

A EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE
INVESTIMENTO – ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE PREÇO E
PERFORMANCE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO
MOBILIÁRIOS PORTUGUESES

Tiago Mergulhão

Projeto submetido como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Finanças

Orientador:

Professor Doutor António Freitas Miguel, Prof. Auxiliar, ISCTE Business School,
Departamento de Finanças

Setembro 2017

Resumo

A gestão de ativos financeiros, vista como a gestão profissional de títulos ou valores mobiliários e de outros instrumentos financeiros, é uma atividade vital para a economia na medida em que liga os diferentes agentes económicos, através de veículos de investimento, e contribui para a satisfação das necessidades de aforro e financiamento da economia real.

Neste contexto, efetuamos um enquadramento da indústria de gestão de ativos financeiros no sistema financeiro, como base para contextualizar e aprofundar a temática dos fundos de investimento, suas categorias e enquadramento legal. Subsequentemente, analisamos a evolução e o estado atual da indústria de fundos de investimento a nível internacional, culminando com o estudo da indústria portuguesa.

Finalmente, sendo o comissionamento associado a estes veículos um tema com enorme destaque e importância na literatura relativa a fundos de investimento, estudamos, através de métodos estatísticos e diferentes variáveis, a relação entre a *performance* dos fundos de investimento mobiliário portugueses e o preço suportado pelos seus investidores.

Palavras-chave: Indústria de Fundos de Investimento, Gestão de Ativos, Classificação de Fundos de Investimento.

Classificação JEL: G10, G11, G20.

Abstract

Asset management, defined as the professional management of securities and other financial instruments, is a vital activity for the economy, linking the different economic agents through investment vehicles, contributing to the suppression of savings and financing needs of the real economy.

In this context, this project aims to outline the asset management industry in the financial system, in order to contextualize and extend our study of mutual funds, their typologies, legal framework and fees. Subsequently we analyze, in detail, the current state and evolution of the mutual funds industry, both on an international basis and for the specific case of Portugal.

Finally, since the importance of fees associated with these investment vehicles is a subject with a great prominence in the mutual funds literature, through statistical methods and different variables, we study the relation between the performance of Portuguese mutual funds and the price paid by investors.

Key-Words: Mutual Funds Industry, Asset Management, Mutual Funds Classification.

JEL Classification System: G10, G11, G20

Agradecimentos

Aos meus pais e irmão, agradeço todo o esforço e dedicação na minha educação e formação enquanto pessoa.

À minha mulher, minha companheira e suporte ao longo de todo este percurso, e aos meus amigos, agradeço a ajuda e o incentivo demonstrados ao longo desta etapa que agora termina.

À *Caixagest*, fico grato pela aposta e incentivo na minha formação.

Ao meu orientador, Professor Doutor António Freitas Miguel, agradeço o conhecimento transmitido e a disponibilidade que sempre evidenciou.

Índice

1	Introdução	1
2	Conceitos Fundamentais Relativos a Fundos de Investimento	3
2.1	A Gestão de Ativos Financeiros	4
2.2	Fundo de Investimento – Definição.....	6
2.3	Classificação de Fundos de Investimento.....	7
2.3.1	Enquadramento Legal.....	7
2.3.2	Variabilidade do Capital.....	8
2.3.3	Organismos de Investimento Coletivo	9
2.3.4	Volatilidade e Indicador Sintético de Risco	11
2.4	Comissionamento Associado aos Fundos de Investimento.....	12
3	Análise e Caracterização da Indústria de Fundos de Investimento	15
3.1	Introdução e Pressupostos para a Análise dos Dados em Estudo.....	15
3.2	A Indústria de Fundos de Investimento a Nível Internacional	16
3.2.1	Análise da Evolução da Indústria Internacional	17
3.2.1.1	Montante, Número de Fundos e Subscrições Líquidas	17
3.2.1.2	AIF e UCITS, Fundos de Investimento e Gestão Discricionária e Tipo de Cliente na Europa	23
3.3	A Indústria de Fundos de Investimento a Nível Nacional.....	26
3.3.1	Construção de Base de Dados de Fundos de Investimento Portugueses – Segmentação por Tipo de Fundo	26
3.3.2	Análise da Evolução da Indústria Portuguesa	27
3.3.2.1	Montante, Número de Fundos e Subscrições Líquidas	28
3.3.2.2	Fundos de Investimento e Gestão Discricionária, Quotas de Mercado por Sociedade Gestora, Montantes Geridos por Tipo de Ativo e Número de Participantes.	31
4	Estudo dos FIM Portugueses – <i>Performance Versus Preço</i>	36
4.1	Objetivos e Caracterização do Estudo	36
4.2	Dados e Metodologia.....	37

4.2.1	Definição e Descrição da Amostra	37
4.2.2	Definição e Descrição das Variáveis	39
4.2.2.1	Enquadramento das Variáveis Definidas.....	39
4.2.2.2	Estatística Descritiva das Variáveis.....	42
4.2.3	Metodologia Utilizada	44
4.3	Resultados da Análise da <i>Performance</i> dos FIM	45
4.4	Resultados da Análise do Preço dos FIM.....	48
4.5	Síntese dos Resultados obtidos.....	51
	Conclusão	53
	Bibliografia.....	56
	Anexos.....	61

Índice de Figuras

Figura 1 - A Indústria da Gestão de Ativos no Sistema Financeiro	4
Figura 2 - As Diferentes Funções da Gestão de Ativos.....	5
Figura 3 - Os Tipos de FIM.....	10
Figura 4 - Indicador Sintético de Risco e Remuneração por Classe de Risco.....	12
Figura 5 - Montante gerido por Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por Tipo de Fundo.....	17
Figura 6 - Montante gerido por Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por Geografia de Domicílio	18
Figura 7 - Montante gerido por Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por Tipo de Fundo e Geografia de Domicílio.....	19
Figura 8 - Número de Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por Tipo de Fundo.....	20
Figura 9 - Número de Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por Geografia de Domicílio	21
Figura 10 - Montante gerido por Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por País de Domicílio (Top 5)	22
Figura 11 - Subscrições Líquidas de Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por Tipo de Fundo	23
Figura 12 - Montante gerido por Fundos de Investimento na Europa – Desagregação por AIF e UCITS	24
Figura 13 - Montante gerido por Fundos de Investimento e Gestão Discricionária na Europa em Percentagem do PIB – Desagregação por Tipo de Gestão.....	25
Figura 14 - Montante gerido por Fundos de Investimento e Gestão Discricionária na Europa – Desagregação por Tipo de Cliente	25
Figura 15 - Reclassificação da categoria de Fundos da APFIPP por Tipo do Fundo	27
Figura 16 - Montante gerido por Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por Tipo de Fundo	28
Figura 17 - Número de Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por Tipo de Fundo.....	29
Figura 18 - Subscrições Líquidas em Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação Tipo de Fundo	30
Figura 19 - Montante gerido por Fundos de Investimento e Gestão Discricionária Em Portugal em Percentagem do PIB – Desagregação por Tipo de Gestão.....	31
Figura 20 - Montante gerido por de Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por Sociedade Gestora (Top 5).....	32
Figura 21 - Número de Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por Sociedade Gestora (Top 5)	33
Figura 22 - Montante gerido por de Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por Tipo de Ativo	33
Figura 23 - Número de participantes em Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por Tipo de Fundo.....	34
Figura 24 - Montante gerido por FIM em Portugal - Cobertura do Mercado pela Amostra	38
Figura 25 – Número de FIM em Portugal - Cobertura do Mercado pela Amostra	38

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Amostra – Desagregação por Tipo de FIM e por Ano de Análise	39
Tabela 2 – Definição de Variáveis: Tipo, Código, Descrição, Unidade e Fonte.....	73
Tabela 3 – Variáveis – Medidas de Tendência Central e de Dispersão	42
Tabela 4 – Variáveis – Coeficiente de Correlação	43
Tabela 5 – Regressões à <i>Performance</i> dos FIM	46
Tabela 6 – Regressões à <i>Performance</i> dos FIM: Tipo de FIM	75
Tabela 7 – Regressões ao Preço dos FIM	49
Tabela 8 – Regressões ao Preço dos FIM: Tipo de FIM	75
Tabela 9 – Matriz Síntese de Resultados.....	51

Lista de Abreviaturas e Siglas Utilizadas

'40 Act - *Investment Company Act of 1940*

AIF - *Alternative Investment Fund*

APFIPP - Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios

BPI - Banco Português de Investimento

CMVM - Comissão de Mercado de Valores Mobiliários

EFAMA - *European Fund and Asset Management Association*

EUA - Estados Unidos da América

FCR - Fundos de Capital de Risco

FIA - Fundos de Investimento Alternativo

FII - Fundo de Investimento Imobiliário

FIM - Fundo de Investimento Mobiliário

FP - Fundos de Pensões

GNB SGFIM- Grupo Novo Banco Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário

ICI - *Investment Company Institute*

INE – Instituto Nacional de Estatística

IMGA - *Inter Money* Gestão de Ativos

MiFID - *Markets in Financial Instruments Directive*

NRJOIC - Novo Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo

OIC - Organismos de Investimento Coletivo

OICVM - Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários

PIB - Produto Interno Bruto

PPA – Plano Poupança Ações

PPR – Plano Poupança Reforma

SEC - *Securities and Exchange Commission*

TEC - Taxa de Encargos Correntes

TER - *Total Expense Ratio*

UCITS - *Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities*

UE - União Europeia

1 Introdução

A gestão de ativos financeiros é definida pela *European Fund and Asset Management Association* (EFAMA) como sendo a gestão profissional de títulos ou valores mobiliários e outros instrumentos financeiros que, em alternativa a ser feita de forma independente e individual pelo investidor, é efetuada através da contratação de uma gestora de ativos que providencia alternativas de investimento para atingir objetivos específicos dos seus clientes (EFAMA, 2015).

Esta decisão de intermediação, que resulta no estabelecimento de uma relação tripartida entre investidores, gestores de ativos financeiros e sistema financeiro, faz com que a gestão de ativos seja uma fonte vital para o crescimento da economia, uma vez que liga os agentes económicos excedentários e deficitários através de veículos de investimento apropriados.

Por sua vez, a gestão profissional de ativos financeiros e consequente construção de *portfólios* através da subscrição de fundos de investimento, resulta numa indústria que tem vindo a crescer de forma exponencial, registando uma média de crescimento anual de 9% entre 1998 e 2005 (Ramos, 2009) para, de 2006 a 2016 (período de referência no trabalho efetuado), apresentar um incremento médio de 7,9% (ao ano) pelas diferentes geografias.

O presente projeto, que visa analisar duas realidades dentro da área de gestão de ativos financeiros - a primeira, centrada na evolução da indústria internacional e portuguesa de fundos de investimento e a segunda, focada na relação entre o preço e a *performance* dos fundos de investimento mobiliário (FIM) em Portugal -, é desenvolvido em três secções fundamentais.

Na primeira secção, em que efetuamos a revisão de conceitos associados a fundos de investimento, enquadrámos a gestão de ativos financeiros no sistema financeiro, caracterizando, de forma aprofundada, a definição de fundos de investimento, o seu enquadramento legal pelas diversas geografias, as suas tipologias, formas de classificação e nível de risco, bem como o comissionamento associado a estes veículos.

A segunda, relativa à análise da evolução da indústria, é dividida em duas subsecções, tendo em conta, respetivamente, a realidade internacional (com um enfoque adicional na Europa) e o caso específico da indústria portuguesa. Na primeira subsecção, após construção de uma base de dados, procuramos, através das variáveis “volumes sob gestão”, “tipologia”, “número de fundos de investimento” e “subscrições líquidas”, analisar as dinâmicas apresentadas pelas diversas geografias (África, América, Europa e grupo Ásia Pacífico) de domicílio dos veículos, para, depois, nos focarmos em alguns aspetos específicos da realidade Europeia. Na segunda subsecção, depois de um trabalho de segmentação dos FIM portugueses em cinco categorias (“Ações”, “Mistos”, “Monetário”, “Obrigações” e “Outros”), efetuamos uma análise similar à do contexto internacional, complementando a sua caracterização com a evolução das quotas de mercado.

Finalmente, na terceira secção, tendo em conta o relevo dado pela investigação existente ao comissionamento e desempenho destes veículos, desenvolvemos um modelo de análise estatística para estudar a relação entre a *performance* (neste estudo vista como o retorno e o *alpha*) e o preço (através do *total expense ratio*) dos FIM nacionais, evidenciando o impacto que as diferentes variáveis de controlo comumente utilizadas na literatura (entre outras, o desvio padrão do retorno, idade, o volume sob gestão, subscrições líquidas e o tipo de FIM) têm nessa relação.

2 Conceitos Fundamentais Relativos a Fundos de Investimento

O presente estudo está relacionado com a literatura de fundos de investimento mobiliário e a indústria que o suporta.

Recorremos aos reguladores desta indústria como fonte de informação principal, mas também a artigos científicos de estudos internacionais relacionados com fundos de investimento, suas tipologias e comissionamento associado aos mesmos. Enquadramos a indústria de gestão de ativos financeiros no sistema financeiro, para depois nos focarmos nos fundos de investimento. Pretendemos dar um enfoque ao mercado português no estudo a efetuar, enquadrando-o na indústria internacional.

No que diz respeito à indústria de fundos de investimento em Portugal, encontramos várias referências de trabalhos efetuados no passado. A CMVM¹ (2002) apresentou um estudo sobre os fundos de investimento em Portugal (enquadramento legal, tipologias e informação estatística de fundos mobiliários e imobiliários), para depois se centrar em medidas de *performance* e rendibilidade dos mesmos. Romacho & Cortez (2006) e Leite, Cortez & Armada (2009) fixaram os seus estudos na performance dos fundos portugueses comparativamente com o mercado europeu, os primeiros em aspetos de competências de *timing* e seleção de ativos e os segundos através de modelo de análise transversal focado na tipologia fundos de ações. Gomes (2010) aborda a tipologia de fundos de investimento existentes e suas características de risco, medidas de *performance* e enquadramento legal, para depois se focar na evolução histórica e informação estatística da indústria portuguesa, comparando-a com o contexto internacional. Santos (2012) centra a sua abordagem na caracterização de fundos e gestão de carteiras de investimento em Portugal, focando o seu trabalho nos aspetos de fiscalidade associados a estes veículos. Por último, Tsap (2016) desenvolve um estudo sobre o impacto da crise financeira nas políticas de investimento dos FIM.

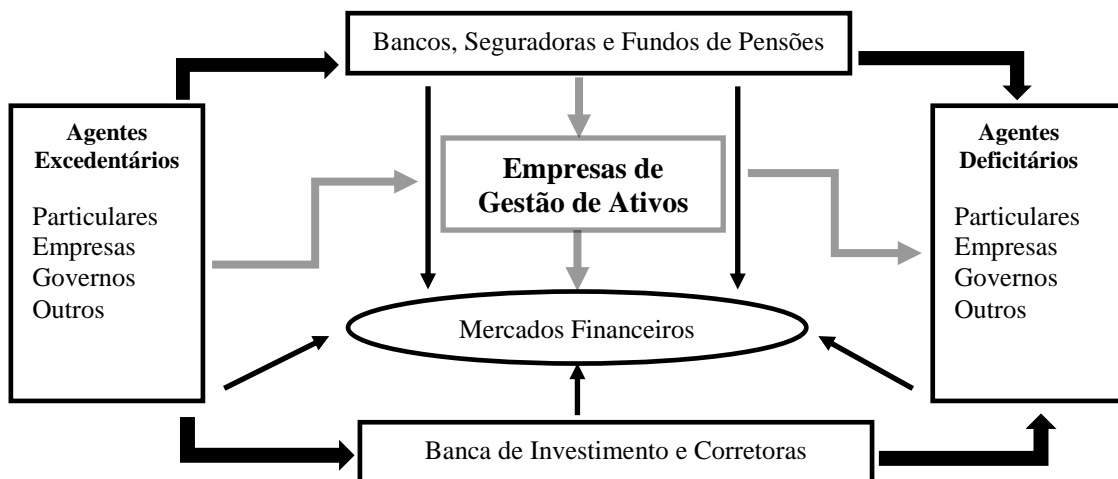
¹ A Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), criada em abril de 1999, tem como missão supervisionar e regular os mercados de instrumentos financeiros em Portugal, assim como os agentes que neles atuam, promovendo a proteção dos investidores. Consultar em: <http://www.cmvm.pt/pt/CMVM/Apresentacao/Pages/Apresentacao.aspx>.

2.1 A Gestão de Ativos Financeiros

A gestão de ativos financeiros é definida como a gestão profissional de títulos ou valores mobiliários e vários tipos de instrumentos financeiros, que, em alternativa a ser feita de forma independente e individual pelo investidor, é efetuada através da contratação de uma gestora de ativos que providencia alternativas de investimento para atingir objetivos específicos dos seus clientes. Esta gestão profissional e consequente construção de carteiras de investimento, toma lugar através da subscrição de fundos de investimento ou através de gestão discricionária de carteiras de investimento (EFAMA², 2015).

A decisão de intermediação e relação tripartida entre investidores, gestores de ativos financeiros e sistema financeiro representou em 2013, 25,1% do total de ativos financeiros disponíveis, superando os valores da pré-crise de 2008 (McKinsey & Company, 2014). O setor financeiro tem assim um papel essencial na economia, sendo a gestão de ativos uma fonte vital para o seu crescimento, uma vez que liga os agentes económicos excedentários e deficitários através de veículos apropriados, respondendo às necessidades de investimento e financiamento da economia real (Costanzo, 2011). De forma a espelhar a relação entre estes agentes económicos acima referidos apresentamos, na Figura 1, um esquema representativo da gestão de ativos no sistema financeiro:

Figura 1 - A Indústria da Gestão de Ativos no Sistema Financeiro³



² A EFAMA é a associação que representa a indústria europeia de gestão de ativos e fundos de investimento. Fundada em 1974 sobre diferente nomenclatura, em 2015 representava os 28 estados membros da União Europeia (UE) e 62 organizações. Através dos seus associados, representa 21 triliões de euros sob gestão, dos quais 12,4 relativos a 56 mil fundos de investimento. Consultar em: <https://www.efama.org/about/SitePages/Home.aspx>.

³Fonte: Adaptado de: EFAMA, 2015.

É perceptível na ilustração que as empresas de gestão de ativos financeiros, além de intermediários dos agentes económicos acima explicitados, cumprem a mesma função para (e de) outros intermediários como bancos, seguradoras e fundos de pensões.

Ao serem contratados para a gestão profissional das disponibilidades financeiras dos seus clientes, todos estes intermediários atuam no sistema financeiro pelo lado da compra (*buy-side*), em contraponto com o lado da venda (*sell-side*), este último representado pela banca de investimento que, especializada em emitir títulos ou valores mobiliários para os seus clientes, é ainda responsável pelas transações dos mercados financeiros (EFAMA, 2015). No entanto, a gestão de ativos institucional, como é o caso dos bancos e seguradoras acima referidos, ao atuarem tanto do *buy side* como do *sell side*, acarretam desafios enormes de posicionamento global e de gestão de conflitos de interesses (Walter, 1999).

A estrutura empresarial da gestão de ativos, normalmente separa as áreas de *front office* (função de investimentos e função comercial), das restantes áreas consideradas de suporte de toda a atividade de gestão de ativos. Bengtsson & Delbecque (2011), apresentaram as diversas funções da gestão de ativos, que resumizamos na Figura 2:

Figura 2 - As Diferentes Funções da Gestão de Ativos

<i>Front office</i>	<i>Middle Office</i>	<i>Back Office</i>
Alocação de Ativos	<i>Research</i>	Administração / Direção
Negociação de Ativos	Gestão de Risco	Transações e Liquidações
Vendas	<i>Compliance</i>	Informática e Sistemas
<i>Marketing</i>	<i>Performance</i>	Contabilidade

Fonte: Adaptado de Bengtsson & Delbecque (2011)

Apresentadas acima estas diferentes funções, é importante referir que grande parte das mesmas poderão funcionar em regime de *outsourcing* (Cumming, Schwienbacher & Zhan, 2015). A Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)⁴ define *outsourcing* como um acordo de qualquer forma entre uma empresa de investimento e um prestador de serviço, pelo qual o segundo fornece uma atividade ou um processo, que caso contrário

⁴ A MiFID é a Diretiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros (Diretiva 2004/39/CE de 21 de abril de 2004) e entrou vigor desde novembro de 2007. O seu objetivo é melhorar a competitividade dos mercados financeiros da UE, criando um mercado único de serviços e atividades de investimento e garantindo um elevado grau de proteção harmonizada dos investidores em instrumentos financeiros. Consultar em: http://ec.europa.eu/finance/securities/isd/index_en.htm.

seria efetuado pela empresa de investimento contratante. O estudo da prática de *outsourcing* foi bastante desenvolvido pelo regulador de mercados financeiros do Reino Unido em 2013⁵, apontando riscos de dependência e de continuidade do negócio da empresa contratante face à prestadora de serviço (Wright, 2015).

2.2 Fundo de Investimento – Definição

O guia de investidor da CMVM (2011:55) define fundo de investimento como um património que pertence a várias pessoas, destinado ao investimento em determinados ativos e gerido por profissionais (sociedades gestoras⁶), sendo os seus investidores denominados de “participantes”. Estes fundos são veículos de investimento coletivos, utilizados para a compra de ações, obrigações e outros valores mobiliários em nome dos seus participantes (os detentores de unidades de participação).

Estas unidades de participação são geradoras de dividendos e variações de capital, proporcionais à quantidade e representatividade global do fundo de investimento detida pelo participante (Bernstein & Rojas, 1994), variações essas associadas à valorização do conjunto de ativos com diferentes níveis de risco e de alocação que, ao atraírem investimentos a um grupo de participantes, oferecem vantagens de diversificação e a redução de custos pela economia de escala gerada (Bengtsson & Delbecque, 2011).

Tendo sido originalmente destinados a investimentos de longo prazo, com a evolução da indústria e seu nível de sofisticação, foram construídas estratégias de investimento para atrair também filosofias de investimento de curto prazo, o que fez crescer a necessidade de regulação e alinhamento da política de investimento do fundo com a do seu participante (Costanzo, 2011).

⁵ O regulador de mercados financeiros no Reino Unido, denominado *Financial Conduct Authority*, supervisiona cerca de 56.000 entidades do sistema financeiro. Consultar em: <https://www.fca.org.uk/publications/thematic-reviews/tr13-10-outsourcing-assetmanagement-industry>.

⁶ A mesma fonte apresenta a estrutura dos fundos de investimento assente em três entidades: a sociedade gestora, o banco depositário e os participantes. i) A sociedade gestora é responsável pela administração do fundo em representação dos participantes, aplicando o seu capital na compra e venda de títulos, direitos ou outras aplicações financeiras; ii) O banco depositário, entre outras funções, efetua as subscrições e resgates por ordem da entidade gestora, que garante o bom cumprimento das políticas de investimento e na qual são depositados os valores que integram o fundo; iii) O participante é quem subscreve as unidades de participação do fundo de investimento. Poderá ainda haver uma quarta entidade, que é a entidade comercializadora dos fundos.

Das definições acima, retiramos que os fundos de investimento são detidos por vários participantes num investimento coletivo, constituído por uma carteira de ativos financeiros, que procura responder aos objetivos específicos dos seus investidores.

Finalmente e não obstante o objeto deste trabalho não consistir no seu estudo, temos, em contraponto com um fundo de investimento (que é um veículo coletivo), que uma outra forma de efetuar a gestão de ativos é por meio da gestão individual de carteiras. Neste âmbito, a Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios (APFIPP)⁷ refere-se a este conceito como um veículo onde os ativos de cada investidor são geridos de forma discricionária e personalizada, atendendo às suas necessidades específicas, objetivos e perfil de risco. Tendo em conta que no ponto 3 deste trabalho, relativo à análise da indústria, são apresentados alguns dados relativos à gestão individual de carteiras, utilizaremos o conceito de “gestão discricionária” para o distinguir dos fundos de investimento.

2.3 Classificação de Fundos de Investimento

2.3.1 Enquadramento Legal

Nos Estados Unidos da América (EUA), a sua fonte de regulação baseia-se no *Investment Company Act of 1940*⁸ (*'40 Act*) que, partindo da definição de empresa de investimento, define a sua regulação pela *Securities and Exchange Commission* (SEC), a comissão de mercado de valores mobiliários dos EUA. A SEC, através do seu departamento *Investment Management*, inclui a regulação de todo o tipo de fundos de investimento (Khorana, Servaes & Tufano, 2005).

A nível europeu, podemos separar os fundos de investimento em duas bases legais:

- i. *Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities* (UCITS)⁹

⁷ A APFIPP é a associação portuguesa que representa os interesses da Gestão de Fundos de Investimento Mobiliário, da Gestão de Fundos de Investimento Imobiliário, da Gestão de Fundos de Pensões e da Gestão de Patrimónios. A definição de gestão discricionária foi efetuada com base na informação disponível no *site* desta entidade disponível em: <https://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=GP>.

⁸ Consultar a lei: <https://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf>.

⁹ Consultar enquadramento UCITS: http://ec.europa.eu/finance/investment/ucitsdirective/index_en.htm.

– com o objetivo principal de adotar um mercado único de serviços de gestão de ativos na Europa, surgiu a primeira Diretiva Europeia, adotada em 1985 (Diretiva 85/611/CCE). A Diretiva 2001/107/UE, conhecida como UCITS III, e a Diretiva 2009/65/UE denominada como UCITS IV são exemplos da evolução da primeira Diretiva acima, espelhando a evolução dos mercados financeiros e necessidades de harmonização legislativa de investimentos de retalho da União Europeia. Os fundos de investimento regulados e harmonizados a nível europeu (Diretiva 2014/91/UE¹⁰, conhecida como UCITS V), representam cerca de 75% do total do mercado de fundos de investimento de retalho.

- ii. *Alternative Investment Fund*’ (AIF¹¹) – incide sobre os fundos não abrangidos pela Diretiva UCITS, sendo os seus gestores regulados pela Diretiva 2011/61/UE¹².

Em Portugal, o Decreto-lei 252/2003 de 17 de outubro, transpôs a Diretiva UCITS III, o Decreto-Lei n.º 63-A/2013 de 10 de maio a Diretiva UCITS IV e a Lei n.º 16/2015 de 24 de fevereiro¹³, o Novo Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (NRJOIC), que procedeu à transposição parcial das diretivas UCITS V, separando os Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários (OICVM) como os que respeitam os requisitos de investimento previstos na Diretiva UCITS e os Fundos de Investimento Alternativo (FIA) em linha com a Diretiva AIF. Esta última Diretiva foi ainda alvo de regulamentação específica do regulador, sob o Regulamento da CMVM n.º 2/2015.

2.3.2 Variabilidade do Capital

Neste âmbito, o guia de investidor da CMVM (2011:58) segmenta os fundos de investimento em dois tipos:

- i. Fundo de Investimento Aberto: o número de unidades de participação do fundo é variável e na sua grande maioria corresponde à Diretiva UCITS já referida, sendo

¹⁰ Diretiva UCITS: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0091>.

