, M., e Titman, S. (1992), “The persistence of mutual fund performance”, *Journal of Finance*, Vol. 42, pp. 1977-1984.
- Grinblatt, M., Titman, S. e Wermers, R. (1995), “Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior”, *The American Economic Review*, Vol. 85, Nº 5, pp. 1088-1105.
- Grossman, S. e Stiglitz, J. (1980), “On the Impossibility of Informationally Efficient Markets”, *American Economic Review*, Vol. 70, Nº 3, pp. 393-408.

- Hand, J. e Skantz, T. (1998), “Noise traders in event studies? The case of equity carve-outs”, *working paper, Kenan.Flagler Business School*.
- Huddart, S. e Narayanan, V. (2002), “An empirical examination of tax factors and mutual funds' stock sales decisions”, *Review of Accounting Studies*, Vol. 7, Nº 2-3, pp. 319-341.
- Ippolito, R. (1992), “Consumer reaction to measures of poor quality: Evidence from the mutual fund industry”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 35, pp. 45-70.
- Jegadeesh, N. e Titman, S. (1993), “Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency”, *Journal of Finance*, Vol. 48, Nº 1, pp. 65-91.
- Jensen, M. (1968), “The performance of Mutual Funds in the period 1945-1964”, *Journal of Finance*, Vol. 23, Nº 2, pp. 389-416.
- Jensen, M. (1978), “Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, Nº 2/3, pp.95-101.
- Kacperczyk, M., Sialm, C. e Zheng, L. (2005), “On the Industry Concentration of Actively Managed Equity Mutual Funds”, *Journal of Finance*, Vol. 60, Nº 4, pp. 1983-2011.
- Kallinteraki, V. e Ferreira, M. (2006), “Herding and Positive Feedback Trading in the Portuguese Stock Exchange: An Exploratory Investigation”, Universidade Católica Portuguesa
- Kohn, M. (1978), "Competitive Speculation", *Econometrica*, Vol. 46, Nº 5, pp. 1061-1076.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., Thaler, R. e Vishny, R. (1991), “Window dressing by pension fund managers”, *American Economic Review Papers and Proceedings*, Vol. 81, pp. 227-231; citam:
- Jansson, S. (1983), “The Fine Art of Window Dressing”, *Institutional Investor*, Vol. 17, pp. 139-140.
- Lakonishok, J., Shleifer, A. e Vishny, R. (1992), “The impact of institutional trading on stock prices”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, Nº 1, pp. 23-43
- Lobão, J. e Serra, A. (2002), “*Herding Behavior* - Evidence from Portuguese Mutual Funds”, Working Paper, CEMPRE e Instituto de Estudos Financeiros e Fiscais.

Marques, R. e Calheiros, J. (2000), “Os Fundos de Investimento Mobiliário como veículo privilegiado de Gestão de Activos Financeiros”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 8, pp. 10-32.

Miller, E. (1977), “Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion”, *The Journal of Finance*, Vol. 34, Nº 4, pp. 1151-1168.

Puckett, A., e Yan, S. (2011), “The interim trading skills of institutional investors”, *Journal of Finance*, Vol. 66, pp. 601-633.

Ramadorai, T. (2010), “Institutional Investors”, em *Behavioral finance: Investors, Corporations and Markets*, Capítulo 32, H.Kent Baker and John R. Nofsinger, Editors; Kolb Series in Finance, Essential Perspectives, cita:

Treyner, J. (1965), “How to Rate Management of Investment Funds”, *Harvard Business Review*, Vol. 43, Nº 1, pp. 63-75.

Romacho, J. e Cortez, M. (2005) “Os gestores de carteiras têm capacidade de selecção de títulos e de previsão da evolução do mercado? Um estudo empírico para o mercado português”, *Revista de Estudos Politécnicos*, Vol. 2, Nº 4, pp. 39-58.

Sharpe, W. (1966), “Mutual Fund Performance”, *Journal of Business*, Vol. 39, Nº 1, pp. 119-138.

Shleifer, A. e Vishny, R. (1997), “The limits of arbitrage”, *Journal of Finance*, Vol. 52, Nº 1, pp. 35–55.

Sirri, E. e Tufano, P. (1998), “Costly search and mutual fund flows”, *Journal of Finance*, Vol. 53, Nº 5, pp. 1589–1622.

Tobin, J. (1984), “On the efficiency of the financial system”, *Lloyds Bank Review*, Vol. 153 (July), pp. 1-15.

Wermers, R. (1997), “Momentum Investment Strategies of Mutual Funds, Performance Persistence, and Survivorship Bias”, Working paper, University of Colorado

Wermers, R. (2000), “Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs, and Expenses”, *The Journal of Finance*, Vol. 55, Nº 4, pp.1655-1695.

OUTROS

Instrução CMVM 2/2008 - Operações a Descoberto Sobre Instituições Financeiras .

Relatório de Actividades 2009 e 2010 da Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios.

Relatório Anual sobre a Actividade da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e sobre os Mercados de Valores Mobiliários 2009 e 2010.

“Galp protagoniza quinto maior IPO da Euronext em 2006”, Jornal de Negócios, 23 de Outubro de 2006, <http://jornal-de-negocios.blogs.sapo.pt/2015.html>, visto em 09 de Junho de 2012.

Artigo elaborado por Caixa BI, Millennium Investment Banking, Banco Finantia e Banco Santander Totta (2007), “The 2007 guide to Portugal”, Euromoney Research Guides

SITES

APFIPP – Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios, <http://www.apfipp.pt/index.aspx?MenuCode=bottomHomePage> acedido, pela última vez, em 20 de Agosto de 2011.

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, “Fundos/Gestão de Activos”, <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/fundos/app/index.cfm> acedido, pela última vez, em de 15 de Julho de 2012.

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, “Estatísticas - Indicadores Mensais do Mercado de Capitais Português”, anos 1998-2012, <http://www.cmvm.pt/cmvm/estatisticas/indicadores/pages/agosto2012.aspx>, acedido pela última vez, em 03 de Maio de 2012.

EDP Renováveis – Informação aos Investidores (dados sobre IPO da EDP Renováveis), <http://www.edp.pt/pt/investidores/informacaoprivilegiada/2008/Pages/Com02062008.aspx>, acedido pela última vez em 09 Junho de 2012.

<http://www.bolsapt.com/>, acedido pela última vez em 09 de Junho de 2012.

Investopedia – www.investopedia.com