¹¹ Consultar enquadramento AIF: http://ec.europa.eu/finance/investment/alternative_investments/index_en.htm.

¹² Diretiva AIF em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32011L0061>.

¹³ Consultar a lei: http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/legislacao/pdfs/142_6263300lei_16_2015_for matada_rjoicvm.pdf.

comummente designado por fundo harmonizado. Os investidores podem subscrever e resgatar as unidades de participação em qualquer momento;

- ii. Fundo de Investimento Fechado: o número de unidades de participação é fixo, sendo as mesmas reembolsadas apenas no momento da liquidação do fundo. Os fundos fechados estão na sua maioria cotados em bolsa, pelo que as compras e vendas das respetivas unidades de participação poderão ser efetuadas diretamente naquele mercado.

2.3.3 Organismos de Investimento Coletivo

A APFIPP¹⁴, define Organismos de Investimento Coletivo (OIC) como uma instituição dotada ou não de personalidade jurídica, que tem como objetivo o investimento coletivo de capitais obtidos junto do público, e cujo funcionamento se encontra sujeito a um princípio de divisão de riscos e à prossecução do exclusivo interesse dos participantes.

No que respeita à distinção dos fundos de investimento por este critério, o Regulamento da CMVM n.º 2/2015, assim como um estudo publicado pela CMVM (2002), apresentam a seguinte classificação entre dois tipos de OIC:

- i. Fundo de Investimento Imobiliário (FII) - privilegia a aplicação em valores imóveis de raiz, ou em valores mobiliários de sociedades cujo objeto principal seja a transação, mediação ou exploração imobiliária;
- ii. Fundo de Investimento Mobiliário (FIM) - aplicação em ações, obrigações e outros valores mobiliários transacionáveis em mercado.

Adicionalmente, a APFIPP acrescenta aos OIC as seguintes classificações:

- iii. Fundos de Pensões (FP) - património que, através de um conjunto de ativos financeiros, é afeto ao financiamento de um ou mais planos de pensões, com vista ao direito ao recebimento de uma pensão a título de pré-reforma, reforma

¹⁴ Como notas adicionais sobre a APFIPP referimos que a mesma surge no final de 2003, como consequência do alargamento das atividades representadas por diferentes Associações nas áreas de Sociedades Gestoras de Património, Fundos de Investimento Mobiliários e Imobiliários e Fundos de Pensões, agregando, a representação institucional destes quatro sectores, numa única Entidade. Consultar em: <http://www.apfipp.pt/in dex2.aspx?MenuCode=FIM>.

- antecipada, reforma por velhice ou por invalidez, previstos nesse respetivo plano;
- iv. Fundos de Capital de Risco (FCR) – património que compõe participações de capital em empresas.

Na segunda tipologia apresentada (os FIM) e de acordo com a segmentação efetuada pela APFIPP, os mesmos apresentam uma diversidade de categorias de políticas de investimento¹⁵ que se traduzem em diferentes binómios de rentabilidade/risco, horizontes temporais de investimento e níveis de liquidez. Por via do tipo de ativos que constituem a sua carteira, a Figura 3¹⁶ abaixo reflete essa mesma segmentação:

Figura 3 - Os Tipos de FIM

Tipos de FIM	Principais características
Ações	Investem um mínimo de 85% do seu valor líquido global, direta ou indiretamente, em ações.
Obrigações	Investem um mínimo de 80% do seu valor líquido global, direta ou indiretamente, em obrigações.
Mistos	Investem de forma diversificada, quer em rendimento fixo (tesouraria e obrigações), quer de rendimento variável (ações).
Tesouraria	Investem em mercados monetários numa ótica de muito curto-prazo, isto é, em ativos com elevada liquidez, nomeadamente papel comercial, depósitos bancários e valores mobiliários com maturidade inferior a um ano.
Fundos	Compostos por participações em instituições de investimento coletivo e por liquidez necessária ao movimento normal do resgate de unidades de participação.
Mercado Monetário	Carteira de investimentos é composta por, pelo menos, 85% por títulos mobiliários e depósitos bancários com prazo de vencimento residual inferior a 12 meses.
Poupança Reforma / Educação (PPR)	Constituem planos individuais de reforma, complementares aos esquemas de segurança social do Estado e das empresas. Normalmente são compostos por uma percentagem mínima de 50% de títulos de dívida pública emitidos por prazo superior a um ano.
Poupança Ações (PPA)	Constituem um veículo de investimento de médio-longo prazo orientado para a dinamização do mercado acionista nacional e que permite aos participantes usufruírem de benefícios fiscais. Deverão deter uma componente mínima de 75% em ações e títulos de participação cotados em bolsa de valores nacional.
Garantidos	Têm associadas garantias da totalidade do capital e, eventualmente, de um determinado perfil de rendimentos.

¹⁵ Política de Investimento: A Lei n.º 16 de 2015 de 24 de fevereiro, já referida neste estudo, define-a como a descrição dos objetivos de investimento como sendo os objetivos financeiros, de especialização e limites em certas áreas geográficas ou setores industriais, bem como a indicação das técnicas e instrumentos ou dos poderes em matéria de empréstimos suscetíveis de serem utilizados na gestão do fundo de investimento.

¹⁶ Os tipos de FIM apresentados baseiam-se numa lista extensa de tipologias apresentadas no *site* da APFIPP. Disponível em: <https://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=FIM>.

Índices	Reproduzem, em permanência, integral ou parcialmente, um determinado índice. Se considerados de reprodução parcial, mantêm uma composição de carteira que assegure uma exposição mínima ao índice de 75%.
Estruturados	Permitem aos investidores auferir ganhos baseados em algoritmos associados aos resultados, a alterações dos preços ou condições de ativos financeiros, índices ou carteiras de referência.
Flexíveis	Não assumem qualquer compromisso quanto à composição do património nos respetivos documentos constitutivos.

Fonte: Autor com base nos dados disponibilizados no *site* da APFIPP.

2.3.4 Volatilidade e Indicador Sintético de Risco

As decisões de investimento dos agentes económicos estão dependentes do binómio risco/retorno esperado dos ativos financeiros. Uma das medidas utilizadas para medir o risco esperado de um investimento é a volatilidade histórica. Esta medida é, em regra, utilizada pelos fundos de investimento domiciliados em Portugal para a definição do seu nível de risco. Nos prospetos simplificados¹⁷ dos fundos de investimento, a volatilidade histórica é enquadrada numa escala de risco (CMVM, 2009).

De acordo com o artigo n.º 73 do Regulamento da CMVM n.º 2/2015, o risco é medido pela volatilidade (isto é, o desvio padrão da rendibilidade) que, sendo divulgada numa base anualizada, é calculada nos termos da Equação 1:

$$Volatilidade = \sigma_f = \sqrt{\frac{m}{T-1} \sum_{t=1}^T (r_t - \bar{r})^2} , \quad (1)$$

Em que: a rentabilidade do fundo de investimento (r_t) é calculada durante T períodos com a duração de 1/m anos (para um período de cinco anos, $m = 52$ e $T = 260$ e $m = 12$ e $T = 60$ para o cálculo da rentabilidade semanal e mensal, respetivamente).


A média aritmética das taxas de rentabilidade semanal ou mensal, consoante o aplicável, ao longo de T períodos é calculada pela fórmula da Equação 2:

¹⁷ O Regulamento da CMVM n.º 2/2015 define a obrigatoriedade de existência de um “prospeto simplificado” por cada fundo de investimento, configurado de modo a incluir a informação essencial que permita ao investidor tomar uma decisão de investimento esclarecida, prestada através de uma linguagem acessível e sintética.

$$\bar{r} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T r_t, \quad (2)$$

De acordo com o artigo n.º 74 do Regulamento acima referido, chegamos assim ao indicador sintético de risco e de remuneração para classificação dos fundos de investimento, que apresentamos na Figura 4:

Figura 4 - Indicador Sintético de Risco e Remuneração por Classe de Risco

Indicador Sintético de Risco				Indicador Sintético de Remuneração	
Classe de Risco	Volatilidade			Baixo Risco – Remuneração potencialmente mais baixa	Elevado Risco – Remuneração potencialmente mais elevada
	Maior que ou igual a	Menor que			
1	0%	0,5%			
2	0,5%	2%			
3	2%	5%			
4	5%	10%			
5	10%	15%			
6	15%	25%			
7	25%				

Fonte: Autor com base no artigo n.º 74 do Regulamento da CMVM n.º 2/2015.

2.4 Comissionamento Associado aos Fundos de Investimento

As comissões dos fundos de investimento são o custo suportado pelos seus investidores face ao serviço prestado pela sociedade gestora (Vyšniauskas & Rutkauskas, 2014), serviço esse que se materializa na gestão dos ativos financeiros que o constituem, nos encargos com a sua distribuição e todos os demais serviços associados à gestão de um portfólio de ativos financeiros (Khorana, Servaes & Tufano, 2008).

A sociedade gestora de fundo investimento, a entidade depositária e a entidade comercializadora, são remuneradas pelos participantes do fundo de investimento através de vários tipos de comissões. Uma publicação efetuada pela CMVM (2012), enumera as seguintes:

- i. Comissão de Subscrição: é paga pelos participantes no ato da subscrição, sendo o montante da mesma adicionado ao valor das unidades de participação subscritas;

- ii. Comissão de Resgate: é paga pelos participantes no ato da venda, sendo o montante deduzido ao valor das unidades de participação resgatadas;
- iii. Comissão de Gestão: é paga periodicamente - podendo ter uma componente fixa e uma variável (esta segunda normalmente associada à *performance*) – e incorporada no valor da unidade de participação, sendo normalmente um valor de uma percentagem que incide sobre o montante global do fundo de investimento;
- iv. Comissão de Depósito: é paga regularmente à entidade depositária, com base numa percentagem do montante sob gestão.

Para além destas comissões, os fundos suportam ainda outros encargos, como custos de transação, corretagem e distribuição, os quais são incorporados no valor da unidade de participação (Houge, 2007). Adicionalmente, a comissão de *performance* acima referida é associada ao retorno total gerado pelo fundo de investimento, ou apenas ao retorno adicional obtido face a um determinado índice, mercado de referência ou taxa de juro “sem risco” (Drago, Lazzari & Navone, 2010). O resumo da maioria dos custos e comissões acima referenciados é apresentado nos prospetos simplificados dos fundos de investimento (em percentagem do valor total do fundo) como a “taxa global de custos” (normalmente relativas ao ano anterior).

Em Portugal, os artigos n.º 69 (aplicável para os FIM) e n.º 85 (específicos para os FP) do Regulamento da CMVM n.º 2/2015 definem “Taxa de Encargos Correntes” (TEC)¹⁸ como o quociente entre a soma da comissão de gestão fixa, comissão de depósito, taxa de supervisão, custos de auditoria e outros custos correntes de um OIC, num dado período, e o seu valor líquido global médio nesse mesmo período. A comissão de *performance*, juros suportados, comissões de subscrição e resgate, bem como custos de transação que não os de aquisição, resgate ou transferência de unidades de participação, não são considerados para o apuramento desta taxa.

Tendo em conta que a relação entre comissões e *performance* dos fundos de investimento revela o valor da gestão ativa contratada (Ferreira, Keswani, Miguel & Ramos, 2012), os reguladores de mercado, assim como os próprios participantes dos fundos de investimento, propulsionados por um ciclo menos positivo de *performance* de 2007 a

¹⁸ A nível europeu a terminologia utilizada é *Total Expense Ratio* (TER) e, nos EUA, *Expense Ratio*. (Keswani, Miguel & Ramos, 2017)

2011, estão mais focados nos custos associados a esta indústria e no impacto que as comissões têm no seu retorno (Mansor, Bhatti & Ariff, 2015).

Khorana et al. (2008), num estudo representativo de cerca de 86% da indústria mundial com um total de 46 580 fundos de investimento, relativos ao ano de 2002, revelam elevadas diferenças de país para país no que respeita ao nível de comissionamento associado a fundos de investimento (por exemplo, em fundos de ações, o TER médio era de 1,29% - variando de 1,05% na Bélgica, 1,11% nos Estados Unidos da América, 1,92% em Itália e 2,52% no Canadá). Como fatores explicativos destas diferenças fizeram duas análises distintas, a primeira relacionada com as características relativas aos fundos de investimento (dimensão e tipologia do fundo, o seu nível de internacionalização e o facto de funcionarem em mercado *offshore*), e a segunda centrada nas características dos países sob estudo (nível de desenvolvimento dos seus sistemas judiciais e regulatórios, nível de literacia das populações, nível de concentração do setor bancário e o Produto Interno Bruto (PIB) *per capita*). Por sua vez, Ramos (2009) relaciona menor nível de comissionamento a países com maiores indústrias de fundos de investimento, maior nível de comissionamento à entrada (comissão de subscrição) e saída (comissão de resgate) nas indústrias mais desenvolvidas, enquanto que em indústrias mais recentes diminuem os custos à entrada para aumentarem na saída.

3 Análise e Caracterização da Indústria de Fundos de Investimento

3.1 Introdução e Pressupostos para a Análise dos Dados em Estudo

Com o objetivo de ser adquirido conhecimento e sensibilidade acerca do mercado de fundos de investimento, dedicamos este capítulo a uma análise de diferentes variáveis que os caracterizam, como os montantes sob gestão, tipos e número de fundos de investimento e subscrições líquidas. Assim, partimos de uma análise macro a nível internacional (ponto 3.2.1) e a alguns dados específicos sobre a indústria europeia (ponto 3.2.1.2), para depois nos centrarmos na indústria portuguesa (ponto 3.3).

De forma a uniformizarmos os dados em análise, bem como a sua apresentação, discriminamos abaixo o histórico selecionado para as variáveis analisadas, assim como os pressupostos para construção gráfica deste capítulo.

A nível histórico, e a fim de captarmos os efeitos da deterioração do clima financeiro e a quebra dos mercados bolsistas globais desencadeados a partir de 2007, e seus impactos nas diferentes variáveis analisadas, a totalidade dos dados apresentados tem um histórico uniformizado compreendido 2006 a 2016 (11 anos), com exceção da Figura 7 (período de 2012 a 2016) e da Figura 14 (período de 2007 a 2016).

No que diz respeito à construção gráfica, de forma a facilitar a análise dos dados pelo leitor, deixamos abaixo os pressupostos para a correta e rápida leitura das figuras apresentadas, designadamente:

- i. Dados apresentados em colunas empilhadas: são interpretados com base na escala à esquerda: em percentagem ou em valor absoluto, em biliões de euros no ponto 3.2 (com exceção da Figura 13 que é apresentada em triliões de euros) e em milhões de euros no ponto 3.3, da variável e do ano em análise;
- ii. Dados apresentados em linha: são interpretados com base na escala à direita (em valor absoluto, em biliões de euros no ponto 3.2 (com exceção da Figura 13 que é apresentada em triliões de euros) e em milhões de euros no ponto 3.3, da variável e do total do ano em análise);
- iii. A base de dados e os cálculos efetuados, que suportam a elaboração e análise de

cada figura, poderão ser consultados nos anexos deste trabalho, estando devidamente identificado o número do mesmo em cada legenda respetiva.

Adicionalmente, no início de cada subponto deste capítulo referenciamos as fontes de informação respetivas dos dados que foram analisados e tratados assim como as especificidades de cada análise.

3.2 A Indústria de Fundos de Investimento a Nível Internacional

A indústria de fundos de investimento a nível internacional tem vindo a crescer de forma acentuada, registando médias de crescimento anuais de 9% entre 1998 a 2005. Nestas datas e apesar do maior nível de desenvolvimento da indústria dos EUA, tanto a Europa (12%) como a Ásia (10%) conseguiram superar o crescimento médio de 7% dos EUA registado no mesmo período (Ramos, 2009).

Sendo um dos objetivos deste trabalho a análise da evolução desta indústria, para a estruturação deste ponto foi analisada e tratada informação estatística compilada pelas entidades EFAMA e *Investment Company Institute* (ICI) presentes nos relatórios *International Statistics Release*¹⁹. Os dados apresentados, têm por base a informação relativa a 48 países, no período compreendido entre 2006 e 2013 e 50 países de 2014 a 2016.

Relativamente à evolução do montante sob gestão em fundos de investimento e respetiva desagregação por país²⁰, remetemos para o anexo 1 do presente documento. Esta desagregação foi efetuada com base no domicílio do fundo de investimento (com exceção de *Hong Kong*, *Nova Zelândia* e *Trinidad & Tobago*, países onde são incluídos fundos estrangeiros geridos), conforme identificado, pela EFAMA, nos seus relatórios.

No que diz respeito à segmentação por tipo de fundo de investimento (ver Figura 3), os dados apresentados foram agregados pelas seguintes cinco tipologias: “Ações”, “Mistos”,

¹⁹ Os relatórios (publicados pela EFAMA) podem ser consultados em: [http://www.efama.org/statistics/SitePages/European %20Quarterly%20Statistical%20Release.aspx](http://www.efama.org/statistics/SitePages/European%20Quarterly%20Statistical%20Release.aspx).

²⁰ No caso específico de Portugal, foram uniformizados os dados de acordo com a informação utilizada no ponto 3.3.2.

“Monetário” (Mercado Monetário), “Obrigações” e “Outros” (esta última agrega os fundos de investimento de capital garantido e outros).

Adicionalmente, de forma a minimizarmos a duplicação de resultados, selecionámos os dados excluindo o montante gerido por fundos de fundos (apenas não foi possível a sua eliminação nos países França, Alemanha, Itália e Luxemburgo) conforme identificado, pela EFAMA, nos seus relatórios.

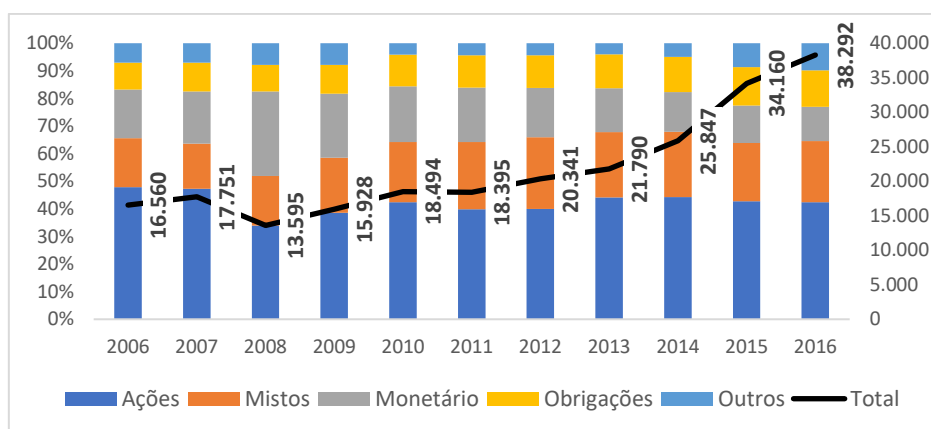
3.2.1 Análise da Evolução da Indústria Internacional

De acordo com os dados selecionados de cada relatório analisado e mantendo o horizonte temporal de 2006 a 2016, são apresentadas de seguida várias ilustrações com a evolução dos números a nível internacional, desagregados por geografia (África, América, grupo Ásia Pacífico e Europa) e por tipo de fundo de investimento (as cinco tipologias anteriormente referidas).

Em cada figura, através de cálculos auxiliares realizados (que são remetidos para anexo indicado na legenda respetiva), procuramos espelhar taxas de crescimento absolutas e anualizadas nos períodos de análise, numa base comparativa das diferentes variáveis.

3.2.1.1 Montante, Número de Fundos e Subscrições Líquidas

Figura 5 - Montante gerido por Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por Tipo de Fundo



Fonte: Autor com base em dados da EFAMA - *International Quarterly Statistical Release* (2006-2016).

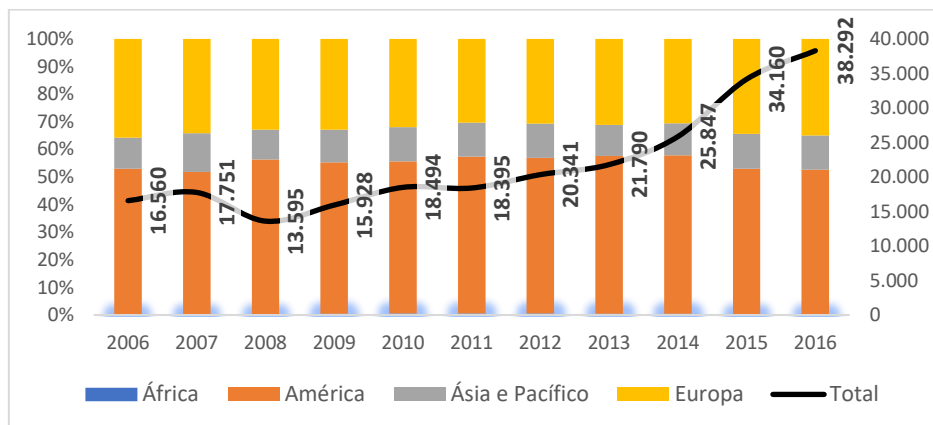
Nota: os valores de suporte à figura e os cálculos da análise efetuada podem ser consultados no anexo 2.

Conforme se pode verificar na Figura 5, entre 2006 e 2016 registou-se uma elevada tendência de crescimento no montante gerido por fundos de investimento a nível mundial, em que estes mais que duplicaram em valor (crescimento do total de montante gerido por fundos de investimento foi de 131,23% no período), evoluindo a uma taxa de crescimento anual de 7,9%.

Por tipo de fundo e por taxa de crescimento anualizada, “Ações” cresceu a um ritmo de 6,7%, “Mistos”, “Obrigações” e “Outros” superaram os dois dígitos (com valores de, respetivamente, 11%, 10,1% e 11,2%) e, por último, “Monetário” evolui a 4,6%.

Em qualquer ano, “Ações” (média de 42,1%) destaca-se como o tipo de fundo com maior peso no montante total, seguidos de “Mistos” com média de 21,3%, e “Monetário”, “Obrigações” e “Outros” com, respetivamente, 18,6%, 11,6% e 6,4%. Relativamente à crise de 2008, destacamos um decréscimo, face ao ano anterior, de 23,4% no montante total gerido, com especial destaque para “Ações”, que registou uma quebra de 41,9%.

Figura 6 - Montante gerido por Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por Geografia de Domicílio



Fonte: Autor com base em dados da EFAMA - *International Quarterly Statistical Release* (2006-2016).

Nota: os valores de suporte à figura e os cálculos da análise efetuada podem ser consultados no anexo 3.

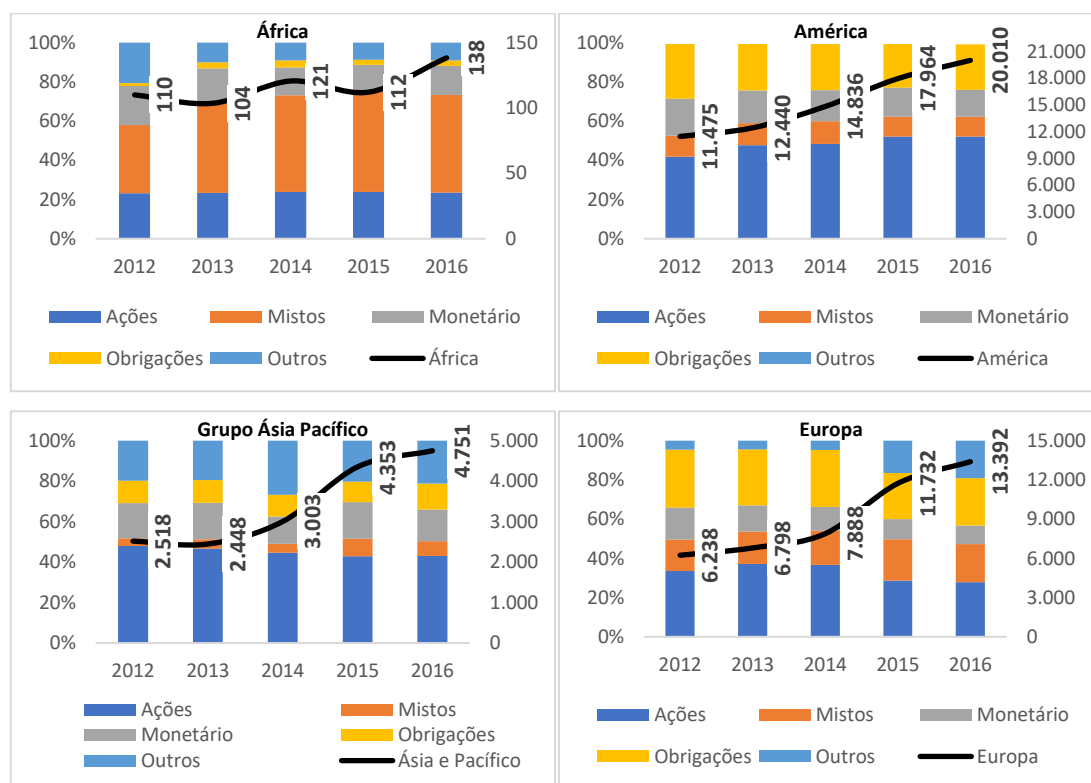
No horizonte temporal apresentado (2006-2016) na Figura 6, fazendo a análise por geografia, o grupo Ásia Pacífico foi o que apresentou maior crescimento no período (154,7%) num ritmo anual médio de 8,9%, seguido de África, América e Europa com, respetivamente 8%, 7,9% e 7,7%.

Já no que diz respeito ao peso relativo no montante total, a América representa sempre

mais de 50% do mercado (média de 54,8% no período), seguido da Europa com média de 32,7%, o grupo Ásia Pacífico com 12,1% e África com 0,4%. Destacamos, ainda, o crescimento europeu nos últimos dois anos de análise, que, entre 2014 e 2016, evoluiu de 30,5% para 35%.

Relativamente ao ano de 2008, o montante gerido sofreu uma retração de 23,4%, comportamento extensível a todas as geografias – o grupo Ásia Pacífico com um decréscimo em montante de 41,4%, seguido da Europa, África e América com, respetivamente 26,2%, 22,8% e 16,7%.

Figura 7 - Montante gerido por Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por Tipo de Fundo e Geografia de Domicílio



Fonte: Autor com base em dados da EFAMA - *International Quarterly Statistical Release* (2006-2016).

Nota: os valores de suporte à figura e os cálculos da análise efetuada podem ser consultados no anexo 4.

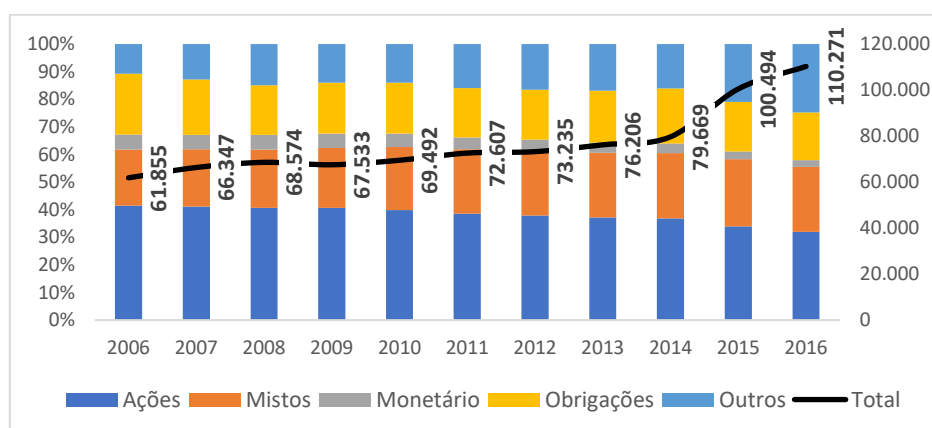
A Figura 7 reflete o cruzamento das duas variáveis apresentadas em separado nas anteriores (tipo de fundo e geografia).

No horizonte temporal apresentado (2012 a 2016), no que diz respeito à taxa de crescimento do tipo de fundo por geografia, e destacando os valores mais elevados,

“Outros”, na Europa, apresentou o maior crescimento médio (55,7%) passando de uma representação de 4% para 10%, seguido de “Mistos” que, no grupo Ásia Pacífico e na Europa, cresceu 28,4% e 21,2%.

No que diz respeito à representatividade média do tipo de fundo por geografia, é na América que “Ações” tem maior peso (48%), seguido pelo grupo Ásia Pacífico (45%), Europa (33%) e, por fim, África (24%). Na mesma lógica de análise, “Mistos” representa 46% do mercado em África, 18% na Europa, 11% na América e 6% no grupo Ásia Pacífico. Por sua vez, “Monetário” representa 16% do mercado em África, América e grupo Ásia Pacífico e 12% na Europa, sendo que “Obrigações” tem a sua maior representação na Europa (com 27%), seguido da América, grupo Ásia Pacífico e África com 24%, 11% e 3%, respetivamente.

Figura 8 - Número de Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por Tipo de Fundo



Fonte: Autor com base em dados da EFAMA - *International Quarterly Statistical Release* (2006-2016).

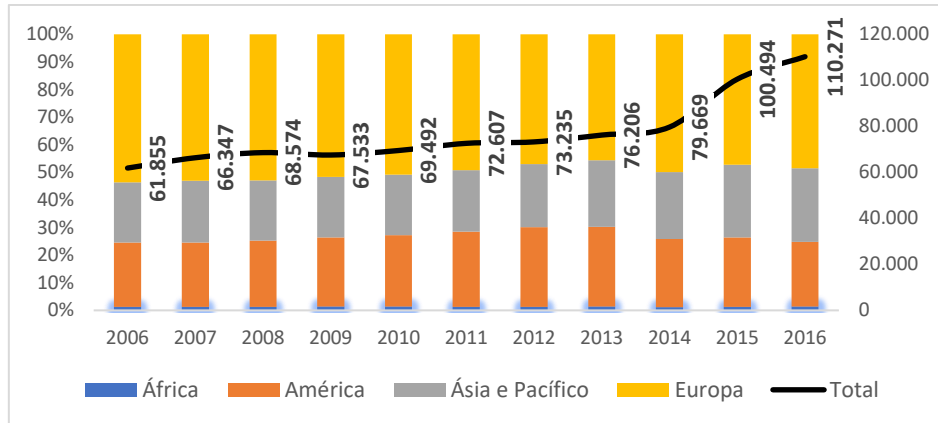
Nota: os valores de suporte à figura e os cálculos da análise efetuada podem ser consultados no anexo 5.

No que respeita à Figura 8, verifica-se, igualmente, um elevado crescimento acumulado no número de fundos (78,3%), equivalente a uma taxa anual média de 5,4% - a tipologia “Outros” cresceu a um ritmo de 13,7%, “Mistos” a 6,9%, “Obrigações” a 3,1%, “Ações” a 2,9%, sendo que “Monetário” foi o único a registar crescimento negativo (-2,1%).

Independentemente do ano em análise, “Ações” destaca-se com o maior número de fundos sobre o total (média de 38,2%), seguido de “Mistos” (22,6%), “Obrigações”, “Outros” e “Monetário” com, respetivamente, 18,8%, 16,2% e 4,3%.

Relativamente ao impacto da crise de 2008, apesar de um registo de crescimento no número total de fundos de investimento em atividade (3,4% face ao ano anterior), destacamos, pela negativa, a liquidação de 8,2% de “Obrigações”.

Figura 9 - Número de Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por Geografia de Domicílio



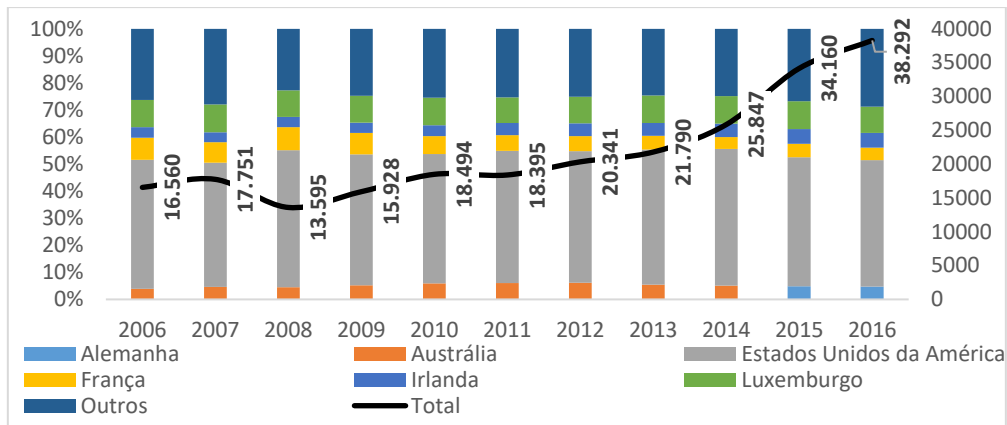
Fonte: Autor com base em dados da EFAMA - *International Quarterly Statistical Release* (2006-2016).

Nota: os valores de suporte à figura e os cálculos da análise efetuada podem ser consultados no anexo 6.

Quanto à evolução do número de fundos por geografia apresentado na Figura 9, o grupo Ásia Pacífico foi o que apresentou maior crescimento no período analisado (117,9%) com um ritmo anual médio de 7,3%, seguido de África (6,6%), América (5,4%) e, por fim, a Europa (4,4%).

Já no que diz respeito ao peso relativo no número de fundos, a Europa representa, em média, 50%, seguido da América com 25,4%, o grupo Ásia Pacífico com 23,3% e África com 1,3%. Destacamos, também, o decréscimo verificado na América nos últimos três anos de análise - que, de 2013 para 2016, diminuiu a sua representatividade no mercado de 28,9% para 23,5%.

Figura 10 - Montante gerido por Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por País de Domicílio (Top 5)



Fonte: Autor com base em dados da EFAMA - *International Quarterly Statistical Release* (2006-2016).

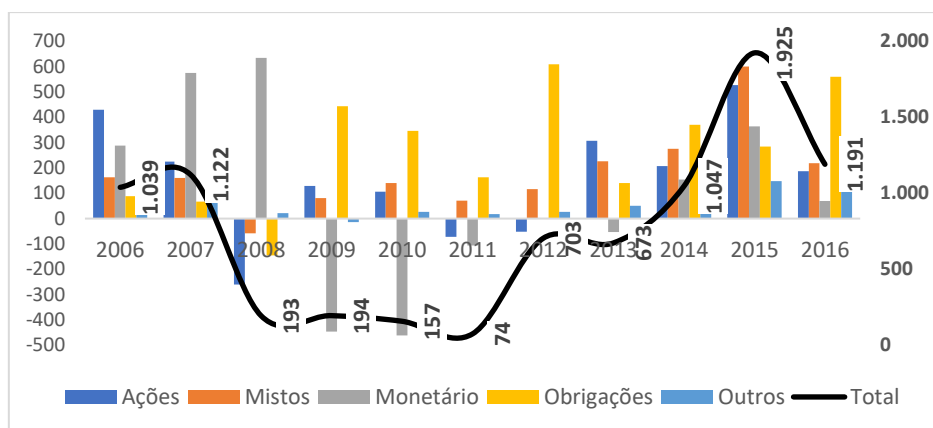
Nota: os valores de suporte à figura e os cálculos da análise efetuada podem ser consultados no anexo 7.

Na Figura 10, tendo como base de análise o horizonte temporal compreendido entre 2006 e 2016, identificamos os cinco maiores países em termos de representação nos montantes sob gestão. Em qualquer dos anos analisados, os quatro países seguintes lideram em termos de montante com as seguintes médias de representatividade: EUA (48,5%), Luxemburgo (10%), França (6,5%) e Irlanda (4,5%). Austrália pertenceu a este *top* cinco de 2006 a 2014 (5%) e a Alemanha ganhou este lugar de destaque em 2015 e 2016 (1,9%).

De destacar que o *top* cinco de países representa mais de dois terços do mercado, deixando os restantes com uma representatividade média de 28,8%, muito por via do peso elevadíssimo dos EUA (com quase metade do total do mercado).

No que diz respeito a taxa de crescimento, com um registo médio superior a dois dígitos, destacamos a Alemanha (19.3%), Irlanda (11,2%), Brasil e Japão (ambos 11%).

Figura 11 - Subscrições Líquidas de Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por Tipo de Fundo



Fonte: Autor com base em dados da EFAMA - *International Quarterly Statistical Release* (2006-2016).

Nota: os valores de suporte à figura e os cálculos da análise efetuada podem ser consultados no anexo 8.

Relativamente às subscrições líquidas apresentadas na Figura 11, destacamos a grande variabilidade registada cujos extremos se observam em 2011 (74 biliões de euros) e 2015 (1925 biliões de euros), sem que, em nenhum dos anos de análise, as subscrições líquidas tenham atingido valores negativos.

Destacamos a evolução do volume de subscrições líquidas de “Monetário” de 2006 a 2008 (total no período foi de 1498 biliões de euros), para, de 2009 a 2011, assistirmos a um decréscimo de 1014 biliões de euros.

Relativamente a “Obrigações”, por ser o tipo de fundo que teve mais subscrições líquidas, destacamos o intervalo de 2009 a 2012 e os anos de 2014 e 2016.

No ano de 2008, “Ações” foi o que maior quebra sofreu em montante (com valores negativos de 261 biliões de euros), seguido de “Obrigações” (145 biliões de euros) e “Mistos” (58 biliões de euros), contrastando com o crescimento em “Monetário” (635 biliões de euros) e “Outros” (22 biliões de euros).

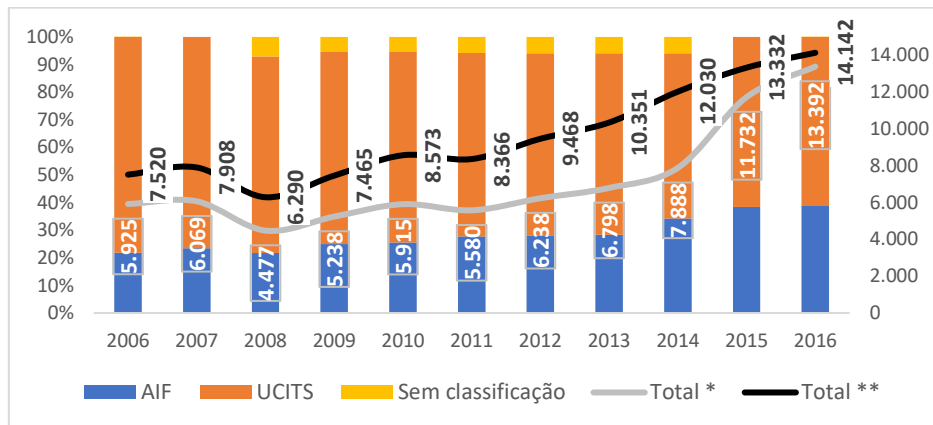
3.2.1.2 AIF e UCITS, Fundos de Investimento e Gestão Discrecional e Tipo de Cliente na Europa

Especificamente sobre a realidade europeia, apresentamos variáveis de análise adicionais com a desagregação de fundos de investimento segundo: i) o seu enquadramento legal

(UCITS e AIF); ii) peso relativo face a gestão de carteiras por conta de outrem (gestão discricionária); iii) montantes geridos em percentagem do PIB europeu; iv) tipo de cliente.

Para a construção deste ponto, foram utilizados os dados estatísticos presentes nos relatórios *Asset Management Report*²¹ da EFAMA, mantendo-se os pressupostos enunciados no ponto 3.1 relativos à análise das figuras.

Figura 12 - Montante gerido por Fundos de Investimento na Europa – Desagregação por AIF e UCITS



Fonte: Autor com base em dados da EFAMA – *Asset Management Report* (2009 -2016).

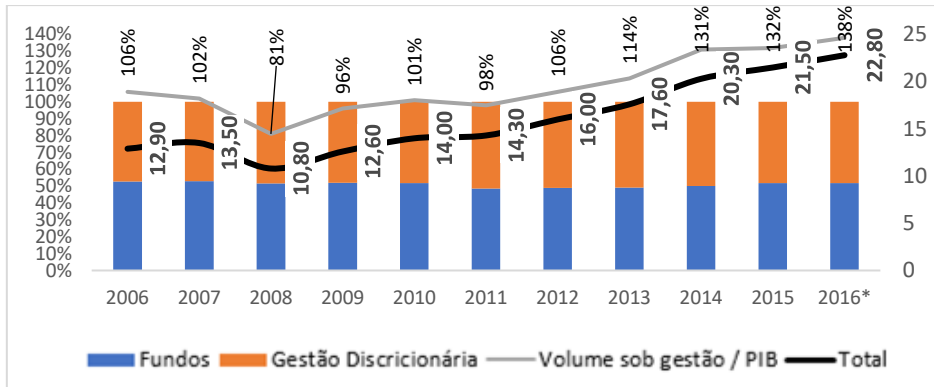
Nota: os valores de suporte à figura e os cálculos da análise efetuada podem ser consultados no anexo 9.

* Montante total excluindo fundos de fundos; ** Montante total incluindo fundos de fundos.

De acordo com a Figura 12, procuramos espelhar a forma de como os fundos na Europa estão distribuídos quanto ao seu enquadramento legal (ponto 2.3.1 deste trabalho). A referida desagregação é efetuada aos valores que incluem fundos de fundos (valores em linha preta). Assim, concluímos que os fundos UCITS têm uma representatividade média de 67,7% no período, seguido dos AIF com 28,5% e fundos sem classificação com 3,8%.

²¹ Os referidos relatórios podem ser consultados em: <http://www.efama.org/statistics/SitePages/Asset%20Management%20Report.aspx>.

Figura 13 - Montante gerido por Fundos de Investimento e Gestão Discricionária na Europa em Percentagem do PIB – Desagregação por Tipo de Gestão



Fonte: Autor com base em dados da EFAMA – Asset Management Report (2009 -2016).

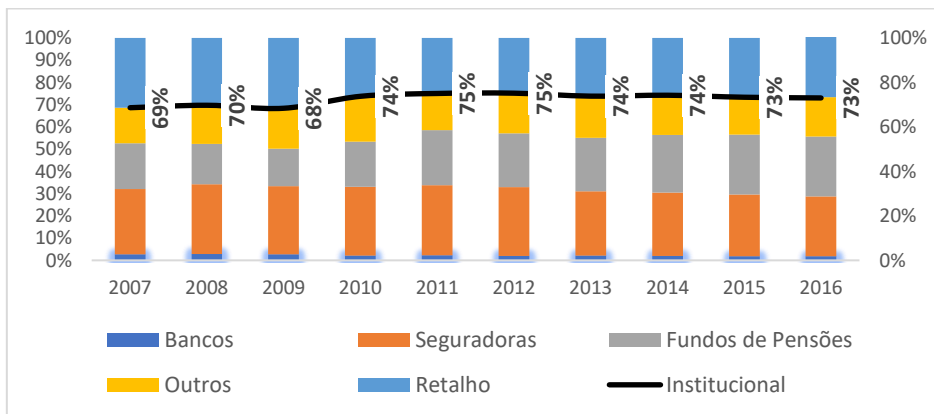
Nota: os valores de suporte à figura e os cálculos da análise efetuada podem ser consultados no anexo 10.

Na Figura 13, nos dados em linha preta, que espelham a evolução do montante sob gestão, agregando fundos de investimento e gestão discricionária, verificamos uma taxa de crescimento anual de 5,3% (com um valor de 22,8 trilhões de euros no final de 2016).

Relativamente à percentagem de cobertura do PIB europeu destes montantes sob gestão (linha a cinza, lida à esquerda, em percentagem), também em 2016 foi atingido um máximo de 138%.

O equilíbrio entre o montante gerido através de fundos de investimento e gestão discricionária é notório, uma vez que, no horizonte temporal acima, o valor do primeiro é de 51,1% e a gestão discricionária é de 48,9%.

Figura 14 - Montante gerido por Fundos de Investimento e Gestão Discricionária na Europa – Desagregação por Tipo de Cliente



Fonte: Autor com base em dados da EFAMA – Asset Management Report (2009 -2016).

Nota: os valores de suporte à figura e os cálculos da análise efetuada podem ser consultados no anexo 11.

No horizonte temporal apresentado (2007 a 2016) da Figura 14, o tipo de cliente Institucional representa, em média, 72,5% do total de montante sob gestão, subdividido entre Seguradoras (29,7% do total), Fundos de Pensões (22,9%), Outros (17,8%) e Bancos (2,3%), representando o mercado de retalho os restantes 27,5%.

3.3 A Indústria de Fundos de Investimento a Nível Nacional

No que diz respeito à análise da indústria de fundos de investimento em Portugal, efetuamos a nossa recolha de dados estatísticos através da APFIPP²², entidade que representa a indústria de fundos de investimento (FIM, FII e FP conforme apresentado no ponto 2.3.3 deste trabalho) e gestão discricionária. Adicionalmente, para as Figuras 22 e 23 foram utilizados os dados das séries longas estatísticas da CMVM²³.

Relativamente à construção gráfica e regras para a sua interpretação, são mantidos os pressupostos apresentados no ponto 3.1, com exceção da escala em valores absolutos que passa de biliões para milhões de euros.

3.3.1 Construção de Base de Dados de Fundos de Investimento Portugueses – Segmentação por Tipo de Fundo

De forma a construirmos a nossa base de dados de fundos de investimento (leia-se FIM), não apenas para a análise da indústria neste ponto, mas também para o estudo a efetuar no ponto 4, foi efetuada a sua segmentação por tipo de fundo em cinco categorias (“Ações”, “Mistos”, “Monetário”, “Obrigações” e “Outros”).

Desta forma, num total de 486 fundos de investimento relativos ao horizonte temporal em estudo (2006-2016), efetuamos uma reclassificação às estatísticas disponíveis na APFIPP que segmenta os fundos em 37 categorias²⁴. Como metodologia para a sua reclassificação, nos fundos em que, pela categoria da APFIPP, não é possível a sua reclassificação direta,

²² Os referidos dados estatísticos podem ser consultados em: http://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=FIM&ItemCode=FM_AG&name=Estatísticas.

²³ Os referidos dados estatísticos podem ser consultados em: <http://www.cmvm.pt/pt/Estatisticas/SeriesLongas/Pages/default.aspx>.

²⁴ As referidas categorias e respetivas regras para a sua classificação encontram-se disponíveis em: http://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=AP&ItemCode=AP_CF&name=Auto-Regulação.

foi consultada a ficha do fundo²⁵.

Apresentamos a Figura 15, que espelha a reclassificação efetuada da categoria APFIPP para os cinco tipos de fundos de investimento padronizados:

Figura 15 - Reclassificação da categoria de Fundos da APFIPP por Tipo do Fundo

Reclassificação por Tipo de Fundo (número de fundos)	Classificação APFIPP (número de fundos)
Ações (90)	Ações da América do Norte (6); Ações da União Europeia, Suíça e Noruega (19); Fundos Predominantemente Ações (4); FIA de Ações (2); FIA de Retorno Absoluto (3); Ações Nacionais (7); Ações Sectoriais (12); Flexíveis (2); Índice (1); PPA (10); PPR (3); Outros de Ações Internacionais (19); Outros FIA (1) e Outros (1).
Mistos (113)	Mistos (7); Investimento Alternativo (2); MultiAtivos Agressivos (4), Defensivos (22) e Equilibrados (12); FIA de Retorno Absoluto (1); FIA Flexíveis (9); FIA MultiAtivos (6); Flexíveis (29); PPR/E (14); Outros FIA (1) e Outros Fundos (6).
Monetário (37)	Monetário Euro (7); FIA de Curto Prazo (2); FIA Monetário (1); FIA Monetário Curto Prazo (2); Curto Prazo Euro (21); Outros FIA (1) e Outros Fundos (3).
Obrigações (98)	Obrigações Euro (18); Obrigações Internacional (3); Flexíveis (1); PPR/E (6); Estruturados (1); Predominantemente Obrigações (14); Obrigações Taxa Indexada Internacional (1); Obrigações Taxa Fixa Euro (9); Obrigações Taxa Fixa Internacional (1); Obrigações Taxa Indexada Euro (23); FIA de Obrigações (7); FIA Curto Prazo (1); Curto Prazo Euro (1); Outros FIA (8) e Outros Fundos (4).
Outros (148)	Estruturados (5); Investimento Alternativo (8); FIA de Retorno Absoluto (4); FIA Imobiliário (2); Com Proteção Capital (104); Outros FIA (23) e Outros Fundos (2).

Fonte: Autor com base em dados estatísticos da APFIPP.

3.3.2 Análise da Evolução da Indústria Portuguesa

De acordo com a reclassificação efetuada no ponto anterior, no que diz respeito ao tipo de fundo, e mantendo o horizonte temporal de 2006 a 2016 (período similar à análise internacional), apresentamos de seguida a ilustração da evolução dos números da realidade portuguesa, em termos de montante, número de fundos e subscrições liquidadas.

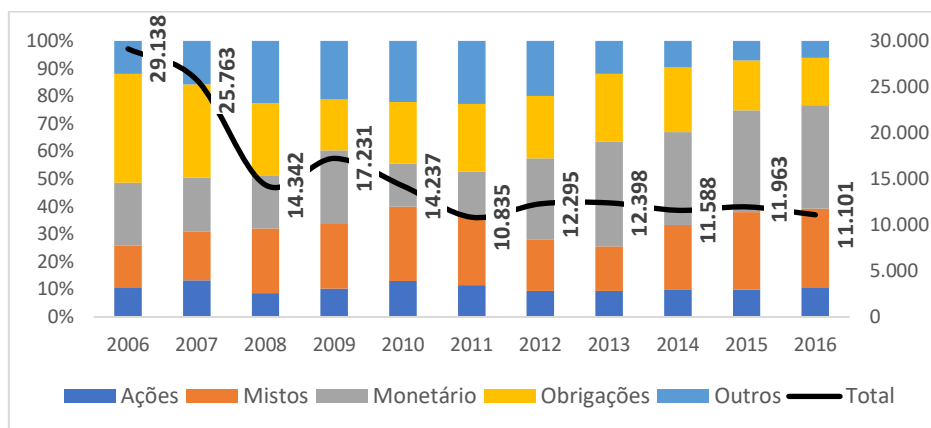
Em cada figura, através de cálculos auxiliares realizados (que são remetidos para o anexo indicado na legenda respetiva), procuramos espelhar taxas de crescimento absolutas e anualizadas das diferentes variáveis no período em análise, comparando-as com os

²⁵ As referidas fichas foram consultadas no *site* da APFIPP, para os fundos de investimento em atividade, disponível em: http://www.apfipp.pt/fundos_at_det.aspx?MenuCode=FIM&ItemCode=FM_FA&fun=PT. ou no *site* da CMVM, para fundos extinto, através do seu motor de pesquisa de carteiras detalhadas disponível em: http://web3.cmvm.pt/sdi/fundos/carteiras/fim/carteiras_fim.cfm.

resultados da indústria a nível internacional.

3.3.2.1 Montante, Número de Fundos e Subscrições Líquidas

Figura 16 - Montante gerido por Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por Tipo de Fundo



Fonte: Autor com base em dados estatísticos da APFIPP e do Instituto Nacional de Estatística²⁶ (INE).

Nota: os valores de suporte à figura e os cálculos da análise efetuada podem ser consultados no anexo 12.

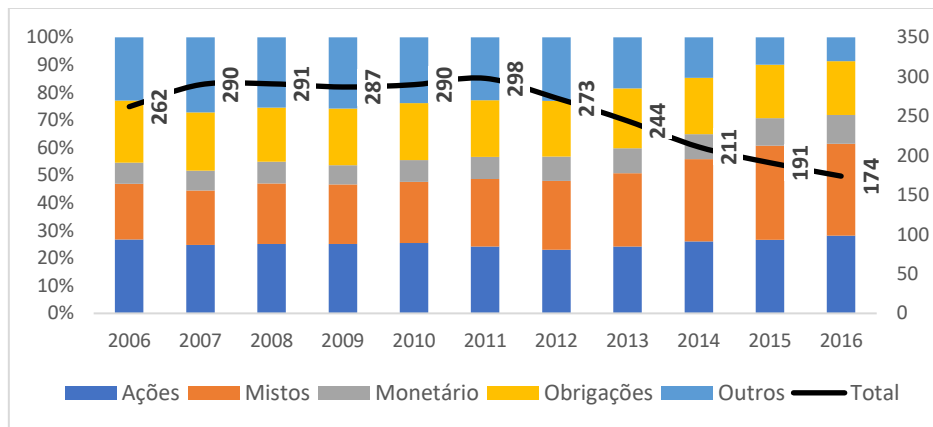
No período descrito na Figura 16, conseguimos perceber uma tendência contrária à dinâmica apresentada na análise da indústria a nível internacional (Figura 5), onde Portugal diminuiu o total de montante gerido por fundos de investimento em 61,9% (internacional cresceu 131,23%), o que se traduz numa taxa de crescimento anual de -8,4% (internacional apresentou ritmo anual de +7,9%). Por tipo de fundo e por taxa de crescimento anualizada, “Obrigações” e “Outros” apresentam taxas superiores a dois dígitos (-15,2% e -13,7%), seguido de “Ações” (-8,2%), “Monetário” (-4,2%) e “Mistos” (-3%).

No que diz respeito à representatividade do mercado, “Obrigações” e “Monetário” totalizam (agregados e em média no período), mais de 50% do mesmo (26,8% e 24,6%, respetivamente), seguidos de “Mistos” (22,5%), “Outros” (15,5%) e “Ações” (10,6%). Nesta lógica, destacamos ainda os últimos dois anos em que “Monetário” representa cerca de 37%. Existe, por isso, uma enorme diferença relativamente à realidade internacional onde, por exemplo, “Ações” representa 41,2% do total do mercado.

²⁶ Os dados relativos ao PIB em Portugal foram consultados em: https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_cnacionais2010&perfil=220674402&INST=220616736&contexto=am.

Relativamente à crise de 2008, evidenciamos, face ao ano anterior, um decréscimo de 44,3% no montante gerido (que compara com o decréscimo de 23,4% a nível internacional), com destaque para “Ações” com uma quebra de 63,8% (41,9% a nível internacional) e “Obrigações” com 56,7% (16,1% a nível internacional).

Figura 17 - Número de Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por Tipo de Fundo



Fonte: Autor com base em dados estatísticos da APFIPP.

Nota: os valores de suporte à figura e os cálculos da análise efetuada podem ser consultados no anexo 13.

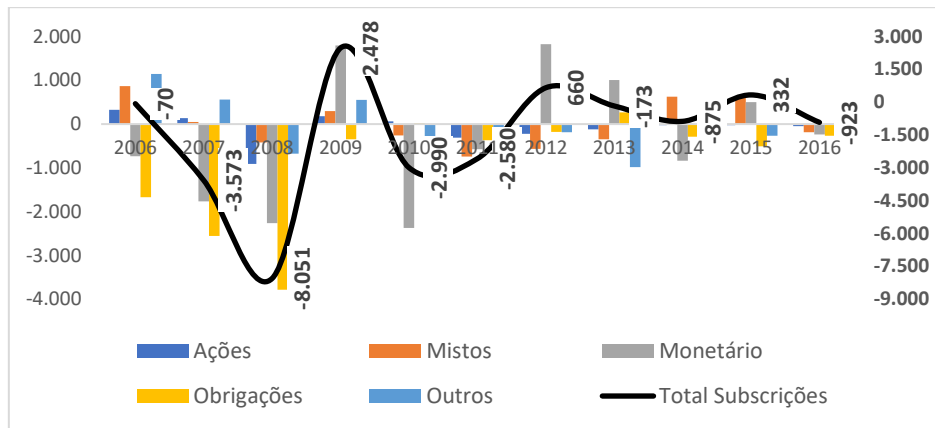
Na Figura 17, a tendência contrária à dinâmica internacional (Figura 8) mantém-se, com Portugal a registar uma diminuição de 33,6% em número de fundos (compara com um crescimento de 78,3% a nível internacional), que se traduz numa taxa de crescimento anual de -3,7% (ficando, no final de 2016, com um total de 174 fundos de investimento).

“Monetário” foi o único tipo de fundo a registar crescimento médio positivo (0,7% no período), com “Outros” (-11.8%), “Obrigações” (-5.7%), “Ações” (-2.5%) e “Mistos” (-1%) a diminuírem o número de fundos.

No que diz respeito à representatividade do mercado, “Ações” e “Mistos” repartem o maior valor médio no período (com cerca de 25% cada, sendo que a nível internacional o destaque vai para “Ações com 38,2%). Considerando que o montante gerido em “Ações” apenas representa 10,6% do mercado, concluímos pelo baixo volume médio que cada fundo desta tipologia tem sob gestão. Inversamente, “Monetário” representa, em média, 8,4% do total do mercado em número de fundos, não obstante equivaler a 24,4% em montante gerido (concluindo-se, nessa medida, pelo elevado volume médio sob gestão de cada fundo).

Relativamente à crise de 2008, apesar de um residual registo de crescimento no número total de fundos de investimento em atividade (0,3% face ao ano anterior), destacamos, pela negativa, a liquidação de 6,9% de “Obrigações”, aqui em consonância com o registado a nível internacional (-8,2%).

Figura 18 - Subscrições Líquidas em Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação Tipo de Fundo



Fonte: Autor com base em dados estatísticos da APFIPP.

Nota: os valores de suporte à figura e os cálculos da análise efetuada podem ser consultados no anexo 14.

Relativamente às subscrições líquidas apresentadas na Figura 18, destacamos, à semelhança da análise internacional (Figura 11), o comportamento oscilante desta variável cuja amplitude máxima se regista entre 2008 (com um mínimo de 8051 milhões de euros) e 2009 (com um máximo de 2478 milhões de euros).

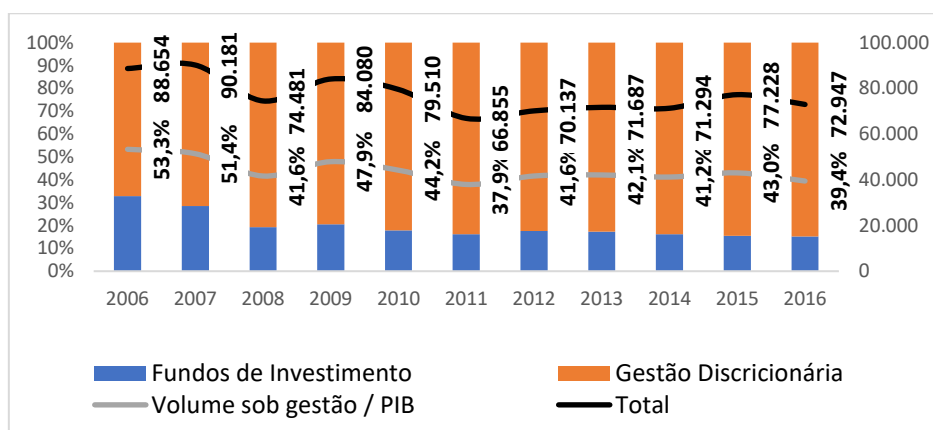
Na análise internacional (Figura 11), todos os anos foram positivos em termos de subscrições líquidas, o que contrasta com a realidade portuguesa em que apenas tal se verificou em 2009, 2012 e 2015 – as quebras ocorridas nos restantes anos fizeram com que o montante sob gestão em Portugal sofresse uma elevada correção.

No ano de 2008, os fundos portugueses sofreram elevados desvios negativos (o que não se verificou totalmente na indústria internacional), sendo que “Obrigações” foi o que maior quebra sofreu (3783 milhões de euros), seguido de “Monetário” (2266 milhões de euros) e “Ações” (907 milhões de euros).

3.3.2.2 Fundos de Investimento e Gestão Discricionária, Quotas de Mercado por Sociedade Gestora, Montantes Geridos por Tipo de Ativo e Número de Participantes

Quanto à realidade portuguesa, apresentamos as seguintes variáveis de análise com a desagregação dos fundos de investimento por: i) volume gerido de gestão de carteiras por conta de outrem (gestão discricionária) e fundos de investimento; ii) peso em percentagem do PIB português; iii) volume e número por sociedade gestora; iv) tipo de ativo em carteira; v) número de participantes por tipo de fundo definido pela CMVM²⁷.

Figura 19 - Montante gerido por Fundos de Investimento e Gestão Discricionária Em Portugal em Percentagem do PIB – Desagregação por Tipo de Gestão



Fonte: Autor com base em dados estatísticos da APFIPP.

Notas: os valores de suporte à figura e os cálculos da análise efetuada podem ser consultados no anexo 15.

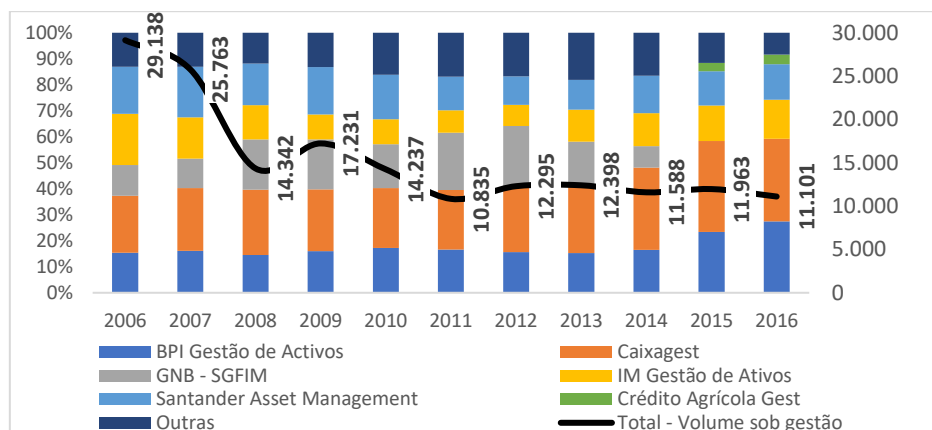
A Figura 19 exhibe grandes diferenças da realidade portuguesa face à europeia, com os dados em linha preta, relativos à evolução do montante sob gestão (agregando fundos de investimento e gestão discricionária), a espelharem uma taxa de crescimento anual de -1,8% (compara com 5,3% a nível europeu) que culmina num valor de 72 947 milhões de euros no final de 2016.

Relativamente à percentagem de cobertura do PIB português pelos montantes sob gestão (linha a cinza, lida à esquerda, em percentagem), regista-se um valor médio de 44% (compara com 109,5% a nível europeu).

²⁷ Desde 31/08/2013 que a CMVM, de acordo com as séries longas estatísticas disponibilizadas na fonte já referenciada, efetua a desagregação dos fundos de investimento através das seguintes sete categorias: Ações, FIA, Flexíveis, Monetário, Obrigações, Outros e PPR.

Entre o montante gerido através de fundos de investimento e gestão discricionária, o primeiro representa, em média, apenas 19,7% e a gestão discricionária os restantes 80,3% (existe uma grande diferença face à realidade europeia que, em média e respetivamente apresenta valores de 51,1% e 48,9%).

Figura 20 - Montante gerido por de Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por Sociedade Gestora (*Top 5*)

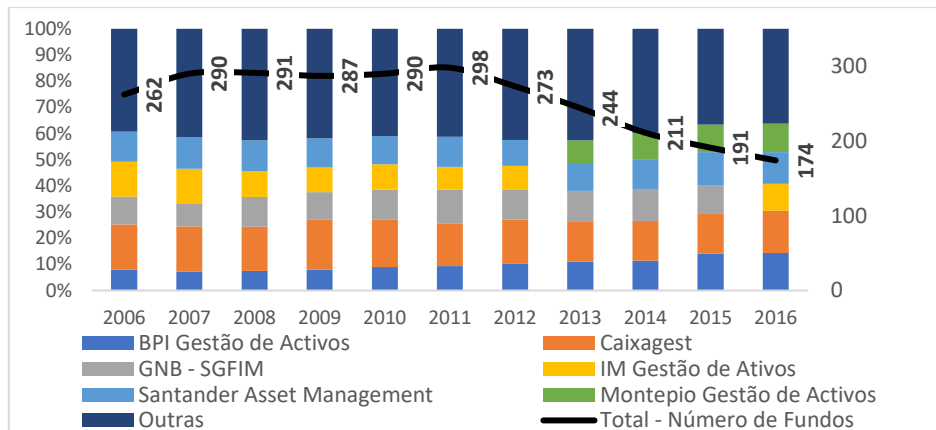


Fonte: Autor com base em dados estatísticos da APFIPP.

Nota: os valores de suporte à figura e os cálculos da análise efetuada podem ser consultados no anexo 16. As Siglas utilizadas nas sociedades gestoras poderão ser consultadas na lista de abreviaturas e siglas.

Na Figura 20 relevamos as cinco maiores sociedades gestoras em termos de quota de mercado. Em média, no período analisado, os cinco maiores *players* de mercado representam 85,9% do mesmo (este grupo de cinco apenas mudou em 2015 e 2016 em que a *GNB – SGFIM*, cedeu a sua posição à *Crédito Agrícola Gest*). Destaque para a *Caixagest*, líder em qualquer ano de análise (média de 26,4%), *BPI Gestão de Ativos* (17,6%), *Santander Asset Management* (15,1%), *IM Gestão de Ativos* (12,6%) e *GNB – SGFIM* (com 14,1%).

Figura 21 - Número de Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por Sociedade Gestora (Top 5)



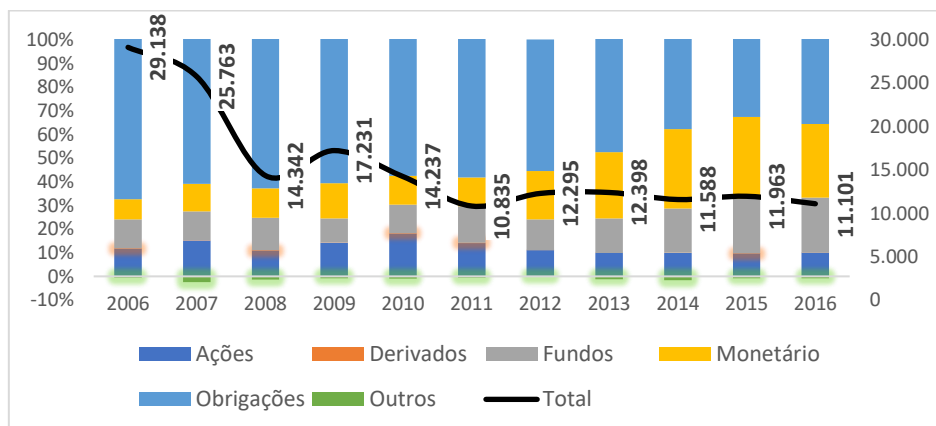
Fonte: Autor com base em dados estatísticos da APFIPP.

Nota: os valores de suporte à figura e os cálculos da análise efetuada podem ser consultados no anexo 17.

Relativamente ao número de fundos em Portugal na Figura 21 destacam-se as seguintes cinco sociedades gestoras: a *Caixagest*, líder em qualquer ano de análise (média de 16,7%), *Santander Asset Management* (11,4%), *IM Gestão de Ativos* (12,6%), *GNB – SGFIM* (com 11%) e *BPI Gestão de Ativos* (10%). A *Montepio Gestão de Ativos* surge a partir de 2013 (em substituição da *IM Gestão de Ativos* de 2013 a 2015 e da *GNB – SGFIM* em 2016).

Ao analisar por montante, as cinco maiores sociedades gestoras representam, em média, 85,9% do mercado (Figura 20). Por número de fundos, essa representação é de apenas 40,5%. Tendo em conta que as cinco sociedades gestoras se mantêm nas duas variáveis, conclui-se a baixa dimensão dos fundos de investimento presente fora deste *Top 5*.

Figura 22 - Montante gerido por de Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por Tipo de Ativo



Fonte: Autor com base em dados estatísticos da CMVM.

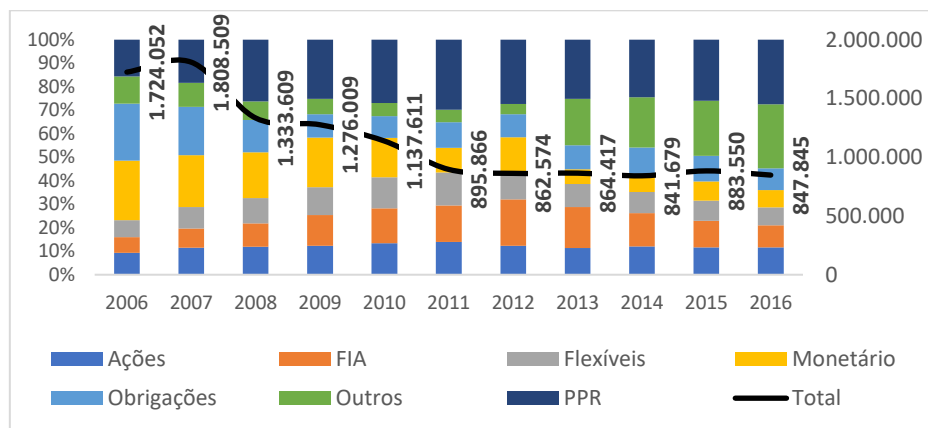
Nota: os valores de suporte à figura e os cálculos da análise efetuada podem ser consultados no anexo 18.

Para a construção da Figura 22, foi efetuada uma agregação do tipo de ativos apresentados pela CMVM, que poderá ser consultada no respetivo anexo.

As Obrigações representam, em média, mais de metade do total de ativos em carteira dos fundos de investimento (53,4%), seguido da classe Monetário (20%), posições em outros fundos (15,3%), Ações (11,9%), Derivados (0,1%) e, por último, a classe Outros (que inclui pendentes a liquidar e responsabilidades dos fundos) com -1%.

Realçamos a evolução da classe Obrigações, que apesar de ser aquela com maior exposição média no período, passou de uma representação de 67,9% em 2006, para 36,5% em 2016. Inversamente, a classe Monetário evoluiu de 8,6% para 31,1% nesses anos.

Figura 23 - Número de participantes em Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por Tipo de Fundo



Fonte: Autor com base em dados estatísticos da CMVM.

Nota: os valores, pressupostos e cálculos da análise efetuada de suporte à figura podem ser consultados no anexo 19.

Na Figura 23, foram utilizadas as estatísticas da CMVM tendo os diversos fundos sido agregados nas sete categorias utilizadas por esta entidade a partir de 31/08/2013.

O número de participantes em fundos de investimento decresceu 50,8%, a um ritmo de -6,2% ao ano, culminando em 847.845 no final de 2016.

A tipologia PPR é a única que apresenta um crescimento no período (16,3% a um ritmo

anual de 1,4%), em contraste com as tipologias Flexíveis e FIA (com quebras anualizadas de 16,1% e 14,2%, respetivamente).

Em termos de representatividade para o total, é novamente a tipologia PPR a destacar-se pela positiva (representando, em média, 24,8% no período), seguido da tipologia Monetário (14,4%), Outros (12,9% que inclui os fundos mistos), Obrigações (12,9%), FIA (12,8%), Ações (11,9%) e Flexíveis (10,2%).

4 Estudo dos FIM Portugueses – *Performance Versus Preço*

4.1 Objetivos e Caracterização do Estudo

Conforme referido no ponto 2.4 deste trabalho, o comissionamento (e sua relação com o desempenho) associado a fundos de investimento é uma temática que suscita um elevado interesse académico, de investigação e, cada vez mais, por parte dos investidores.

No que diz respeito à relação entre os custos e *performance* destes veículos, tem sido feita bastante investigação, designadamente em torno das seguintes temáticas: i) retorno e valorização face a índices de referência (onde destacamos, por exemplo, Sharpe, 1966; Carhart, 1997; Gil-Bazo & Ruiz-Verdu, 2009; Garyn-Tal, 2013 e Gruber, 1996); ii) volume sob gestão dos fundos e respetiva sociedade gestora (Ferreira et al., 2012 e Keswani, et al., 2017); iii) volume de subscrições líquidas (Barber, Odean & Zeng 2005; Keswani, et al., 2017 e Sirri & Tufano, 1998); iv) de forma mais ampla, através das variáveis anteriormente referidas por diversas geografias e estados de desenvolvimento da sua indústria (Khorana et al., 2008; Ramos, 2009 e Keswani, et al., 2017).

Tendo em conta a realidade portuguesa, a presente investigação tem como principal objetivo aprofundar o estudo dos diferentes tipos de FIM em Portugal, caracterizando a relação entre a sua *performance* (neste estudo vista como o retorno e a rendibilidade adicional face ao índice de referência) e os custos associados a estes veículos de investimento (utilizando para esse efeito, o TER) através de diferentes variáveis de controlo intrínsecas a cada FIM (o seu volume sob gestão, idade, desvio padrão do retorno e subscrições líquidas, entre outras) que são similares às utilizadas nos estudos acima referenciados.

Finalmente, com o objetivo de perceber se, partindo de uma análise global da indústria, as mesmas conclusões poderão ser tiradas isolando pelo tipo de FIM, numa primeira fase são agregados no modelo estatístico utilizado todos os fundos da Amostra²⁸, sendo, depois, efetuada a mesma análise com segmentação por cada tipo de FIM (“Ações”, “Mistos”, “Monetário”, “Obrigações” e “Outros”).

²⁸ Ver ponto 4.2.1 relativo à definição da Amostra.

Nota: foi efetuado um esforço na tradução da maioria dos resultados e nomenclatura. Alguns termos técnicos, bem como o nome das variáveis utilizadas foram mantidos ou efetuados em inglês.

4.2 Dados e Metodologia

4.2.1 Definição e Descrição da Amostra

A informação necessária para a construção e definição da Amostra foi obtida junto das seguintes entidades:

- i. APFIPP, a entidade que agrega toda a informação do setor em Portugal, e que, através da sua plataforma²⁹, disponibiliza dados consistentes e detalhados;
- ii. *Morningstar Inc*³⁰, uma referência na pesquisa de informação detalhada sobre soluções de investimento, com especial enfoque no mercado de fundos de investimento.

Para o período compreendido entre 2006 e 2016, de acordo com a análise efetuada para a indústria portuguesa (ponto 3.3) e na sequência da construção da base de dados de FIM³¹, verifica-se existirem em Portugal 486 fundos diferentes.

Em função das variáveis e objetivos do estudo a efetuar, foram consideradas as seguintes exclusões na definição da Amostra:

- i. Fundos de capital garantido e estruturados: eliminados em virtude de serem fundos ou sem liquidez, ou sem dados necessários disponíveis / não aplicáveis (ausência de volatilidade / TER / subscrições);
- ii. Outros fundos para os quais não existem os dados necessários ao estudo das variáveis definidas;
- iii. Em cada ano civil foram excluídos os fundos sem o histórico anual completo.

Assim, tendo em conta estes pressupostos, foram eliminados da Amostra um total de 189 FIM (repartidos entre as diferentes tipologias: 8 de “Ações”, 22 de “Mistos”, 6 de

²⁹ A plataforma encontra-se disponível em: <https://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=FIM>.

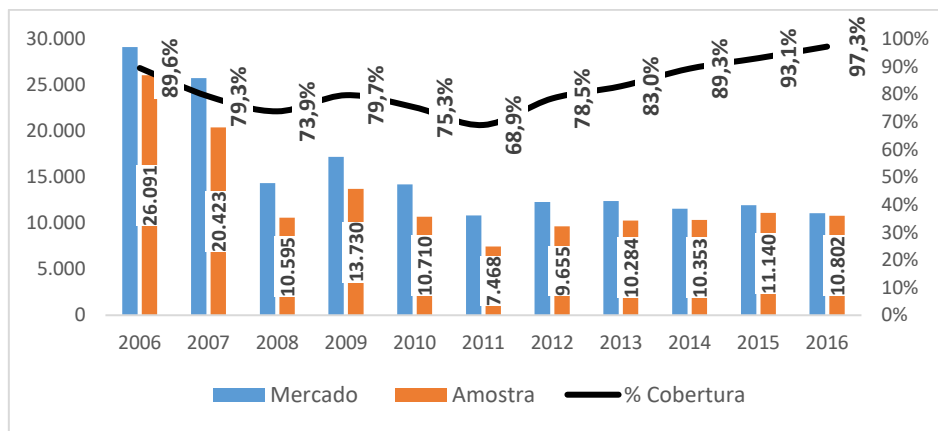
³⁰ A *Morningstar Inc* é líder de mercado em pesquisa de soluções de investimento, sendo uma fonte credível de informações detalhadas através de um espectro variado de disciplinas de investimento. Sediada em 18 países, atualmente fornecem mais de 260.000 ofertas de investimento, uma extensa linha de *software* e fichas personalizadas, baseadas em produtos para investidores individuais, consultores financeiros e clientes institucionais. Disponível em: <http://www.morningstar.pt/>.

³¹ Ver ponto 3.3.1 deste trabalho, relativo à construção de base de dados de fundos de investimento portugueses e respetiva segmentação por tipo de fundo.

“Monetário”, 25 de “Obrigações” e 128 de “Outros”).

De forma a espelhar os FIM utilizados no estudo (Amostra), apresentamos abaixo duas figuras que, por montante (Figura 24) e por número de fundos (Figura 25), refletem a taxa de cobertura no mercado total de FIM (dados em colunas: interpretados com base na escala à esquerda, em milhões de euros na Figura 24 e em número de fundos na Figura 25; dados em linha: interpretados com base na escala à direita, em percentagem do total do mercado).

Figura 24 - Montante gerido por FIM em Portugal - Cobertura do Mercado pela Amostra

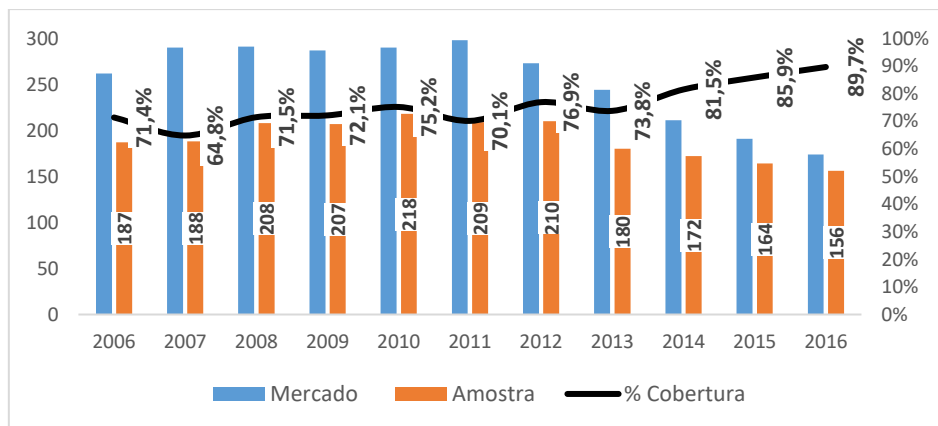


Fonte: Autor com base em dados estatísticos da APFIPP e na construção da Amostra.

Nota: os valores de suporte à figura e os cálculos da análise efetuada podem ser consultados no anexo 20.

Da figura acima, com base nos cálculos efetuados e pressupostos utilizados, a Amostra em estudo representa, em média, 82,5% do montante total de FIM em Portugal.

Figura 25 – Número de FIM em Portugal - Cobertura do Mercado pela Amostra



Fonte: Autor com base em dados estatísticos da APFIPP e na construção da Amostra.

Nota: os valores de suporte à figura e os cálculos da análise efetuada podem ser consultados no anexo 21.

De acordo com a figura acima, a Amostra em estudo representa, em média, 75,7% do número total de FIM em Portugal.

De forma a agregarmos a informação da Amostra, apresentamos na Tabela 1, por ano e por tipo de FIM, o montante e número de fundos (os dados utilizados no estudo são relativos ao final de cada ano):

Tabela 1 – Amostra – Desagregação por Tipo de FIM e por Ano de Análise: Número e Volume sob Gestão

ANO	Ações		Mistos		Monetário		Obrigações		Outros		TOTAL	
	Número de Fundos	Montante	Número de Fundos	Montante	Número de Fundos	Montante	Número de Fundos	Montante	Número de Fundos	Montante	Número de Fundos	Montante
2006	64	3043,7	43	4300,4	19	6661,0	50	11264,2	11	821,8	187	26091,2
2007	66	3371,8	47	4283,5	16	4118,7	48	7945,1	11	703,7	188	20422,8
2008	72	1224,7	52	2427,9	17	2545,9	51	3725,6	16	670,9	208	10595,0
2009	72	1729,5	58	4014,4	19	4581,4	44	2817,3	14	587,2	207	13729,8
2010	72	1728,0	61	3815,9	19	2077,5	52	2448,3	14	640,2	218	10709,9
2011	71	1247,0	61	2709,5	21	1197,9	44	1716,3	12	597,7	209	7468,3
2012	65	1156,2	64	2290,9	24	3597,2	46	2056,8	11	553,9	210	9654,9
2013	58	1135,0	60	1983,9	18	4502,8	36	2141,7	8	520,5	180	10283,9
2014	57	1156,1	51	2402,7	18	3888,0	38	2372,5	8	534,1	172	10353,4
2015	53	1206,7	54	3143,6	18	4397,5	32	1845,0	7	547,2	164	11140,0
2016	51	1182,7	50	3147,3	17	4139,1	31	1882,1	7	450,9	156	10802,1

Fonte: Autor com base em dados estatísticos da APFIPP e construção da Amostra. Montante em Milhões de Euros.

Da análise da Tabela 1 resultam os seguintes valores médios:

- “Ações” - apesar de uma elevada representatividade em número de fundos (33,4%) equivale, apenas, a 12,8% em montante (fundos que são, em média, de pequena dimensão);
- “Mistos” - representa 25,9% em montante e 28,8% em número de fundos;
- “Monetário” - assume-se com a maior representatividade em montante (30,4%), mas com apenas 9,9% em termos de número de fundos (evidenciado, por isso, um elevado montante sob gestão médio);
- “Obrigações” - com 25,7% em montante e 22,4% em número de fundos;
- “Outros” - com 5,1% em montante e 5,6% em número de fundos (tipo de fundo com menor representatividade quer em montante quer em número).

4.2.2 Definição e Descrição das Variáveis

4.2.2.1 Enquadramento das Variáveis Definidas

Relativamente à definição de cada variável, apresentamos abaixo a descrição de cada uma das mesmas e respetiva codificação efetuada (a Tabela 2, com o resumo com as unidades de referência, fontes de informação e pressupostos, poderá ser consultada no anexo 22):

- *Alpha* de Mercado (“**Alpha**”)

Representa o excesso de retorno (ajustado da taxa de juro sem risco) do FIM face ao seu índice de referência, calculado de acordo com a fórmula convencionada da *Morningstar Inc*³². Apesar de a literatura utilizar normalmente dados de excesso de retorno face a índices de referência com mais que um fator além do de mercado (Gil-Bazo et al., 2009; Keswani et al., 2017), de acordo com os dados disponíveis na fonte de informação utilizada, a variável “*Alpha*” é a do modelo de mercado³³.

- Desvio Padrão do Retorno (“**StdDev**”)

Representa o desvio padrão anualizado da rendibilidade do fundo, calculado com base nas rendibilidades mensais do ano em análise, de acordo com os dados disponibilizados pela *Morningstar Inc*.

- Idade (“**Age**”)

Diz respeito ao número de anos do FIM, desde o seu lançamento, no final de cada ano civil (convertido nas variáveis para regressão para uma base logarítmica).

- Montante sob gestão - FIM (“**Size**”)

O valor sob gestão do FIM no final de cada ano civil em estudo (convertido nas variáveis para regressão para uma base logarítmica).

- Montante sob gestão – Sociedade Gestora (“**Family Size**”)

Valor sob gestão da sociedade gestora do FIM (subtraído de “*Size*”) no final de cada ano civil em estudo (convertido nas variáveis para regressão para uma base logarítmica).

- Retorno Anual Líquido de Comissões (“**Ret**”)

Para a variável “*Ret*” foram utilizados os dados disponíveis na plataforma da *Morningstar*

³² Consultar a fórmula de base dos dados disponibilizados pela *Morningstar Inc* em: http://admainnew.morningstar.com/webhelp/MorningstarMPTStatistics_Methodology.pdf

³³ “*Jensen’s Alpha*” ou modelo de um fator.

Inc definidos como *Raw Return* (retorno líquido), a doze meses, no final de cada ano civil.

- Subscrições Líquidas (“**Flow**”)

Reflete o crescimento anual de cada FIM, expurgado do efeito do retorno líquido, de acordo com a Equação 3 (ver, por exemplo, Sirri & Tufano, 1998 e Keswani et al., 2017):

$$Flow_{(i,t)} = \frac{Size_{(i,t)} - [Size_{(i,t-1)} * (1 + Ret_{(i,t)})]}{Size_{(i,t-1)}} \quad 34, \quad (3)$$

Em que *Flow* reflete o crescimento do FIM no final de cada ano *t*, *Size*_(i,t) é o valor sob gestão do fundo no final de cada ano e *Ret*_(i,t) é o retorno líquido de comissões de cada ano.

- Tipo de Fundo (“**Type**”)

A definição do tipo de fundo foi efetuada da forma já explicitada neste trabalho (através da agregação em cinco tipologias: “Ações”, “Mistos”, “Monetário”, “Obrigações” e “Outros”). Tendo em conta que é uma variável qualitativa, a sua utilização foi efetuada através da criação e aplicação de uma variável *dummy*.

- *Total Expense Ratio* (“**TER**”)

Em Portugal, o artigo 69.º do Regulamento da CMVM n.º 2/2015 define o conceito de TEC (ver ponto 2.4 deste trabalho – a nível internacional a terminologia utilizada é “TER”). Nos estudos que serviram de base a esta investigação (por exemplo: Khorana et al., 2008 e Keswani et al., 2017), é somado a este rácio os custos relativos a comissões de subscrição e resgate, redefinindo o conceito de TER para *Total Shareholder Costs*.

Consultando este tipo de comissões no *site* da CMVM³⁵ (onde são disponibilizadas as comissões máximas aplicáveis em vigor e não as efetivas), verifica-se que apenas em cinco dos FIM da nossa Amostra estão previstos encargos de subscrição. Por este motivo, bem como pelas conclusões de um estudo da CMVM³⁶, não foram incluídas as comissões

³⁴ A equação (3) assume que o crescimento ocorre no final de cada ano, tendo em conta que não temos a informação do *timing* de cada subscrição. Sirri & Tufano (1998), revelaram que os resultados não são sensíveis ao *timing* de subscrições dentro de cada ano.

³⁵ Disponível em: http://web3.cmvm.pt/sdi/fundos/custos/custos_oic.cfm.

³⁶ Num estudo já referenciado (CMVM, 2002), são apresentadas rendibilidades acumuladas de 1995 a 2001 dos FIM de Ações em Portugal, antes e depois do efeito das comissões de subscrição e resgate, em que não houve alteração relativamente às posições das categorias definidas em termos de rendibilidade (o efeito da

de entrada e saída nesta variável.

4.2.2.2 Estatística Descritiva das Variáveis

Tendo em conta a definição das variáveis acima, as Tabelas 3 e 4, apresentadas de seguida, resumem as medidas de estatística descritiva das mesmas - na tabela 3, as medidas de tendência central (média aritmética, de dispersão, desvio padrão, valores mínimos e máximos) e, na tabela 4, a medida de associação (coeficiente de correlação):

Relativamente à Tabela 3, os dados estão agregados por tipo de fundo de investimento de acordo com as cinco tipologias (“Ações”, “Mistos”, “Monetário”, “Obrigações” e “Outros”) anteriormente definidas:

Tabela 3 – Variáveis – Medidas de Tendência Central e de Dispersão

Tipo de Fundo	Medida Descritiva	Age	Alpha	Family Size *	Flow *	Ret	Size *	Std Dev	TER
Ações	Média	12,06	-7,89%	1571,05	-1,32	2,02%	25,9	15,91%	1,94%
	Desvio Padrão	5,73	17,73%	1376,49	13,92	22,65%	38,4	6,76%	0,50%
	Mínimo	1,03	-158,91%	0	-112,61	-75,48%	0,0	2,08%	0,97%
	Máximo	28,52	43,56%	5661	102,38	73,61%	318,1	46,20%	3,55%
	Número de Observações	701	701	701	701	701	701	701	701
Mistos	Média	9,28	-6,64%	1111,14	-2,15	1,45%	57,4	7,01%	1,55%
	Desvio Padrão	5,91	11,54%	1245,05	47,50	12,60%	120,1	4,99%	0,82%
	Mínimo	1,08	-53,53%	0	-394,81	-54,89%	0,2	0,11%	0,29%
	Máximo	27,02	42,35%	5661	363,57	66,46%	932,4	35,97%	9,26%
	Número de Observações	601	601	601	601	601	601	601	601
Monetário	Média	10,66	-4,17%	1077,46	-11,30	1,35%	202,5	0,63%	0,61%
	Desvio Padrão	6,64	9,27%	1186,73	166,28	2,26%	280,9	1,18%	0,27%
	Mínimo	1,23	-28,64%	0	-661,55	-16,03%	0,5	0,00%	0,11%
	Máximo	25,58	14,69%	5154	609,10	9,66%	1591,1	12,31%	1,53%
	Número de Observações	206	206	206	206	206	206	206	206
Obrigações	Média	12,34	-3,69%	1441,96	-18,97	1,67%	85,2	3,27%	0,95%
	Desvio Padrão	6,58	10,14%	1341,69	72,99	6,90%	179,0	2,97%	0,35%
	Mínimo	1,00	-32,66%	0,10	-650,40	-23,68%	0,1	0,01%	0,22%
	Máximo	27,44	23,46%	5637,21	244,88	35,22%	1522,0	24,08%	4,19%
	Número de Observações	472	472	472	472	472	472	472	472
Outros	Média	5,49	-5,16%	2092,13	1,19	-0,95%	55,7	4,94%	1,86%
	Desvio Padrão	3,03	12,91%	1429,17	21,67	10,32%	68,5	5,77%	0,94%
	Mínimo	1,03	-44,27%	22	-71,58	-52,67%	1,5	0,02%	0,16%
	Máximo	12,62	17,93%	5426	99,50	18,98%	273,1	49,62%	4,16%
	Número de Observações	119	119	119	119	119	119	119	119

* Milhões de Euros

Fonte: Autor com base em dados estatísticos da APFIPP e Morningstar Inc.

introdução deste tipo de comissões, apenas se considerou relevante em doze fundos de investimento de Poupança Ações - ver Figura 3 para consultar este tipo de FIM).

Efetuada a análise às medidas descritivas por tipo de fundo, destacamos:

- “Ações” - é a tipologia com maior retorno médio, assim como em termos de volatilidade e comissionamento associado, sendo, no entanto, em termos de dimensão e retornos face a índices de referência, a que menor valor sob gestão e rendibilidades (face aos seus índices de referência) apresenta por fundo;
- “Mistos” - é a terceira melhor tipologia em termos de retorno médio, mas, também, a terceira com maior valor de custos associados. É a segunda com maior volatilidade associada a esse retorno e em termos de piores resultados face aos seus índices de referência;
- “Monetário” - é o que maior valor médio apresenta em termos de volume sob gestão por fundo e o que menos custos associados revela. Adicionalmente, o segundo pior em termos de retorno médio e o que menor volatilidade apresenta.
- “Obrigações” - apresenta-se como a segunda tipologia com: maior valor médio de ativos por fundo, menores custos associados para a sua gestão e com maior retorno. Em termos de valorização é a melhor face aos seus índices de referência;
- “Outros” - é segunda tipologia com maiores custos associados à sua gestão e a que piores retornos médios apresenta.

De forma a analisarmos o grau de associação entre as diferentes variáveis, apresentamos o coeficiente de correlação entre as mesmas conforme Tabela 4 abaixo:

Tabela 4 – Variáveis – Coeficiente de Correlação

Variável	Age	Alpha	Family Size	Flow	Ret	Size	Std Dev	TER
Age	1							
Alpha	-0,14	1						
Family Size	0,10	0,21	1					
Flows	-0,06	-0,04	-0,01	1				
Ret	0,04	0,43	0,11	0,08	1			
Size	0,03	0,12	0,27	-0,03	0,02	1		
Std Dev	0,11	-0,18	-0,02	0,03	-0,21	-0,26	1	
TER	0,00	-0,09	0,10	0,07	0,04	-0,21	0,48	1

Fonte: Autor com base em dados estatísticos da APFIPP e *Morningstar Inc.*

Da Tabela 4, com exceção³⁷ do valor de 0,48 entre “*Std Dev*” e “*TER*” - em que fundos com maior desvio nos seus retornos face à média (volatilidade) relacionam positivamente com opções de investimento com custos associados mais elevados³⁸-, verifica-se que os valores entre as restantes variáveis, por apresentarem correlações baixas, não são reveladores de limitações para a sua introdução conjunta no nosso modelo de estudo.

4.2.3 Metodologia Utilizada

Tendo em conta o objetivo central desta investigação - caracterização da relação entre o desempenho e o nível de custos associados aos FIM portugueses -, dividimos o nosso estudo em dois modelos base. Em ambos, assumimos que a *performance* e o preço num determinado momento *t* resultam de função linear base entre as características intrínsecas dos mesmos.

Adicionalmente, com recurso a regressões lineares múltiplas, o presente estudo é efetuado com um modelo controlado pelo efeito de mercado em cada ano (“*Year*” *fixed effects*), pelo tipo de FIM (“*Type*” *fixed effects*), bem como pelo comportamento específico de cada FIM (*cluster* por FIM).

Assim, subdividindo a análise através desses dois modelos, apresentamos abaixo as variáveis, pressupostos e equações definidas em cada um dos mesmos:

- **Modelo de Análise de *Performance***

Assente na *performance* dos FIM³⁹, foram definidas para a construção do modelo as variáveis dependentes “*Ret*” e “*Alpha*”, bem como as variáveis explicativas “*TER*” e de controlo “*Ret*”, “*Flow*”, “*Size*”, “*Family Size*”, “*StdDev*”, “*Age*” e “*Alpha*” (estas últimas utilizadas com *lag* de 1 ano, ou seja, relativas à observação do ano anterior), donde resultam as seguintes equações:

$$"Ret"_{i,t} = a + b_{i,t} * "TER"_{i,(t-1)} + c_{i,t} * \text{variáveis controlo}_{i,(t-1)} + \varepsilon_{i,t}, \quad (4)$$

³⁷ As variáveis “*Alpha*” e “*Ret*” são utilizadas em separado nas regressões lineares efetuadas.

³⁸ Podemos, por exemplo, verificar nas medidas descritivas da Tabela 3 em que “*Ações*” são o tipo de fundo com valores mais elevados em termos de volatilidade (média de 15,91%) e comissionamento (1,94%).

³⁹ A análise gráfica das variáveis “*Ret*” e “*Alpha*”, relativa aos seus valores médios globais e por tipo de FIM, poderá ser consultada no anexo 23.

$$"Alpha"_{i,t} = a + b_{i,t} * "TER"_{i,(t-1)} + c_{i,t} * \text{variáveis controlo}_{i,(t-1)} + \varepsilon_{i,t}, \quad (5)$$

Em que i representa o FIM e t diz respeito ao final de cada ano. O controlo do efeito do *timing* de mercado e do tipo de FIM é efetuado através de “*Year*” e “*Type*” *fixed effects* e os *p-value* são heteroscedasticamente robustos com *cluster* por FIM.

- **Modelo de Análise de Preço**

Relativamente à análise do Preço dos FIM⁴⁰, explicada neste modelo pela variável “*TER*” como variável dependente, e em que as variáveis explicativas “*Ret*”, “*Alpha*” e de controlo (“*Flow*”, “*Size*”, “*Family Size*”, “*Std Dev*”, “*Age*” e “*Alpha*”) são igualmente tratadas com *lag* de 1 ano, resultam as seguintes equações:

$$"TER"_{i,t} = a + b_{i,t} * "Ret"_{i,(t-1)} + c_{i,t} * \text{variáveis controlo}_{i,(t-1)} + \varepsilon_{i,t}, \quad (6)$$

$$"TER"_{i,t} = a + b_{i,t} * "Alpha"_{i,(t-1)} + c_{i,t} * \text{variáveis controlo}_{i,(t-1)} + \varepsilon_{i,t}, \quad (7)$$

Em que i representa o FIM e t diz respeito ao final de cada ano. À semelhança da análise da *performance*, o controlo do efeito do *timing* de mercado e do tipo de FIM é efetuado através de “*Year*” e “*Type*” *fixed effects* e os *p-value* são heteroscedasticamente robustos com *cluster* por FIM.

4.3 Resultados da Análise da *Performance* dos FIM

Relativamente ao modelo proposto na análise da *performance* e de acordo com as Fórmulas (4) e (5), a Tabela 5 abaixo apresentada espelha os resultados das regressões efetuadas⁴¹.

Adicionalmente, tendo em conta o objetivo de efetuar uma análise complementar por tipo

⁴⁰ A análise gráfica da variável “*TER*”, relativa aos seus valores médios globais e por tipo de FIM, poderá ser consultada no anexo 24.

⁴¹ Dada a correlação identificada entre as variáveis “*TER*” e “*StdDev*” na Tabela 4, foi testado o modelo com a exclusão de “*StdDev*”. Tendo em conta que o coeficiente de determinação se manteve praticamente inalterado e que, entre a coluna (3) e (6), os coeficientes para as diferentes variáveis mantiveram o sinal e a sua relevância estatística - com exceção de “*Age*” e “*Alpha*” na coluna (6) passarem a revelar significância (respetivamente, coeficiente de 0.011* e 0.0458*) -, mantivemos o nosso modelo base.

de FIM com base na mesma metodologia, remetemos para o anexo 25 (Tabela 6) os resultados isolados por essa segmentação.

Tabela 5 – Regressões à *Performance* dos FIM

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Ret</i>			<i>Alpha</i>		
<i>Ret</i>	-0.2834*** (0.021)	-0.2186*** (0.025)	-0.2181*** (0.025)			
<i>TER</i>	-1.4007*** (0.525)	-0.9091* (0.474)	-0.4540 (0.532)	-1.1225*** (0.416)	-0.8345** (0.368)	-0.3577 (0.418)
<i>Flow</i>	0.0320*** (0.006)	0.0059 (0.004)	0.0053 (0.004)	-0.0011 (0.004)	0.0125*** (0.003)	0.0123*** (0.003)
<i>Size</i>	-0.0146*** (0.004)	-0.0113*** (0.004)	-0.0110*** (0.004)	-0.0035 (0.004)	-0.0060** (0.003)	-0.0066** (0.003)
<i>Family Size</i>	0.0038 (0.007)	0.0120* (0.006)	0.0128** (0.006)	0.0185*** (0.004)	0.0085** (0.003)	0.0092*** (0.003)
<i>Std Dev</i>	0.1175** (0.055)	-0.0060 (0.047)	0.0090 (0.071)	-0.1633*** (0.045)	-0.2370*** (0.040)	-0.1662*** (0.060)
<i>Age</i>	0.0306*** (0.008)	0.0156** (0.008)	0.0106 (0.008)	-0.0193*** (0.007)	-0.0053 (0.006)	-0.0080 (0.006)
<i>Alpha</i>				0.3347*** (0.017)	0.0254 (0.026)	0.0288 (0.025)
N.º de Observações	1,794	1,794	1,794	1,794	1,794	1,794
R2 Ajustado	0.118	0.458	0.458	0.170	0.539	0.540
<i>Year Fixed Effects</i>	Não	Sim	Sim	Não	Sim	Sim
<i>Type Fixed Effects</i>	Não	Não	Sim	Não	Não	Sim

Nota: p-value com cluster por fundo em que *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1 representam, respetivamente, níveis de significância de 1%, 5% e 10%. Erro-Padrão de cada variável entre parênteses.

Fonte: Autor com base em dados estatísticos da APFIPP e *Morningstar Inc.*

Da tabela acima, as colunas (1) a (3) dizem respeito à variável “*Ret*” e (4) a (6) à variável “*Alpha*”, organizadas da seguinte forma: i) as colunas (1) e (4) resumem os resultados das regressões com todas as variáveis controlo apresentadas; ii) as colunas (2) e (5) acrescentam “*Year*” *fixed effects*; iii) as colunas (3) e (6), além do efeito temporal, acrescentam “*Type*” *fixed effects*.

Tendo em conta a análise dos resultados, encontramos uma relação negativa entre *Performance* (“*Ret*” e “*Alpha*”) e Preço (“*TER*”). Esta relação negativa é transversal a qualquer dos resultados apresentados (quer em retorno, quer em rentabilidade face ao índice de referência), sendo que, no entanto, perde a significância estatística (com exceção de “*Mistos*”) com a introdução do *fixed effects* por tipo de FIM.

Embora de forma intuitiva se possa associar uma melhor *performance* a um preço mais elevado para a gestão de um *portfólio*, com o nosso modelo observamos o oposto. De facto, esta observação está em linha com os resultados de Gruber (1996) - o qual relaciona

os fundos com custos mais elevados a *performance* inferior -, de Carhart (1997) - que identifica fundos com pior desempenho líquido de comissões aos de maiores custos associados - e de Gil-Bazo et al. (2009) - que obteve resultados similares, mas numa análise com o desempenho antes de comissões.

Especificamente sobre os efeitos da *performance* passada (“ $Ret_{(t-1)}$ ” e “ $Alpha_{(t-1)}$ ”), enunciamos a falta de persistência da mesma, na medida em que o desempenho passado não influencia positivamente o futuro. Justificamos esta referência dada a relação negativa em termos de retorno passado (significante em “Ações” na análise isolada) e por, apesar de coeficiente positivo, não ter significância⁴² em termos de “*Alpha*”. Apesar de bastantes evidências demonstradas a este nível (por exemplo, nos EUA, por Carhart, 1997), os nossos resultados a nível do retorno passado dos FIM portugueses coincidem com os resultados de Otten & Bams (2002), num estudo a nível europeu em que apenas fundos do Reino Unido revelaram persistência de *performance*.

Relacionando como as subscrições passadas (“*Flow*”) e conseqüente entrada de liquidez no fundo impactam com a *performance* no ano seguinte, evidencia-se uma relação positiva quer em retorno⁴³, quer em *alpha* (para “Ações”, “Obrigações” e “Mistos”). Não obstante as devidas reservas dado a frequência das nossas observações serem anuais, os resultados estão em linha com os de Gruber (1996) e respetivo conceito de “*smart money*” - que reconhece a capacidade do investidor selecionar fundos que apresentam melhor desempenho a título futuro -, bem como com um estudo recente específico do mercado português de Lobão & Oliveira (2017), com a mesma evidência.

Em termos de dimensão, temos um resultado conjunto em que “*Size*” prejudica a *performance* do FIM e, em sentido contrário, “*Family Size*” aumenta o seu desempenho⁴⁴. Relativamente à variável “*Size*” enunciamos a hipótese já evidenciada pela literatura de, à medida que o fundo vai aumentando o seu volume sob gestão, surgirem problemas associados à gestão eficiente da liquidez proveniente das subscrições (resultado conjunto em linha com a investigação de Chen, Hong, Huang & Kubik, 2004 e Ferreira et al.,

⁴² Na análise isolada por tipo de FIM, o coeficiente positivo mantém-se e com significância estatística em “Obrigações”, “Mistos” e “Outros”, indiciando por isso consistência em termos “*Alpha*”.

⁴³ Apesar de, com *Year* e *Type fixed effects*, apenas significante em “*Alpha*”, na análise isolada por tipo de FIM, “Ações”, “Obrigações” e “Mistos”, a relação positiva mantém-se também em “*Ret*”.

⁴⁴ Na análise por tipo de FIM, este resultado conjunto é consistente para “Obrigações” e “Ações”.

2012). Tendo em conta a evidência do nosso modelo, em que fundos com melhor *performance* são associados às maiores sociedades gestoras, enunciamos, em consonância com os resultados e conclusões de Ferreira et al. (2012), a existência de possíveis economias de escala, por exemplo, em despesas relativas a *research*, administrativas, e de partilha de recursos humanos e especialistas.

No que diz respeito à volatilidade associada aos FIM, tendo em conta os coeficientes obtidos serem contrários na análise por “*Ret*” e “*Alpha*”, e onde apenas conseguimos relevância estatística na relação negativa entre risco e capacidade de retornos face ao índice de referência⁴⁵, o modelo não é totalmente explicativo da relação entre *performance* e risco.

Analisando a antiguidade do fundo de investimento, poderemos referir que um fundo com maior idade, dada a experiência acumulada e histórico, tenderá a apresentar melhor desempenho. Igualmente, um fundo recente, com o objetivo de atrair *inflows* e pela preocupação de garantir um primeiro historial interessante para os potenciais investidores, também tenderá a potenciar a sua *performance*. No nosso modelo, ao detetarmos uma relação negativa entre a antiguidade e retorno, uma relação positiva entre antiguidade e rendibilidade face ao *benchmark* (contrárias) e ao incluirmos *fixed effects* os resultados obtidos não serem estatisticamente relevantes, não nos é verificável uma relação específica a este nível – ao contrário dos resultados de Ferreira et al. (2012) que evidenciam uma melhor *performance* dos fundos mais recentes, numa amostra de fundos fora dos EUA.

4.4 Resultados da Análise do Preço dos FIM

Relativamente à análise do Preço dos FIM⁴⁶ (explicada neste modelo pela variável “*TER*” como variável dependente) e de forma similar à análise da *performance*, a Tabela 7 apresentada abaixo espelha os resultados obtidos.

Adicionalmente, tendo em conta do objetivo de efetuar uma análise complementar por tipo de FIM com base na mesma metodologia, remetemos para o anexo 24 (Tabela 8) os

⁴⁵ Na análise por tipo de FIM captamos uma relação negativa relevante estatisticamente para “*Ações*”.

resultados isolados por essa segmentação.

Tabela 7 – Regressões ao Preço dos FIM

Variáveis	TER					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>RET</i>	-0.0013*** (0.000)	-0.0012 (0.001)	-0.0015** (0.001)			
<i>Flow</i>	-0.0003* (0.000)	-0.0004** (0.000)	-0.0003* (0.000)	-0.0003* (0.000)	-0.0003** (0.000)	-0.0003** (0.000)
<i>Size</i>	-0.0003*** (0.000)	-0.0003*** (0.000)	-0.0002* (0.000)	-0.0003** (0.000)	-0.0003*** (0.000)	-0.0003*** (0.000)
<i>Family Syze</i>	0.0000 (0.000)	0.0001 (0.000)	0.0000 (0.000)	0.0001 (0.000)	0.0001 (0.000)	0.0001 (0.000)
<i>Std Dev</i>	0.0066*** (0.001)	0.0065*** (0.001)	0.0029* (0.001)	0.0073*** (0.001)	0.0061*** (0.001)	0.0061*** (0.001)
<i>Age</i>	0.0001 (0.000)	-0.0000 (0.000)	0.0002 (0.000)	-0.0000 (0.000)	-0.0001 (0.000)	-0.0001 (0.000)
<i>Alpha</i>				-0.0018*** (0.001)	-0.0022** (0.001)	-0.0022** (0.001)
N.º de Observações	1,794	1,794	1,794	1,794	1,794	1,794
R2 Ajustado	0.839	0.842	0.845	0.839	0.842	0.842
<i>Year Fixed Effects</i>	Não	Sim	Sim	Não	Sim	Sim
<i>Type Fixed Effects</i>	Não	Não	Sim	Não	Não	Sim

Nota: p-value com cluster por fundo em que *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1 representam, respetivamente, níveis de significância de 1%, 5% e 10%. Erro-Padrão de cada variável entre parênteses.

Fonte: Autor com base em dados estatísticos da APFIPP e *Morningstar Inc.*

Da tabela acima, as colunas (1) a (6) dizem respeito à variável “TER”, organizadas da seguinte forma: as colunas (1) e (4) resumem os resultados das regressões com todas as variáveis controlo apresentadas⁴⁷; as colunas (2) e (6) acrescentam “*Year*” *fixed effects* e, por último, as colunas (3) e (6) acrescentam “*Type*” *fixed effects*.

Em consonância com os resultados apresentados na análise à *performance*, detetamos uma relação negativa (em linha com Gil-Bazo et al., 2009 num estudo específico de fundos de ações) em termos de desempenho (quer por “*Ret*” quer por “*Alpha*”) e comissionamento associado aos FIM, mantendo-se ainda essa relação na análise isolada por tipo de FIM apresentada na tabela 8⁴⁸. Desta relação negativa, concluímos que apesar de um fundo ter níveis de *performance* superiores, tal não leva a um ajustamento positivo do seu nível de custos fixos.

⁴⁷ Tendo em conta que “*Ret*” e “*Alpha*” são ambas variáveis para aferir a *performance*, e por isso com correlação positiva de 0,43 conforme apresentado na Tabela 4, as mesmas foram utilizadas em separado.

⁴⁸ Apenas com significância estatística em “Outros”.

Relativamente às subscrições efetuadas nos FIM portugueses (“*Flows*”), encontramos, em qualquer dos resultados⁴⁹, uma relação negativa entre estas e o nível de comissionamento. Tal relação afigura-se consistente, em linha com a evidência demonstrada por Barber et al. (2005), com a premissa de que comissões mais elevadas resultam num menor interesse por parte dos investidores dado que estes são bastante sensíveis ao comissionamento dos fundos de investimento.

Tendo em conta a dimensão do FIM (“*Size*”), em qualquer dos resultados acima evidencia-se uma relação negativa entre esta e o seu nível de custos (na análise isolada por tipo de FIM, com significância em “Obrigações”). Estes resultados estão relacionados com Keswani et al. (2017), especificamente para países com mais competição na sua indústria, com evidências de que à medida que o fundo cresce em volume tende a diminuir o seu comissionamento.

Já relativamente ao tamanho da sua sociedade gestora (“*Family Size*”), o nosso modelo apresenta coeficientes residuais (e apenas com significância estatística em “Mistos”) que não permitem sustentar conclusões.

Quanto à relação entre a volatilidade (“*StdDev*”) das carteiras de investimento e o “TER”, em que é expectável que mais risco leve a maior gestão ativa por parte do gestor - e, por isso, mais custos associados (Keswani et al., 2017) -, além da elevada correlação positiva entre estas variáveis (Tabela 4), concluímos também acerca da existência da relação positiva com base neste modelo (significativa em “Mistos” e “Outros”).

No que diz respeito ao nível de antiguidade do FIM (“*Age*”), com base no nosso modelo global não nos é identificável uma evidência específica desta relação – exceção feita para “Monetário” que, na análise isolada por tipo de FIM, evidencia que fundos mais antigos têm um incremento na sua estrutura de custos.

⁴⁹ Com significância estatística em “Ações”.

4.5 Síntese dos Resultados obtidos

Uma vez que para a prossecução do objetivo principal desta investigação (que consistia em captar a relação entre *performance* e preço dos FIM portugueses e o seu nível de interação com as variáveis de controlo) foram utilizados dois modelos distintos, a Tabela 9 abaixo espelha uma matriz síntese dos resultados obtidos nos mesmos.

Tabela 9 – Matriz Síntese de Resultados

Variáveis	<i>Performance</i>				Preço			
	<i>Ret</i>		<i>Alpha</i>		<i>Ret</i>		<i>Alpha</i>	
<i>Ret</i>	-	-			-	-		
<i>TER</i>	-	-	-	-				
<i>Flow</i>	+	+	+	+	-	-	-	-
<i>Size</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Family Size</i>	+	+	+	+	+	=	+	+
<i>Std Dev</i>	-	+	-	-	+	+	+	+
<i>Age</i>	+	+	-	-	-	+	-	-
<i>Alpha</i>			+	+			-	-
<i>Year Fixed Effects</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Type Fixed Effects</i>	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim

Nota: (+) = relação positiva e (-) = relação negativa. Resultados sombreados a verde têm significância estatística e a cinzento não se aplicam.

Fonte: Autor com base em dados estatísticos da APFIPP e *Morningstar Inc.*

Com efeito, de acordo com a síntese de resultados na Tabela 9, evidenciamos:

- A relação negativa existente entre *performance* e preço. O aumento dos custos está associado a uma diminuição do desempenho dos FIM portugueses, assim como fundos com melhor desempenho não refletem um preço mais elevado;
- A falta de um padrão em termos de persistência do desempenho dos FIM. Os resultados com significância estatística sinalizam-nos a irregularidade em termos de *performance* (o nível de desempenho não é constante ao longo dos anos);
- As subscrições líquidas evidenciam o conceito de “*smart money*” e uma maior procura por FIM com menores comissões;
- Os FIM de maior dimensão não revelam maior *performance* apesar de terem uma relação negativa com o comissionamento;
- As sociedades gestoras de maior dimensão influenciam positivamente a

performance dos FIM que têm sob gestão;

- O maior nível de risco dos FIM (volatilidade) exige um maior custo, mas não evidencia uma melhor *performance* (essencialmente em retorno adicional);
- O nível de antiguidade dos FIM não apresenta um impacto específico em termos de *performance* ou preço.

Conclusão

A gestão de ativos, vista neste estudo como a gestão profissional de títulos ou valores mobiliários e outros instrumentos financeiros, resulta de uma decisão de intermediação e estabelecimento de uma relação tripartida - entre investidores, gestores de ativos financeiros e o próprio sistema financeiro -, que assume uma das suas principais disciplinas na construção de portfólios através de fundos de investimento.

Constituindo a indústria de fundos de investimento uma fonte vital para a relação acima referida, o primeiro objetivo do presente estudo, após uma revisão dos conceitos gerais associados aos fundos de investimento, centrou-se na análise da sua evolução - através da construção de uma base de dados sob diferentes variáveis -, partindo duma base internacional e europeia, para depois efetuar a comparação com a realidade portuguesa.

A nível internacional e no nosso último ano de análise (2016), os EUA representam mais de metade do total de montante gerido no mundo (52,6%), seguido por Europa (35%), grupo Ásia Pacífico (12,4%) e África (0,4%), sendo que o volume sob gestão em todas estas diferentes geografias mais que duplicou nos últimos dez anos.

No período que serviu de base a este trabalho (2006 a 2016), concluímos dinâmicas contrárias entre a realidade portuguesa (com elevados decréscimos transversais a diferentes anos) e a internacional (assistindo-se a uma forte recuperação após a crise de 2007 e 2008) que justificamos através das seguintes conclusões.

Em montante sob gestão e número de fundos, enquanto que a nível internacional assistimos a um crescimento médio anual de, respetivamente, 7,9% e 5,4%, em Portugal os valores foram negativos em 8,4% e 3,7% (estes últimos em linha com um decréscimo de 6,2% em número de participantes nos FIM portugueses). Estas diferenças podem ser explicadas pela enorme representação que a gestão discricionária de carteiras tem em Portugal (80,3%) em contraponto com o caso Europeu (48,9%).

Contrariamente ao verificado na indústria internacional, em que “Ações” assume maior destaque em volume sob gestão (42,1%), no caso português esta categoria tem menor expressão (10,6%) na medida em que “Obrigações” e “Monetário” representam cerca de

metade do mercado de FIM.

Adicionalmente, sobre o caso específico português, concluímos que o mercado é altamente concentrado na medida em que as cinco maiores sociedades gestoras representam 85,9% do mesmo.

Em cumprimento do segundo objetivo do nosso trabalho, designadamente no estudo da relação entre a *performance* (neste estudo vista como o retorno e a *alpha*) e o preço (utilizando para esse efeito, o TER) dos FIM portugueses, em que assumimos que a *performance* e o preço num determinado momento t , resultam de função linear base entre as características intrínsecas dos mesmos, concluímos pela sua relação negativa.

Para o efeito, através de um modelo para análise da *performance* e outro para análise do preço (assentes em quatro equações base), detetámos, para além da relação negativa acima referida, diferentes interações entre as variáveis utilizadas e reconhecidas pela literatura como explicativas desta relação.

Primeiramente, reiteramos, através do nosso modelo, que o aumento dos custos está associado a uma diminuição do desempenho dos FIM portugueses, sendo que fundos com melhor desempenho não refletem um preço mais elevado. Em termos de *performance*, verificámos ainda a falta de um padrão na sua persistência pelos diferentes anos.

Da interação com as diferentes variáveis utilizadas, as subscrições líquidas evidenciaram o conceito de “*smart money*” e uma maior procura por FIM com menores comissões; o maior nível de risco exige um custo mais elevado, mas não evidencia uma melhor *performance* em termos de *alpha*; os FIM de maior dimensão não revelam maior *performance* (apesar de um nível de custo inferior) e as sociedades gestoras de maior dimensão influenciam positivamente a *performance* dos seus veículos sob gestão. Adicionalmente, o nível de antiguidade dos FIM não revelou um impacto específico em termos de *performance* ou preço.

Finalmente, importa reconhecer que no estudo efetuado por tipo de FIM, uma diferente segmentação a este nível (por exemplo, através de estilos e mercados alvo dos mesmos) poderia complementar a análise efetuada. Por outro lado, o recurso a diferentes efeitos

temporais, bem como a utilização de uma base de observações menor (por exemplo, mensal) poderão ser fatores adicionais a contemplar em futuras investigações.

Bibliografia

Referências bibliográficas

Barber, B., Odean, T., & Zeng, L. (2005). *Out of sight, out of mind: The effects of expenses on mutual funds flows*. **Journal of Business**. Vol. 78. 1. 2095-2119.

Bengtsson, E., & Delbecquer, B. (2011). *Revisiting the European asset management industry*. **New York University Salomon Center and Wiley Periodicals, Inc.** 163-90.

Bernstein, P. J., & Rojas, S. J. (1994). *The world of mutual funds*. **Journal of Accountancy**. 44-51.

Carhart, M. M. (1997). *On the persistence in mutual fund performance*. **Journal of Finance**. 52. 57-82.

Chen, J., Hong, H., Huang, M., & Kubik, J. (2004). *Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance? The Role of Liquidity and Organization*. **Economics Faculty Scholarship Paper**. 105

Costanzo, G. L. (2011). *The contribution of the asset management industry to long-term growth*. **OECD Journal: Financial Market Trends**. 87-96.

Cumming, D., Schwenbacher, A., & Zhan, F. (2015). *The scope of international mutual fund outsourcing: Fees, performance and risk*. **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money**. 38. 185-189.

Drago, D., Lazzari, V., & Navone, M. (2010). *Mutual funds incentive fees: Determinants and effects*. **Financial Management**. 365-392.

Ferreira, M. A., Keswani, A., Miguel, A. F., & Ramos S. B. (2012). *The determinants of mutual fund performance: A cross-country study*. **Oxford University Press**. 1-43.

Garyn-Tal, S. (2013). *Mutual fund fees and performance: New insights*. **Journal of Economics & Finance**. 39. 454-477.

Gil-Bazo, J., & Ruiz-Verdu, P. (2009). *The relation between price and performance in mutual fund industry*. **Journal of Finance**. 64. 2153-2183.

Gruber, M., (1996). *Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds*. **Journal of Finance**. 52. 783-810.

Houge, T., & Wellman, J. (2007). *The use and abuse of mutual fund expenses*. **Journal of Business Ethics**. 70. 23-32.

Keswani, A., Miguel, A. F., & Ramos, S. B. (2017). *Mutual fund size versus fees: When big boys become bad boys*. **Working Paper**.

Khorana, A., Servaes, H., & Tufano, P. (2005). *Explaining the size of the mutual fund industry around the world*. **Journal of Financial Economics**. 78. 144-85.

Khorana, A., Servaes, H., & Tufano, P. (2008). *Mutual fund fees around the world*. **Oxford University Press**. 1279-1310.

Leite, P., Cortez, M. C. & Armada, M. R. (2009). *Measuring fund performance using multi-factor models: Evidence for the Portuguese market*. **International Journal of Business**. 14(3). 175-98.

Lobão, J., & Oliveira, M. (2017). *O efeito de smart money nos fundos de investimento: O caso português*. **Nova Economia – Universidade Geral de Minas Gerais**. 27. (241-270)

Mansor, F., Bhatti, M. I., & Ariff, M. (2015). *New evidence on the impact of fees on mutual fund performance of two types of funds*. **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money**. Vol. 35. 102-15.

Otten, R., & Bams, D. (2002). *European mutual fund performance*. **European Financial Management**. 8. 75–101.

Ramos, S. B. (2009). *The size and structure of the world mutual fund industry*. **European Financial Management**. Vol. 15. 1. 145–80.

Romacho, J. C., & Cortez, M. C. (2005). *Timing and selectivity in Portuguese mutual fund performance*. **Journal of Empirical Finance**. 249–73.

Sharpe, W. F., (1966). *Mutual fund performance*. **Journal of Business**. 39. 119-138.

Sirri, E. R., & Tufano, P. (1998). *Costly search and mutual fund flows*. **Journal of Finance**. 53. 1589-1622.

Vysniauskas, P., & Rutkauskas, A. V. (2014). *Performance evaluation of investment (mutual) funds*. **VGTU Press**. 398-407.

Walter, I. (1999). *The asset management industry in Europe: competitive structure and performance under EMU*. **Oxford University Press**.

Wright, S. (2015). *Asset managers and outsourced activities: What other industries can learn*. **Journal of Securities Operations & Custody**. Vol. 7. Number 3. 196-203.

Teses:

Gomes, G. (2010). *Caracterização da evolução da indústria de fundos: investimento mobiliário em Portugal*. Lisboa. ISCTE Instituto Universitário de Lisboa. Projeto de Mestrado em Finanças.

Santos, S. (2010). *O fundo de investimento mobiliário como instrumento de eficiência fiscal na gestão de carteiras de investidores particulares*. Lisboa. ISCTE Instituto Universitário de Lisboa. Projeto de Mestrado em Contabilidade.

Tsap, K. (2016). *A gestão de ativos em Portugal: o impacto da crise financeira nas políticas de investimento*. Lisboa. Instituto Politécnico de Lisboa. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Análise Financeira.

Publicações Institucionais:

CMVM. (2002). *Estudo sobre a indústria de fundos de investimento em Portugal*.

CMVM. (2009). *A volatilidade histórica enquanto indicador de risco nos fundos de investimento*. Estudo CMVM n.º 4.

CMVM. (2011). *Guia do investidor – fundos de investimento*. 54-66.

CMVM. (2012). *Os fundos de investimento*.

EFAMA. (2015). *Asset management in Europe: An overview of the asset management industry with a special focus on capital markets union*. 8th Annual Review.

Mckinsey & Company. (2014). *After a stellar year, time for Europe to be bolder? Global asset management in 2013*.

Legislação e Regulamentos

Decreto-lei 252/2003 de 17 de outubro de 2003, Diário da República n.º 24 Série I-A. Disponível em: <https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/legislacoes/dl252ano2003c.PDF>. Consultado em 04/2017.

Decreto-Lei n.º 63-A/2013 de 10 de maio de 2013, Diário da República N.º 90 1.ª série. Disponível em: <https://dre.pt/application/dir/pdf1sdip/2013/05/09001/0000200060.pdf>. Consultado em 04/2017.

Diretiva 85/611/CCE de 20 de dezembro de 1985, Conselho das Comunidades Europeias. Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legalcontent/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32001L0107&from=EN>. Consultado em 04/2017.

Diretiva 2001/67/UE de 21 de janeiro de 2002, Parlamento Europeu e do Conselho. Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32001L0107&from=EN>. Consultado em 04/2017.

Diretiva 2004/39/CE de 21 de abril de 2004, Parlamento Europeu e do Conselho. Disponível em: http://ec.europa.eu/finance/securities/isd/index_en.htm. Consultado em 12/2016.

Diretiva 2009/65/UE de 13 de julho de 2009, Parlamento Europeu e do Conselho. Disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/ucitsdirective/directive_2009_65_en.pdf. Consultado em 04/2017.

Diretiva 2011/61/UE de 8 de junho de 2011, Parlamento Europeu e do Conselho.

Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legalcontent/EN/TXT/?uri=CELEX:32011L0061>. Consultado em 12/2016.

Diretiva 2014/91/UE de 23 de julho de 2014, Parlamento Europeu e do Conselho.

Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A3014L0091>. Consultado em 12/2016.

Lei n.º 16/2015 de 24 de fevereiro. Instituto de Valores Mobiliários.

Disponível em: http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/legislacao/pdfs/1426263300lei_16_2015_formatada_rjoicvm.pdf. Consultado em 12/2016.

Investment Company Act of 1940, Securities and Exchange Commission.

Disponível em: <https://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf>. Consultado em 12/2016.

Regulamento n.º 2/2015, Comissão de Mercado de Valores Mobiliários.

Disponível em: http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Reg2015_2.aspx?v=. Consultado em 12/2016.

Web sites consultados

Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios.

Disponível em:

<http://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=FIM>. Última consulta 06/2017.

http://www.apfipp.pt/fundos_act_det.aspx?MenuCode=FIM&ItemCode=FM_FA&fun=PT. Última consulta 04/2017.

http://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=FIM&ItemCode=FM_AG&name=Estatísticas. Última consulta 07/2017.

http://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=AP&ItemCode=AP_CF&name=Auto-Regulação. Última consulta 07/2017.

<https://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=GP>. Última consulta 07/2017.

Comissão de Mercado de Valores Mobiliários.

Disponível em:

<http://www.cmvm.pt/CMVM/Apresentacao/Pages/Apresentação.aspx>. Última consulta 12/2016.

<http://www.cmvm.pt/pt/Estatisticas/EstatisticasPeriodicas/FundosDeInvestimentoMobiliario/Pages/Setembro2016.aspx?shpage=FundosDeInvestimentoMobiliario>. Última consulta 12/2016.

<http://web3.cmvm.pt/sdi/fundos/carteiras/fim/carteirasfim.cfm>. Última consulta 05/2017.

<http://www.cmvm.pt/pt/Estatisticas/SeriesLongas/Pages/default.aspx>. Última consulta 07/2017.

http://web3.cmvm.pt/sdi/fundos/custos/custos_oic.cfm. Última consulta 08/2017.

Comissão Europeia.

Disponível em:

<http://ec.europa.eu/finance/investment/ucitsdirective/indexen.htm>. Última consulta 12/2016.

http://ec.europa.eu/finance/investment/alternative_investments/indexen.htm. Última consulta 12/2016.

European Fund and Asset Management Association.

Disponível em:

<https://www.efama.org/about/SitePages/Home.aspx>. Última consulta 12/2016.

<http://www.efama.org/statistics/SitePages/International%20Quarterly%20Statistical%20Release.aspx>. Última consulta 07/2017.

<http://www.efama.org/statistics/SitePages/Asset%20Management%20Report.aspx>.

Última consulta 07/2017.

Financial Conduct Authority.

Disponível em: <https://www.fca.org.uk/publications/thematic-reviews/tr13-10outsourcing-asset-management-industry>. Última consulta 12/2016.

Instituto Nacional de Estatística

Disponível em: https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_cnacionais2010&perfil=220674402&INST=220616736&contexto=am. Última consulta 07/2017.

Investment Company Institute.

Disponível em: <https://www.ici.org/>. Última consulta 12/2016.

Morningstar Inc.

Disponível em:

<http://www.morningstar.pt/>. Última consulta 07/2017.

http://admainnew.morningstar.com/webhelp/MorningstarMPTStatistics_Methodology.pdf. Última consulta 07/2017.

Bloomberg.

Disponível em <https://www.bloomberg.com/>. Última consulta 07/2017.

Anexos

Anexo 1 - Montante gerido por fundos de investimento – Desagregação por país de domicílio: valores em biliões de euros no final do ano

Montante por país de domicílio: Valores no final do ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Mundo	16559,5	17751,2	13594,9	15927,8	18492,6	18390,8	20339,4	21775,3	25847,5	35047,0	38292,5
América	8709,6	9118,3	7603,6	8731,5	10176,3	10456,2	11475,0	12440,3	14835,8	17962,7	20010,4
Argentina	4,7	4,6	2,8	3,1	3,9	5,3	7,0	8,1	12,9	15,1	19,2
Brazil	318,0	418,0	344,4	544,2	733,8	779,8	811,7	738,6	815,0	683,0	1006,5
Canadá	430,0	474,4	298,9	392,3	476,7	582,4	649,2	682,0	808,7	817,1	945,0
Chile	13,4	16,6	12,6	23,8	28,6	25,8	28,7	28,5	36,4	36,6	43,8
Costa Rica	0,8	0,8	0,8	0,9	1,1	1,0	1,1	1,4	1,7	2,3	2,2
México	47,5	51,2	43,4	49,0	73,4	71,7	85,0	87,4	98,4	97,3	87,7
Trinidad & Tobago				4,0	4,3	4,6	4,9	4,8	5,9	6,4	6,4
Estados Unidos América	7895,2	8152,6	6900,7	7714,1	8854,5	8985,6	9886,1	10889,5	13056,9	16304,9	17899,7
Europa	5925	6069	4479	5238	5915	5583	6242	6798	7888	12619	13392
Áustria	97,4	94,2	67,0	69,2	70,9	62,6	67,6	65,7	68,8	138,9	143,2
Bélgica	104,2	101,8	75,5	74,1	72,1	63,0	61,9	66,4	74,3	84,6	79,7
Bulgária			0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,5
Croácia								1,7	1,8	2,4	
Chipre											0,2
República Checa	4,9	5,2	3,8	3,8	4,1	3,4	3,8	3,7	4,6	7,2	8,4
Dinamarca	72,6	70,7	46,8	57,6	67,2	65,6	78,5	86,1	99,7	102,4	110,9
Finlândia	51,5	55,1	35,0	45,9	53,3	48,1	56,1	64,1	71,3	81,2	88,9
França	1343,4	1351,6	1143,3	1253,4	1210,3	1068,1	1116,5	1110,5	1145,9	1682,8	1783,8
Alemanha	258,4	252,7	171,0	220,4	249,7	226,5	248,3	277,7	296,4	1653,1	1796,5
Grécia	21,0	20,2	8,8	8,6	6,5	4,0	4,6	4,9	4,3	3,9	3,9
Hungria	6,4	8,5	6,6	7,7	8,6	5,6	6,5	8,8	9,4	13,6	13,8
Irlanda	649,2	646,3	517,7	597,3	758,9	820,0	967,6	1044,1	1274,5	1885,2	2084,7
Itália	343,8	285,1	189,4	194,0	175,4	139,7	137,7	156,3	196,3	190,9	192,9
Liechtenstein	13,1	17,1	14,7	21,1	26,5	25,2	24,2	26,3	23,8	41,3	43,3
Luxemburgo	1661,6	1824,0	1337,0	1592,4	1880,6	1760,2	2002,4	2197,6	2642,5	3506,2	3701,1
Malta						1,6	2,3	2,3	2,9	3,5	2,6
Holanda	82,4	77,3	55,6	66,3	64,3	53,4	57,7	61,9	62,4	669,7	732,4
Noruega	41,1	50,8	29,6	49,4	63,2	61,8	74,8	79,3	92,4	94,2	108,1
Polónia	22,0	30,9	12,8	16,0	19,2	14,3	19,6	20,2	21,5	29,7	28,1
Portugal	29,1	25,8	14,3	17,2	14,2	10,8	12,3	12,4	11,6	12,0	11,1
Roménia	0,2	0,3	0,2	0,8	1,3	1,8	2,0	2,9	4,1	4,6	4,8
Rússia	4,3	4,9	1,5	2,2	2,9	2,4					
Eslováquia	2,4	3,2	2,8	2,9	3,3	2,5	2,2	2,4	3,4	5,7	5,9
Eslovénia	1,9	2,9	1,5	1,8	2,0	1,8	1,8	1,8	2,1	2,2	2,4
Espanha	279,4	269,4	194,7	187,2	162,3	150,9	145,0	180,0	225,7	252,3	266,4
Suécia	134,4	132,4	81,4	118,2	153,8	138,9	155,9	183,4	229,9	257,2	271,7
Suíça	121,1	119,7	97,0	116,8	196,0	211,0	235,5	287,9	336,0	419,9	451,4
Turquia	11,7	15,4	11,1	13,5	14,6	10,9	12,5	10,2	12,6	11,8	11,6
Reino Unido	573,4	609,6	362,6	506,1	639,4	631,1	746,9	846,1	973,7	1454,6	1433,4
Ásia e Pacífico	1865	2499	1464	1885	2296	2258	2518	2434	3003	4353	4435
Austrália	656,2	810,4	604,4	832,2	1089,5	1113,0	1263,6	1177,6	1318,8	1397,4	1530,3
China		294,9	198,5	264,6	273,2	262,0	331,6	333,8	583,9	1160,2	1164,5
Chinesa Taipei										58,0	58,6
Hong Kong	479,2	556,0									
Índia	44,2	73,8	45,1	90,4	83,4	67,6	86,8	78,2	110,9	154,5	205,7
Japão	439,5	485,0	413,4	458,6	587,9	576,1	559,7	561,3	643,0	1220,4	1384,8
República da Coreia	191,3	224,2	159,5	183,7	199,4	175,2	202,8	206,8	257,1	315,3	35,2
Nova Zelândia	9,8	10,1	7,6	12,3	14,6	18,3	23,6	24,8	34,2	38,5	46,1
Paquistão	1,6	3,4	1,4	1,5	1,7	2,3	2,4	2,5	3,4	3,8	5,1
Filipinas	1,2	1,4	0,9	1,0	1,6	1,8	2,7	3,4	4,2	4,6	4,6
Tailândia	42,2	39,6	33,1	40,5	44,2	41,3	44,9	45,2	47,8		
África	59	65	50	74	106	97	110	104	121	112	138
África do Sul	59,2	64,7	49,9	73,8	106,0	96,6	110,0	103,6	120,6	112,1	138,3
N.º de Países	49	49	49	49	49	49	49	49	49	51	51

Fonte: Autor com base nos relatórios *International Statistics Release* disponíveis em: <http://www.efama.org/statistics/SitePages/European%20Quarterly%20Statistical%20Release.aspx>.

Anexo 2 - Montante gerido por fundos de investimento- Desagregação por tipo de fundo: valores em biliões de euros e em percentagem do total no final do ano

Figura 5 - Montante gerido por Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por Tipo de Fundo

Montante por tipo de fundos: Valores no final do ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Crescimento no Período	Taxa de crescimento anual	Crescimento 2007-2008
Ações	7920	8383	4621	6153	7842	7336	8122	9621	11441	14613	16235	105,0%	6,7%	-44,9%
Mistos	1607	1852	1313	1669	2108	2149	2399	2685	3277	4728	5050	214,2%	11,0%	-29,1%
Monetário	2922	3356	4158	3691	3738	3629	3633	3451	3732	4659	4772	63,3%	4,6%	23,9%
Obrigações	2948	2913	2443	3169	4035	4482	5299	5152	6106	7189	8482	187,7%	10,1%	-16,1%
Outros	1163	1247	1060	1246	771	799	888	881	1291	2970	3754	222,8%	11,2%	-15,0%
Total	16560	17751	13595	15928	18494	18395	20341	21790	25847	34160	38292	131,2%	7,9%	-23,4%
Montante por tipo de fundos: % do total do final do ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média		
Ações	47,8%	47,2%	34,0%	38,6%	42,4%	39,9%	39,9%	44,2%	44,3%	42,8%	42,4%	42,1%		
Mistos	17,8%	16,4%	18,0%	19,9%	21,8%	24,4%	26,1%	23,6%	23,6%	21,0%	22,1%	21,3%		
Monetário	17,6%	18,9%	30,6%	23,2%	20,2%	19,7%	17,9%	15,8%	14,4%	13,6%	12,5%	18,6%		
Obrigações	9,7%	10,4%	9,7%	10,5%	11,4%	11,7%	11,8%	12,3%	12,7%	13,8%	13,2%	11,6%		
Outros	7,0%	7,0%	7,8%	7,8%	4,2%	4,3%	4,4%	4,0%	5,0%	8,7%	9,8%	6,4%		
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%		

Fonte: Autor com base nos relatórios *International Statistics Release* disponíveis em: <http://www.efama.org/statistics/SitePages/European%20Quarterly%20Statistical%20Release.aspx>.

Nota: cálculos de crescimento no período, taxas de crescimento anual e crescimento em 2007 e 2008 sombreados a azul claro.

Anexo 3 - Montante gerido por fundos de investimento – Desagregação por geografia de domicílio: valores em biliões de euros e em percentagem do total no final do ano

Figura 6 - Montante gerido por Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por Geografia de Domicílio

Montante por geografia: Valores no final do ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Crescimento no Período	Taxa de crescimento anual	Crescimento 2007-2008
Africa	59	65	50	74	106	97	110	104	121	112	138	133,5%	8,0%	-22,8%
América	8710	9127	7604	8731	10178	10460	11475	12440	14836	17963	20010	129,8%	7,9%	-16,7%
Ásia e Pacífico	1865	2498	1464	1885	2296	2258	2518	2448	3003	4353	4751	154,7%	8,9%	-41,4%
Europa	5925	6069	4477	5238	5915	5580	6238	6798	7888	11732	13392	126,0%	7,7%	-26,2%
Total	16560	17751	13595	15928	18494	18395	20341	21790	25847	34160	38292	131,2%	7,9%	-23,4%
Montante por geografia: % do total do final do ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média		
África	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,3%	0,4%	0,4%		
América	52,6%	51,4%	55,9%	54,8%	55,0%	56,9%	56,4%	57,1%	57,4%	52,6%	52,3%	54,8%		
Ásia e Pacífico	11,3%	14,1%	10,8%	11,8%	12,4%	12,3%	12,4%	11,2%	11,6%	12,7%	12,4%	12,1%		
Europa	35,8%	34,2%	32,9%	32,9%	32,0%	30,3%	30,7%	31,2%	30,5%	34,3%	35,0%	32,7%		
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%		

Fonte: Autor com base nos relatórios *International Statistics Release* disponíveis em: <http://www.efama.org/statistics/SitePages/European%20Quarterly%20Statistical%20Release.aspx>.

Nota: cálculos de crescimento no período, taxas de crescimento anual e crescimento em 2007 e 2008 sombreados a azul claro.

Anexo 4 - Montante gerido por fundos de investimento – Desagregação por tipo de fundo e geografia de domicílio: valores em biliões de euros e em percentagem do total no final do ano

Figura 7 - Montante gerido por Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por Tipo de Fundo e Geografia de Domicílio

Tipo de Fundo / Geografia	2012	2013	2014	2015	2016	Taxa de crescimento anual
Ações	25,5	24,2	28,8	26,7	32,5	5,0%
Mistos	38,3	47,9	59,5	57,3	69,0	12,5%
Monetário	22,0	17,8	17,1	15,4	20,5	-1,4%
Obrigações	1,6	3,2	4,2	3,0	3,7	18,6%
Outros	22,7	10,4	11,0	9,8	12,6	-11,1%
África	110	104	121	112	138	4,7%
Ações	4789,2	5933,9	7182,8	9362,2	10424,8	16,8%
Mistos	1238,7	1393,8	1705,1	1814,1	2038,4	10,5%
Monetário	2159,6	2080,7	2360,9	2665,3	2742,0	4,9%
Obrigações	3195,4	2938,2	3481,5	3989,0	4640,2	7,7%
Outros	92,0	93,8	105,5	133,3	165,0	12,4%
América	11475	12440	14836	17964	20010	11,8%
Ações	1205,7	1143,1	1338,9	1868,1	2047,7	11,2%
Mistos	98,7	110,8	134,7	379,2	344,6	28,4%
Monetário	436,7	441,0	402,2	781,3	743,5	11,2%
Obrigações	279,5	276,8	322,3	440,2	605,0	16,7%
Outros	497,4	476,2	805,1	883,8	1010,4	15,2%
Ásia e Pacífico	2518	2448	3003	4353	4751	13,5%
Ações	2098,6	2530,9	2890,8	3356,4	3730,0	12,2%
Mistos	994,6	1112,7	1378,0	2477,8	2597,5	21,2%
Monetário	1014,6	911,9	951,6	1197,1	1265,8	4,5%
Obrigações	1849,5	1942,5	2297,8	2757,0	3232,7	11,8%
Outros	280,5	299,9	369,5	1943,4	2566,3	55,7%
Europa	6238	6798	7888	11732	13392	16,5%
Total Geral	20341	21790	25847	34160	38292	13,5%

Tipo de Fundo / Geografia	2012	2013	2014	2015	2016	Valor médio
Ações	23,2%	23,4%	23,9%	23,8%	23,5%	23,5%
Mistos	34,8%	46,3%	49,3%	51,1%	49,9%	46,3%
Monetário	20,0%	17,2%	14,2%	13,8%	14,8%	16,0%
Obrigações	1,5%	3,1%	3,5%	2,7%	2,7%	2,7%
Outros	20,6%	10,0%	9,1%	8,7%	9,1%	11,5%
África	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Ações	41,7%	47,7%	48,4%	52,1%	52,1%	48,4%
Mistos	10,8%	11,2%	11,5%	10,1%	10,2%	10,8%
Monetário	18,8%	16,7%	15,9%	14,8%	13,7%	16,0%
Obrigações	27,8%	23,6%	23,5%	22,2%	23,2%	24,1%
Outros	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%
América	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Ações	47,9%	46,7%	44,6%	42,9%	43,1%	45,0%
Mistos	3,9%	4,5%	4,5%	8,7%	7,3%	5,8%
Monetário	17,3%	18,0%	13,4%	18,0%	15,6%	16,5%
Obrigações	11,1%	11,3%	10,7%	10,1%	12,7%	11,2%
Outros	19,8%	19,5%	26,8%	20,3%	21,3%	21,5%
Ásia e Pacífico	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Ações	33,6%	37,2%	36,6%	28,6%	27,9%	32,8%
Mistos	15,9%	16,4%	17,5%	21,1%	19,4%	18,1%
Monetário	16,3%	13,4%	12,1%	10,2%	9,5%	12,3%
Obrigações	29,7%	28,6%	29,1%	23,5%	24,1%	27,0%
Outros	4,5%	4,4%	4,7%	16,6%	19,2%	9,9%
Europa	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: Autor com base nos relatórios *International Statistics Release* disponíveis em: <http://www.efama.org/statistics/SitePages/European%20Quarterly%20Statistical%20Release.aspx>.

Nota: cálculos de crescimento no período, taxas de crescimento anual e crescimento em 2007 e 2008 sombreados a azul claro.

Anexo 5 - Número de Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por tipo de fundo: valores em número de fundos e em percentagem do total no final de ano

Figura 8 - Número de Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por Tipo de Fundo

Número de Fundos por Tipo de Fundo: Valores no final do ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Crescimento no Período	Taxa de crescimento anual	Crescimento 2007-2008
Ações	25679	27294	27854	27464	27684	28035	27750	28354	29367	34060	35197	37,1%	2,9%	2,1%
Mercado Monetário	3408	3450	3700	3521	3344	3159	2929	2796	2791	2828	2706	-20,6%	-2,1%	7,2%
Mistos	12517	13746	14503	14666	15912	16866	17178	17847	18856	24539	26018	107,9%	6,9%	5,5%
Obrigações	13604	13340	12250	12450	12795	12953	13284	14331	15813	17957	18974	39,5%	3,1%	-8,2%
Outros	6647	8517	10267	9432	9757	11594	12094	12878	12842	21110	27376	311,9%	13,7%	20,5%
Total	61855	66347	68574	67533	69492	72607	73235	76206	79669	100494	110271	78,3%	5,4%	3,4%
Número de Fundos por Tipo de Fundo: % do total do final do ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média		
Ações	41,5%	41,1%	40,6%	40,7%	39,8%	38,6%	37,9%	37,2%	36,9%	33,9%	31,9%	38,2%		
Mistos	20,2%	20,7%	21,1%	21,7%	22,9%	23,2%	23,5%	23,4%	23,7%	24,4%	23,6%	22,6%		
Monetário	5,5%	5,2%	5,4%	5,2%	4,8%	4,4%	4,0%	3,7%	3,5%	2,8%	2,5%	4,3%		
Obrigações	22,0%	20,1%	17,9%	18,4%	18,4%	17,8%	18,1%	18,8%	19,8%	17,9%	17,2%	18,8%		
Outros	10,7%	12,8%	15,0%	14,0%	14,0%	16,0%	16,5%	16,9%	16,1%	21,0%	24,8%	16,2%		
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%		

Fonte: Autor com base nos relatórios *International Statistics Release* disponíveis em: <http://www.efama.org/statistics/SitePages/European%20Quarterly%20Statistical%20Release.aspx>.

Nota: cálculos de crescimento no período, taxas de crescimento anual e crescimento em 2007 e 2008 sombreados a azul claro.

Anexo 6 - Número de Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por Geografia de Domicílio: valores em número de fundos e em percentagem do total no final de ano

Figura 9 - Número de Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por Geografia de Domicílio

Número de Fundos por Geografia: Valores no final do ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Crescimento no Período	Taxa de crescimento anual	Crescimento 2007-2008
África	750	831	884	904	943	947	967	1062	1171	1327	1520	102,7%	6,6%	6,4%
América	14475	15462	16459	16932	17992	19749	21095	22026	24378	25230	25898	78,9%	5,4%	6,4%
Ásia e Pacífico	13479	14847	14909	14795	15265	16198	16703	18375	23948	26510	29370	117,9%	7,3%	0,4%
Europa	33151	35210	36322	34899	35292	35713	34470	34743	49335	47427	53483	61,3%	4,4%	3,2%
Total	61855	66350	68574	67530	69492	72607	73235	76206	98832	100494	110271	78,3%	5,4%	3,4%
Número de Fundos por Geografia: % do total do final do ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média		
África	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	1,3%	1,3%	1,4%	1,2%	1,3%	1,4%	1,3%		
América	23,4%	23,3%	24,0%	25,1%	25,9%	27,2%	28,8%	28,9%	24,7%	25,1%	23,5%	25,4%		
Ásia e Pacífico	21,8%	22,4%	21,7%	21,9%	22,0%	22,3%	22,8%	24,1%	24,2%	26,4%	26,6%	23,3%		
Europa	53,6%	53,1%	53,0%	51,7%	50,8%	49,2%	47,1%	45,6%	49,9%	47,2%	48,5%	50,0%		
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%		

Fonte: Autor com base nos relatórios *International Statistics Release* disponíveis em: <http://www.efama.org/statistics/SitePages/European%20Quarterly%20Statistical%20Release.aspx>.

Nota: cálculos de crescimento no período, taxas de crescimento anual e crescimento em 2007 e 2008 sombreados a azul claro.

Anexo 7 - Montante gerido por Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por País de Domicílio (Top 5): valores em biliões de euros e em percentagem do total no final do ano

Figura 10 - Montante gerido por Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por País de Domicílio (Top 5)

Montante por geografia: Valores no final do ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Crescimento no Período	Taxa de crescimento anual	Crescimento 2007-2008
Alemanha	258	253	171	220	250	226	248	278	296	1653	1797	595,2%	19,3%	-32,3%
Austrália	656	810	604	832	1090	1113	1264	1178	1319	1397	1530	133,2%	8,0%	-25,4%
Brazil	318	418	344	544	734	780	812	739	815	683	1006	216,5%	11,0%	-17,6%
Canadá	430	474	299	392	477	582	649	682	809	817	945	119,8%	7,4%	-37,0%
China	0	295	199	265	273	262	332	334	584	1160	1165	-	-	-32,7%
Estados Unidos da América	7895	8153	6901	7714	8854	8986	9886	10889	13057	16305	17900	126,7%	7,7%	-15,4%
França	1343	1352	1143	1253	1210	1068	1116	1111	1146	1683	1784	32,8%	2,6%	-15,4%
Hong Kong	479	556	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-	-	-
Irlanda	649	646	518	597	759	820	968	1044	1274	1885	2085	221,1%	11,2%	-19,9%
Itália	344	285	189	194	175	140	138	156	196	191	193	-43,9%	-5,1%	-33,6%
Japão	440	485	413	459	588	576	560	561	643	1220	1385	215,0%	11,0%	-14,8%
Luxemburgo	1662	1824	1337	1592	1881	1760	2002	2198	2643	3506	3701	122,7%	7,6%	-26,7%
Reino Unido	573	610	363	506	639	631	747	846	974	1455	1433	150,0%	8,7%	-40,5%
Outros	1512	1590	1114	1358	1564	1451	1620	1775	2091	2204	3369	122,8%	7,6%	-30,0%
Mundial	16560	17751	13595	15928	18494	18395	20341	21790	25847	34160	38292	131,2%	7,9%	-23,4%
Montante por país de domicílio: % do total do final do ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média		
Alemanha	1,6%	1,4%	1,3%	1,4%	1,4%	1,2%	1,2%	1,3%	1,1%	4,8%	4,7%	1,9%		
Austrália	4,0%	4,6%	4,4%	5,2%	5,9%	6,1%	6,2%	5,4%	5,1%	4,1%	4,0%	5,0%		
Brazil	1,9%	2,4%	2,5%	3,4%	4,0%	4,2%	4,0%	3,4%	3,2%	2,0%	2,6%	3,1%		
Canadá	2,6%	2,7%	2,2%	2,5%	2,6%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	2,4%	2,5%	2,7%		
China	0,0%	1,7%	1,5%	1,7%	1,5%	1,4%	1,6%	1,5%	2,3%	3,4%	3,0%	1,8%		
Estados Unidos da América	47,7%	45,9%	50,8%	48,4%	47,9%	48,8%	48,6%	50,0%	50,5%	47,7%	46,7%	48,5%		
França	8,1%	7,6%	8,4%	7,9%	6,5%	5,8%	5,5%	5,1%	4,4%	4,9%	4,7%	6,3%		
Hong Kong	2,9%	3,1%										0,5%		
Irlanda	3,9%	3,6%	3,8%	3,8%	4,1%	4,5%	4,8%	4,8%	4,9%	5,5%	5,4%	4,5%		
Itália	2,1%	1,6%	1,4%	1,2%	0,9%	0,8%	0,7%	0,7%	0,8%	0,6%	0,5%	1,0%		
Japão	2,7%	2,7%	3,0%	2,9%	3,2%	3,1%	2,8%	2,6%	2,5%	3,6%	3,6%	3,0%		
Luxemburgo	10,0%	10,3%	9,8%	10,0%	10,2%	9,6%	9,8%	10,1%	10,2%	10,3%	9,7%	10,0%		
Reino Unido	3,5%	3,4%	2,7%	3,2%	3,5%	3,4%	3,7%	3,9%	3,8%	4,3%	3,7%	3,5%		
Outros (excluindo os apresentados)	9,1%	9,0%	8,2%	8,5%	8,5%	7,9%	8,0%	8,1%	8,1%	6,5%	8,8%	8,2%		
Outros (excluindo top 5)	26,3%	28,0%	22,7%	24,7%	25,4%	25,3%	25,1%	24,6%	24,8%	26,7%	28,8%	28,8%		
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%		

Fonte: Autor com base nos relatórios *International Statistics Release* disponíveis em: <http://www.efama.org/statistics/SitePages/European%20Quarterly%20Statistical%20Release.aspx>.

Nota: cálculos de crescimento no período, taxas de crescimento anual e crescimento em 2007 e 2008 sombreados a azul claro. Top 5 da tabela das percentagens do total, sombreado a azul claro.

Anexo 8 - Subscrições Líquidas de Fundos de Investimento – Desagregação por tipo de fundo: Valores em biliões de euros no final do ano

Figura 11 - Subscrições Líquidas de Fundos de Investimento no Mundo – Desagregação por Tipo de Fundo

Suscrições Líquidas por Tipo de Fundo: Valores no final do ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Suscrições Médias	Suscrições 2008
Ações	430	225	-261	129	106	-72	-52	308	208	527	188	158	-261
Mistos	163	161	-58	81	141	71	116	226	276	601	218	181	-58
Monetário	288	575	635	-446	-462	-106	2	-53	154	365	70	93	635
Obrigações	88	67	-145	444	346	163	610	141	370	284	561	266	-145
Outros	70	94	22	-14	26	18	27	51	39	148	154	58	22
Total	1039	1122	193	194	157	74	703	673	1047	1925	1191	756	193

Fonte: Autor com base nos relatórios *International Statistics Release* disponíveis em: <http://www.efama.org/statistics/SitePages/European%20Quarterly%20Statistical%20Release.aspx>.

Nota: cálculos de crescimento no período, subscrições médias e subscrições em 2008 sombreadas a azul claro.

Anexo 9 - Montante gerido por fundos de investimento na Europa – Desagregação por enquadramento legal: Valores em biliões de euros e em percentagem do total no final do ano

Figura 12 - Montante gerido por Fundos de Investimento na Europa – Desagregação por AIF e UCITS

Montantes AIF Vs UCITS: valores no final do ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 * (Estimativa)	Crescimento no Período	Taxa de crescimento anual	Crescimento 2007-2008
AIF	1646	1853	1367	1861	2189	2324	2661	2935	4126	5126	5483	233,1%	11,6%	-26,2%
UCITS	5873	6056	4477	5199	5919	5556	6246	6799	7188	8206	8658	47,4%	3,6%	-26,1%
Sem classificação	0	0	446	405	465	486	561	617	716	0	0	-	-	-
Total *	5925	6069	4477	5238	5915	5580	6238	6798	7888	11732	13392			
Total **	7520	7908	6290	7465	8573	8366	9468	10351	12030	13332	14142			
Montantes AIF Vs UCITS: % do total do final do ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 * (Estimativa)	Média		
AIF	21,9%	23,4%	21,7%	24,9%	25,5%	27,8%	28,1%	28,4%	34,3%	38,4%	38,8%	28,5%		
UCITS	78,1%	76,6%	71,2%	69,6%	69,0%	66,4%	66,0%	65,7%	59,8%	61,6%	61,2%	67,7%		
Sem classificação	0,0%	0,0%	7,1%	5,4%	5,4%	5,8%	5,9%	6,0%	6,0%	0,0%	0,0%	3,8%		
Total **	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%		

Fonte: Autor com base nos relatórios *International Statistics Release* disponíveis em: <http://www.efama.org/statistics/SitePages/European%20Quarterly%20Statistical%20Release.aspx>.

Nota: Valores em 2016 são provisórios. Cálculos de crescimento no período, taxas de crescimento anual crescimento em 2007 e 2008 e médias, sombreados a azul claro.

Anexo 10 - Montante gerido por Fundos de Investimento e Gestão Discricionária na Europa em Percentagem do PIB – Desagregação por Tipo de Gestão: valores em percentagem do total no final de ano

Figura 13 - Montante gerido por Fundos de Investimento e Gestão Discricionária na Europa em Percentagem do PIB – Desagregação por Tipo de Gestão

Montantes Fundos Vs Gestão Discricionária: % do total do final do ano ; Volume total Vs PIB	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 * (Estimativa)	Média	Taxa de crescimento anual
Fundos	52,7%	53,0%	51,6%	52,1%	51,8%	48,7%	48,9%	49,1%	50,1%	51,9%	51,8%	51,1%	
Gestão Discricionária	47,3%	47,0%	48,4%	47,9%	48,2%	51,3%	51,1%	50,9%	49,9%	48,1%	48,2%	48,9%	
Total	12,9	13,5	10,8	12,6	14,0	14,3	16,0	17,6	20,3	21,5	22,8	100%	5,3%
Volume sob gestão / PIB	106%	102%	81%	96%	101%	98%	106%	114%	131%	132%	138%	109,5%	

Fonte: Autor com base nos relatórios *Asset Management Report*, disponíveis em: <http://www.efama.org/statistics/SitePages/Asset%20Management%20Report.aspx>.

Nota: Valores em 2016 são provisórios. Valores médios no período e taxas de crescimento anual sombreados a azul claro.

Anexo 11 - Montante gerido por Fundos de Investimento e Gestão Discricionária na Europa – Desagregação Tipo de Cliente: valores em percentagem do total no final de ano

Figura 14 - Montante gerido por Fundos de Investimento e Gestão Discricionária na Europa – Desagregação Tipo de Cliente

Montantes sob gestão por Fundos e Gestão Discricionária: % do total do final do ano	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 * (Estimativa)	Média
Bancos	2,7%	2,9%	2,7%	2,1%	2,3%	2,0%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	2,3%
Seguradoras	29,3%	31,3%	30,6%	30,9%	31,5%	30,9%	29,0%	28,5%	27,6%	26,9%	29,7%
Fundos de Pensões	20,6%	18,2%	16,8%	20,3%	24,8%	24,1%	24,0%	25,9%	26,9%	26,9%	22,9%
Outros	15,9%	17,4%	18,2%	20,4%	16,5%	18,1%	18,7%	17,8%	16,9%	17,7%	17,8%
Total Institucional	68,6%	69,7%	68,4%	73,7%	75,0%	75,1%	73,8%	74,2%	73,3%	73,0%	72,5%
Retalho	31,4%	30,3%	31,7%	26,3%	25,0%	24,9%	26,2%	25,8%	26,7%	27,0%	27,5%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100,0%

Fonte: Autor com base nos relatórios *Asset Management Report*, disponíveis em: <http://www.efama.org/statistics/SitePages/Asset%20Management%20Report.aspx>.

Nota: Valores em 2016 são provisórios. Valores médios no período sombreados a azul claro.

Anexo 12 - Montante gerido por Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por Tipo de Fundo: valores em milhões de euros e em percentagem do total no final do ano

Figura 16 - Montante gerido por Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por Tipo de Fundo

Montante por tipo de fundos: Valores no final do ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Crescimento no Período	Taxa de crescimento anual	Crescimento 2007-2008
Ações	3058	3458	1253	1802	1887	1272	1177	1189	1163	1212	1189	-61,1%	-8,2%	-63,8%
Mistos	4451	4567	3370	4021	3817	2741	2302	2007	2718	3348	3184	-28,5%	-3,0%	-26,2%
Monetário	6665	5020	2751	4602	2240	1700	3597	4694	3895	4422	4164	-37,5%	-4,2%	-45,2%
Obrigações	11498	8665	3750	3146	3144	2647	2761	3036	2703	2129	1882	-83,6%	-15,2%	-56,7%
Outros	3465	4053	3218	3660	3150	2475	2458	1473	1108	852	682	-80,3%	-13,7%	-20,6%
Total	29138	25763	14342	17231	14237	10835	12295	12398	11588	11963	11101	-61,9%	-8,4%	-44,3%
Montante por tipo de fundos: % do total do final do ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média		
Ações	10,5%	13,3%	8,6%	10,3%	13,1%	11,6%	9,4%	9,4%	9,8%	9,9%	10,5%	10,6%		
Mistos	15,3%	17,7%	23,5%	23,3%	26,8%	25,3%	18,7%	16,2%	23,5%	28,0%	28,7%	22,5%		
Monetário	22,9%	19,5%	19,2%	26,7%	15,7%	15,7%	29,3%	37,9%	33,6%	37,0%	37,5%	26,8%		
Obrigações	39,5%	33,8%	26,3%	18,4%	22,2%	24,6%	22,6%	24,6%	23,5%	18,0%	17,1%	24,6%		
Outros	11,9%	15,7%	22,4%	21,2%	22,1%	22,8%	20,0%	11,9%	9,6%	7,1%	6,1%	15,5%		
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%		

Fonte: Autor com base em Estatísticas da APFIPP disponíveis em: http://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=FIM&ItemCode=FM_AG&name=Estatísticas.

Nota: cálculos de crescimento no período, taxas de crescimento anual e crescimento em 2007 e 2008 sombreados a azul claro.

Anexo 13 – Número de Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por Tipo de Fundo: valores em número de fundos e em percentagem do total no final de ano

Figura 17 - Número de Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por Tipo de Fundo

Número de Fundos por Tipo de Fundo: Valores no final do ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Crescimento no Período	Taxa de crescimento anual	Crescimento 2007-2008
Ações	69	74	76	75	77	75	66	62	58	54	52	-24,6%	-2,5%	2,7%
Mercado Monetário	54	58	64	62	64	73	68	65	63	65	58	7,4%	0,7%	10,3%
Mistos	20	21	23	20	23	24	24	22	19	19	18	-10,0%	-1,0%	9,5%
Obrigações	59	58	54	56	57	58	52	50	40	34	31	-47,5%	-5,7%	-6,9%
Outros	60	79	74	74	69	68	63	45	31	19	15	-75,0%	-11,8%	-6,3%
Total	262	290	291	287	290	298	273	244	211	191	174	-33,6%	-3,7%	0,3%
Número de Fundos por Tipo de Fundo: % do total do final do ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média		
Ações	26,7%	24,8%	25,1%	25,1%	25,5%	24,2%	23,1%	24,2%	26,1%	26,7%	28,2%	25,4%		
Mistos	20,2%	19,7%	22,0%	21,6%	22,1%	24,5%	24,9%	26,6%	29,9%	34,0%	33,3%	25,3%		
Monetário	7,6%	7,2%	7,9%	7,0%	7,9%	8,1%	8,8%	9,0%	9,0%	9,9%	10,3%	8,4%		
Obrigações	22,5%	21,0%	19,6%	20,6%	20,7%	20,5%	20,1%	21,7%	20,4%	19,4%	19,5%	20,5%		
Outros	22,9%	27,2%	25,4%	25,8%	23,8%	22,8%	23,1%	18,4%	14,7%	9,9%	8,6%	20,2%		
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%		

Fonte: Autor com base em Estatísticas da APFIPP disponíveis em: http://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=FIM&ItemCode=FM_AG&name=Estatísticas.

Nota: cálculos de crescimento no período, taxas de crescimento anual e crescimento em 2007 e 2008 sombreados a azul claro.

Anexo 14 – Subscrições Líquidas de Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por tipo de fundo: valores em milhões de euros no final do ano

Figura 18 - Subscrições Líquidas em Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação Tipo de Fundo

Suscrições Líquidas por Tipo de Fundo: Valores no final do ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Subscrições Médias	Subscrições 2008
Ações	323	136	-907	183	65	-311	-223	-117	-26	-29	-45	-86	-907
Mistos	866	45	-419	294	-258	-739	-568	-348	622	634	-186	-5	-419
Monetário	-736	-1763	-2266	1796	-2373	-573	1822	1006	-841	504	-237	-333	-2266
Obrigações	-1670	-2553	-3783	-346	18	-365	-182	268	-292	-508	-270	-880	-3783
Outros	1148	562	-675	552	-443	-591	-189	-982	-339	-269	-184	-128	-675
Total	-70	-3573	-8051	2478	-2990	-2580	660	-173	-875	332	-923	-1433	-8051

Fonte: Autor com base em Estatísticas da APFIPP disponíveis em: http://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=FIM&ItemCode=FM_AG&name=Estatísticas.

Nota: cálculos de subscrições médias e subscrições líquidas em 2008 sombreados a azul claro.

Anexo 15 – Montante gerido por Fundos de Investimento e Gestão Discricionária em Portugal em Percentagem do PIB – Desagregação por Tipo de Gestão: valores em milhões de euros e percentagem do total no final de ano

Figura 19 - Montante gerido por Fundos de Investimento e Gestão Discricionária Em Portugal em Percentagem do PIB – Desagregação por Tipo de Gestão

Montante Fundos Vs Gestão Discricionária: % do total do final do ano ; Volume total Vs PIB	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Crescimento no Período	Taxa de crescimento anual	Crescimento 2007-2008
Fundos de Investimento	29 138	25 763	14 342	17 231	14 237	10 835	12 295	12 398	11 588	11 963	11 101	-61,9%	-8,4%	-44,3%
Gestão Discricionária	59 516	64 418	60 139	66 850	65 272	56 020	57 842	59 290	59 706	65 266	61 846	3,9%	0,3%	-6,6%
Total	88 654	90 181	74 481	84 080	79 510	66 855	70 137	71 687	71 294	77 228	72 947	-17,7%	-1,8%	-17,4%
Volume sob gestão / PIB	53,3%	51,4%	41,6%	47,9%	44,2%	38,0%	41,6%	42,1%	41,2%	43,0%	39,4%	44,0%		
Pib Portugal	166 249	175 468	178 873	175 448	179 930	176 167	168 398	170 269	173 079	179 504	184 934			
Montante sob gestão por Fundos e Gestão Discricionária: % do total do final do ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média		
Fundos de Investimento	32,9%	28,6%	19,3%	20,5%	17,9%	16,2%	17,5%	17,3%	16,3%	15,5%	15,2%	19,7%		
Gestão Discricionária	67,1%	71,4%	80,7%	79,5%	82,1%	83,8%	82,5%	82,7%	83,7%	84,5%	84,8%	80,3%		
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100%		

Fonte: Autor com base em Estatísticas da APFIPP disponíveis em: http://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=FIM&ItemCode=FM_AG&name=Estatísticas.

Nota: cálculos de crescimento no período, taxas de crescimento anual e crescimento em 2007 e 2008 sombreados a azul claro.

Anexo 16 – Montante gerido por Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por Sociedade Gestora: valores em percentagem do total no final de ano

Figura 20 - Montante gerido por de Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por Sociedade Gestora

Montante por Sociedade Gestora: % do total do Mercado	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média
Bankinter Gestão de Ativos	2,4%	2,2%	1,9%	3,6%	3,0%	2,5%	2,5%	3,2%	1,0%	0,3%	0,4%	2,1%
BBVA Gest	2,5%	2,3%	1,7%	1,4%	1,2%	1,1%	0,7%	1,1%	1,3%	0,0%	0,0%	1,2%
BPI Gestão de Activos	15,4%	16,1%	14,5%	16,0%	17,2%	16,6%	15,7%	15,3%	16,5%	23,3%	27,5%	17,6%
Caixagest	21,9%	24,1%	25,2%	23,8%	23,1%	23,0%	25,0%	26,2%	31,6%	35,0%	31,7%	26,4%
Crédito Agrícola Gest	0,6%	0,6%	0,8%	0,7%	0,8%	1,2%	1,4%	1,8%	3,4%	3,2%	3,7%	1,6%
Dunas Capital - Gestão de Activos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,4%	0,7%	0,9%	0,5%	0,4%	0,3%
Fund Box - SGFIM	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%	0,0%	0,0%
GNB - SGFIM	11,9%	11,4%	19,3%	19,2%	16,9%	22,0%	23,6%	16,6%	8,3%	3,0%	2,7%	14,1%
IM Gestão de Ativos	19,6%	15,8%	13,2%	9,5%	9,5%	8,6%	8,0%	12,3%	12,7%	13,7%	15,1%	12,6%
Invest Gestão de Activos	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%
LYNX Asset Managers	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,3%	0,4%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%
MCO2	0,1%	0,2%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,5%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,4%
Montepio Gestão de Activos	2,0%	2,6%	2,5%	3,0%	2,3%	2,5%	2,8%	2,7%	3,0%	1,8%	1,6%	2,4%
Montepio Valor	0,3%	0,4%	0,3%	0,5%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%
Optimize Investment Partners	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,3%	0,5%	0,6%	0,9%	0,3%
Orey Financial	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Patris Gestão de Activos	2,5%	2,0%	1,9%	1,3%	1,6%	1,9%	1,6%	1,5%	0,1%	0,1%	0,0%	1,3%
Pedro Arroja	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Popular Gestão de Activos	1,1%	1,1%	0,9%	0,7%	0,8%	0,7%	0,5%	0,8%	1,2%	1,3%	1,3%	0,9%
Privado Fundos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Profile - SGFIM	1,5%	1,4%	0,8%	0,9%	4,8%	5,5%	5,5%	5,1%	4,3%	3,1%	0,5%	3,0%
Santander Asset Management	18,1%	19,5%	16,0%	18,3%	17,2%	12,9%	11,0%	11,5%	14,4%	13,2%	13,6%	15,1%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100%
Outras (excluindo Top 5)	13,0%	13,0%	11,8%	13,2%	16,2%	16,9%	16,7%	18,1%	16,5%	11,6%	8,4%	14,1%
Montante Total	29138	25763	14342	17231	14237	10835	12295	12398	11588	11963	11101	

Fonte: Autor com base em Estatísticas da APFIPP disponíveis em: http://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=FIM&ItemCode=FM_AG&name=Estatísticas.

Nota: cálculos de valores médios no período sombreados e Top cinco anual sombreado a azul claro.

Anexo 17 - Número de Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por Sociedade Gestora: valores em percentagem do total no final de ano

Figura 21 - Número de Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por Sociedade Gestora

Montante por Sociedade Gestora: % do total do Mercado	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média
Bankinter Gestão de Ativos	6,1%	5,5%	5,5%	5,6%	4,8%	5,7%	5,5%	5,3%	3,8%	1,6%	2,3%	4,7%
BBVA Gest	8,0%	8,3%	6,9%	4,9%	3,4%	3,0%	3,3%	3,3%	2,8%	0,0%	0,0%	4,0%
BPI Gestão de Ativos	8,0%	7,2%	7,6%	8,0%	9,0%	9,4%	10,3%	11,1%	11,4%	14,1%	14,4%	10,0%
Caixagest	17,2%	17,2%	16,8%	19,2%	18,3%	16,1%	16,8%	15,2%	15,2%	15,2%	16,1%	16,7%
Crédito Agrícola Gest	3,1%	3,4%	4,5%	4,5%	4,8%	5,0%	5,9%	4,5%	3,3%	2,6%	4,6%	4,2%
Dunas Capital - Gestão de Ativos	0,0%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	1,0%	0,7%	1,2%	1,4%	1,6%	1,7%	0,8%
Fund Box - SGFIM	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,5%	0,5%	0,0%	0,1%
GNB - SGFIM	10,7%	8,6%	11,3%	10,5%	11,4%	13,1%	11,4%	11,9%	12,3%	11,0%	8,6%	11,0%
IM Gestão de Ativos	13,4%	13,4%	10,0%	9,4%	9,7%	8,7%	9,2%	8,2%	8,5%	9,4%	10,3%	10,0%
Invest Gestão de Ativos	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	0,8%
LYNX Asset Managers	0,0%	0,0%	0,3%	0,7%	0,7%	1,7%	2,6%	2,9%	3,3%	3,7%	2,9%	1,7%
MCO2	0,4%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	0,8%
Montepio Gestão de Ativos	6,9%	7,6%	7,2%	7,7%	7,6%	7,4%	8,1%	8,6%	10,0%	10,5%	10,9%	8,4%
Montepio Valor	0,4%	0,7%	1,7%	1,7%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%
Optimize Investment Partners	0,0%	0,0%	1,0%	1,0%	2,4%	2,3%	1,8%	2,5%	2,8%	4,7%	5,2%	2,2%
Orey Financial	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%
Patris Gestão de Ativos	3,4%	3,1%	2,7%	2,8%	2,8%	2,7%	2,9%	3,3%	1,4%	1,0%	0,0%	2,4%
Pedro Arroja	0,4%	0,3%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Popular Gestão de Ativos	5,3%	5,5%	5,2%	4,2%	4,5%	5,4%	5,9%	5,3%	4,7%	3,7%	4,0%	4,9%
Privado Fundos	0,0%	0,3%	0,3%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Profile - SGFIM	4,2%	4,5%	4,8%	6,3%	6,2%	5,7%	4,4%	4,1%	5,2%	5,8%	4,6%	5,1%
Santander Asset Management	11,5%	12,1%	11,7%	11,1%	10,7%	11,4%	9,9%	10,7%	11,4%	12,6%	12,1%	11,4%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Outras (excluindo Top 5)	39,3%	41,4%	42,6%	41,8%	41,0%	41,3%	42,5%	42,6%	39,8%	36,6%	36,2%	40,5%
Número Total	262	290	291	287	290	298	273	244	211	191	174	

Fonte: Autor com base em Estatísticas da APFIPP disponíveis em: http://www.apfipp.pt//index2.aspx?MenuCode=FIM&ItemCode=FM_AG&name=Estatísticas.

Nota: cálculos de valores médios no período e Top cinco anual sombreado a azul claro.

Anexo 18 - Montante gerido por de Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por Tipo de Ativo: valores em percentagem do total no final de ano

Figura 22 - Montante gerido por de Fundos de Investimento Mobiliário em Portugal – Desagregação por Tipo de Ativo

Montante por tipo de ativo: % do total do Mercado	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média
Ações	11,8%	15,1%	11,0%	14,2%	18,2%	14,1%	11,0%	9,8%	9,9%	9,7%	10,0%	12,3%
Derivados	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Fundos	12,2%	12,2%	13,7%	10,1%	12,1%	15,4%	13,0%	14,7%	18,7%	23,1%	23,3%	15,3%
Monetário	8,6%	11,6%	12,5%	14,9%	12,2%	12,2%	20,4%	27,9%	33,6%	34,7%	31,1%	20,0%
Obrigações	67,9%	63,4%	64,1%	61,4%	58,4%	58,7%	55,7%	48,7%	39,4%	33,4%	36,5%	53,4%
Outros	-0,5%	-2,5%	-1,3%	-0,8%	-0,9%	-0,5%	-0,2%	-1,2%	-1,6%	-0,9%	-0,9%	-1,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100%
Montante Total	29138	25763	14342	17231	14237	10835	12295	12398	11588	11963	11101	

Fonte: Autor com base em Estatísticas da CMVM disponíveis em: <http://www.cmvm.pt/pt/Estatisticas/SeriesLongas/Pages/default.aspx>.

Notas: cálculos de valores médios no período sombreados a azul claro. Agregação efetuada pelo Autor às classes de ativos apresentadas pela CMVM: Ações: inclui ações nacionais; Obrigações: inclui obrigações governos nacionais; obrigações governos internacionais; obrigações empresas – nacionais; obrigações empresas – internacionais e outros instrumentos de dívida.

Anexo 19 - Número de participantes em Fundos de Investimento em Portugal – Desagregação por tipo de fundo: valores em número de participantes e em percentagem do total no final de ano

Figura 23 - Número de Fundos de Investimento Mobiliário Portugal – Desagregação por tipo de fundo

Número de participantes por Tipo de fundos CMVM: % do total	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Crescimento no Período	Taxa de crescimento anual	Crescimento 2007-2008
Ações	160 378	206 911	158 993	156 324	152 777	124 802	105 857	97 813	101 825	103 162	98 246	-38,7%	-4,4%	-23,2%
FIA	419 363	372 677	184 160	128 117	105 930	97 346	83 944	88 216	104 644	96 913	78 125	-81,4%	-14,2%	-50,6%
Flexíveis	434 562	398 349	258 907	268 720	189 873	94 174	133 998	54 291	54 138	72 497	62 821	-85,5%	-16,1%	-35,0%
Monetário	269 705	331 307	349 689	321 045	306 401	267 584	235 353	217 345	205 690	229 268	232 745	-13,7%	-1,3%	5,5%
Obrigações	126 781	164 103	143 834	152 020	150 780	124 893	93 995	84 378	76 174	75 345	63 663	-49,8%	-6,1%	-12,4%
Outros	114 185	149 953	132 137	167 003	168 489	139 749	171 022	151 268	118 814	99 471	80 645	-29,4%	-3,1%	-11,9%
PPR	199 078	185 209	105 889	82 780	63 361	47 318	38 405	171 106	180 394	206 894	231 600	16,3%	1,4%	-42,8%
Total de Participantes	1 724 052	1 808 509	1 333 609	1 276 009	1 137 611	895 866	862 574	864 417	841 679	883 550	847 845	-50,8%	-6,2%	
Número de participantes por Tipo de fundos CMVM: % do total	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média		
Ações	9,3%	11,4%	11,9%	12,3%	13,4%	13,9%	12,3%	11,3%	12,1%	11,7%	11,6%	11,9%		
FIA	6,6%	8,3%	9,9%	13,1%	14,8%	15,6%	19,8%	17,5%	14,1%	11,3%	9,5%	12,8%		
Flexíveis	7,4%	9,1%	10,8%	11,9%	13,3%	13,9%	10,9%	9,8%	9,1%	8,5%	7,5%	10,2%		
Monetário	25,2%	22,0%	19,4%	21,1%	16,7%	10,5%	15,5%	6,3%	6,4%	8,2%	7,4%	14,4%		
Obrigações	24,3%	20,6%	13,8%	10,0%	9,3%	10,9%	9,7%	10,2%	12,4%	11,0%	9,2%	12,9%		
Outros	11,5%	10,2%	7,9%	6,5%	5,6%	5,3%	4,5%	19,8%	21,4%	23,4%	27,3%	13,0%		
PPR	15,6%	18,3%	26,2%	25,2%	26,9%	29,9%	27,3%	25,1%	24,4%	25,9%	27,5%	24,8%		
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%		
Total de Participantes	1 724 052	1 808 509	1 333 609	1 276 009	1 137 611	895 866	862 574	864 417	841 679	883 550	847 845	1 134 156		

Fonte: Autor com base em Estatísticas da CMVM disponíveis em: <http://www.cmvm.pt/pt/Estatisticas/SeriesLongas/Pages/default.aspx>.

Nota: cálculos de valores médios no período sombreados a azul claro. Agregação efetuada pelo Autor aos tipos de fundos apresentados pela CMVM: Ações: de 2006 a 2012 inclui fundos de ações nacionais e internacionais; Monetário: de 2006 a 2012 inclui fundos de mercado monetário e tesouraria; FIA: de 2006 a 2016 inclui os Fundos Especiais de Investimento; Outros: de 2006 a 2012 inclui fundos mistos, de fundos e garantidos. Os tipos de fundos apresentados são as categorias utilizadas pela CMVM a partir de 31/08/2013.

Anexo 20 - Montante gerido por Fundos de Investimento Mobiliário em Portugal - Cobertura do Mercado pela Amostra: valores em milhões de euros e em percentagem do total no final de ano

Figura 24 - Montante gerido por Fundos de Investimento Mobiliário em Portugal - Cobertura do mercado pela Amostra

Número de Fundos: % de cobertura do total do mercado no final do ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média
Montante - Mercado	29136	25760	14343	17223	14219	10835	12295	12398	11588	11962	11101	15533
Montante - Amostra	26091	20423	10595	13730	10710	7468	9655	10284	10353	11140	10802	12841
% Cobertura	89,6%	79,3%	73,9%	79,7%	75,3%	68,9%	78,5%	83,0%	89,3%	93,1%	97,3%	82,5%

Fonte: Autor com base em dados estatísticos da APFIPP e Morningstar Inc.

Anexo 21 - Montante gerido por Fundos de Investimento Mobiliário em Portugal - Cobertura do Mercado pela Amostra: valores em número de fundos e em percentagem do total no final de ano

Figura 25 - Número de Fundos de Investimento Mobiliário em Portugal - Cobertura do mercado pela Amostra

Número de Fundos: % de cobertura do total do mercado no final do ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média
Mercado	262	290	291	287	290	298	273	244	211	191	174	256
Amostra	187	188	208	207	218	209	210	180	172	164	156	191
% Cobertura	71,4%	64,8%	71,5%	72,1%	75,2%	70,1%	76,9%	73,8%	81,5%	85,9%	89,7%	75,7%

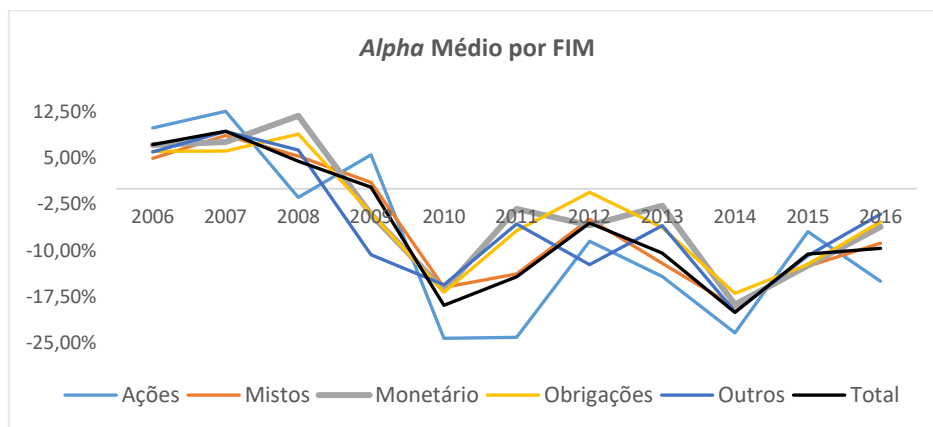
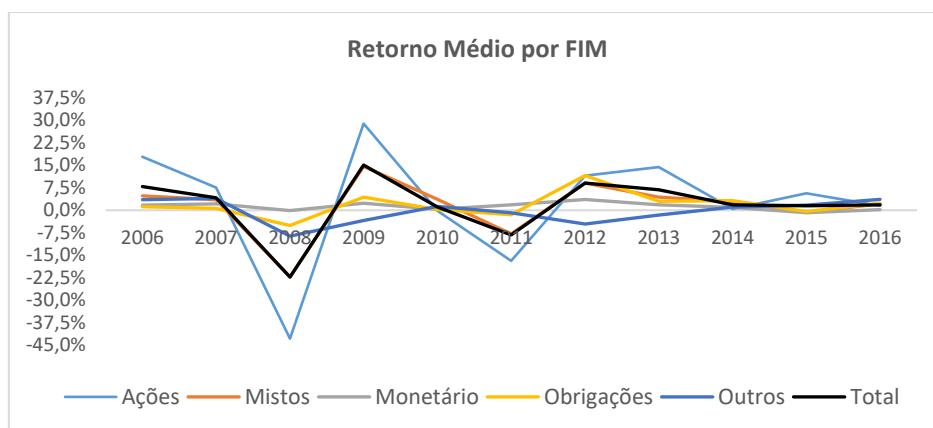
Fonte: Autor com base em dados estatísticos da APFIPP e *Morningstar Inc.*

Anexo 22 – Tabela 2 - Definição de Variáveis: Tabela Resumo

Variáveis Quantitativas	Variável (código)	Descrição	Unidade (a final de cada ano)	Fonte
Rendibilidade em euros	Ret	Retorno (líquido de comissões) do fundo em euros	Percentagem no ano	<i>Morningstar Inc</i>
TER	TER	Quociente entre a comissão de gestão fixa, comissão de depósito, taxa de supervisão, custos de auditoria e outros custos correntes e o seu valor líquido global médio do fundo (taxa de encargos correntes).	Percentagem do montante sob gestão no ano	<i>Morningstar Inc</i> e APFIPP
Desvio Padrão	Std Dev	Desvio padrão anualizado da rendibilidade do fundo, estimado com base nas rendibilidades mensais no período.	Percentagem no ano	<i>Morningstar Inc</i>
Alpha	Alpha	Alpha é a diferença entre o excesso de retorno (subtraído de taxa de juro sem risco - <i>treasury bill</i> a 91 dias) do fundo e o excesso de retorno (subtraído de taxa de juro sem risco - <i>treasury bill</i> a 91 dias) da carteira do seu índice de referência, dado o seu nível de risco medido pelo beta.	Percentagem no ano	<i>Morningstar Inc</i>
Subscrições Líquidas	Flow	Reflete o crescimento anual de cada FIM de acordo com a seguinte fórmula: $Flow_{(i,t)} = \frac{Size_{(i,t)} - [Size_{(i,t-1)} * (1 + Ret_{(i,t)})]}{Size_{(i,t-1)}}$	Percentagem no ano	APFIPP
Valor sob gestão do fundo	Size	Valor sob gestão do fundo	Milhões de Euros no ano	APFIPP
Valor sob gestão da sociedade gestora	Family Size	Valor sob gestão da sociedade gestora do fundo de investimento, subtraído do valor do próprio fundo.	Milhões de Euros no ano	APFIPP
Idade do Fundo	Age	Número de anos desde o lançamento do fundo	Anos	APFIPP
Variáveis Qualitativas (binárias)	Variável (código)	Descrição	Unidade	Fonte
Ações	Ações	Fundos da categoria “Ações”	0/1 (<i>dummy</i>)	Base de dados efetuada / APFIPP
Mistos	Mistos	Fundos da categoria “Mistos”	0/1 (<i>dummy</i>)	Base de dados efetuada / APFIPP
Monetário	Monetário	Fundos da categoria “Monetário”	0/1 (<i>dummy</i>)	Base de dados efetuada / APFIPP
Obrigações	Obrigações	Fundos da categoria “Obrigações”	0/1 (<i>dummy</i>)	Base de dados efetuada / APFIPP
Outros	Outros	Fundos da categoria “Outros”	0/1 (<i>dummy</i>)	Base de dados efetuada / APFIPP

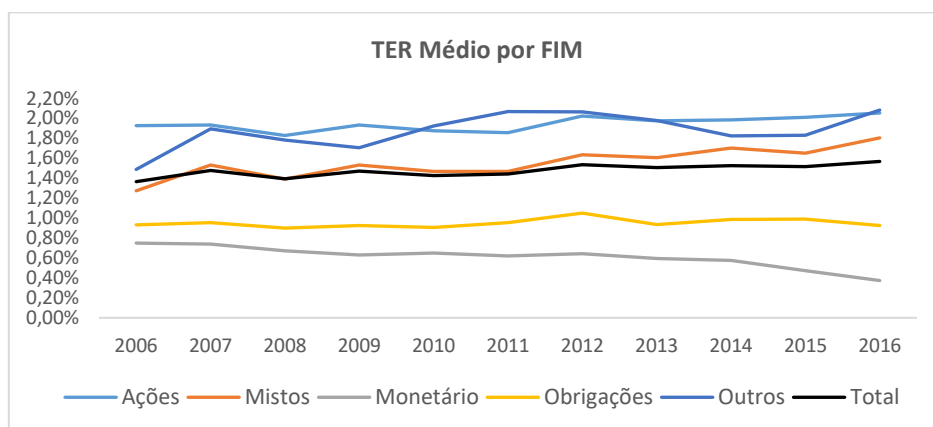
Fonte: Autor com base em dados estatísticos da APFIPP e *Morningstar Inc.*

Anexo 23 – Retorno e *Alpha* Médio por tipo de FIM: Análise Gráfica



Fonte: Autor com base em dados estatísticos da APFIPP e *Morningstar Inc.*

Anexo 24 – TER Médio por tipo de FIM: Análise Gráfica



Fonte: Autor com base em dados estatísticos da APFIPP e *Morningstar Inc.*

Anexo 25 – Tabela 6 - Regressões à Performance dos FIM: Tipo de FIM

Variáveis	(2a)	(2b)	(2c)	(2d)	(2e)	(5a)	(5b)	(5c)	(5d)	(5e)
	<i>Ret</i>					<i>Alpha</i>				
<i>Ret</i>	-0.1468*** (0.044)	0.0434 (0.050)	-0.0684 (0.048)	-0.1180 (0.272)	0.1942 (0.118)					
<i>TER</i>	-1.8414 (1.236)	-0.1952 (0.962)	-1.1666* (0.600)	-0.4781 (0.763)	0.0146 (1.334)	-0.7315 (0.856)	-0.6968 (0.903)	-0.9248 (0.574)	-0.8551 (0.647)	-0.8933 (1.077)
<i>Flow</i>	0.0304*** (0.013)	0.0124*** (0.005)	0.0140*** (0.006)	0.0001 (0.002)	-0.1369 (0.084)	0.0310*** (0.011)	0.0141*** (0.004)	0.0151*** (0.005)	-0.0001 (0.002)	-0.1061 (0.066)
<i>Size</i>	0.0073 (0.009)	-0.0068* (0.004)	-0.0115* (0.006)	-0.0012 (0.002)	0.0299 (0.023)	0.0044 (0.007)	-0.0064*** (0.003)	-0.0081 (0.006)	-0.0012 (0.002)	0.0247 (0.017)
<i>Family Size</i>	0.0216*** (0.011)	0.0048 (0.005)	0.0016 (0.008)	0.0022 (0.003)	0.0338 (0.030)	0.0133*** (0.005)	0.0071* (0.004)	0.0002 (0.006)	0.0030 (0.003)	0.0297 (0.020)
<i>Std Dev</i>	-0.2377*** (0.119)	0.3978* (0.208)	0.1861* (0.099)	-0.1676 (0.379)	0.1222 (0.314)	-0.3456*** (0.098)	0.0196 (0.208)	-0.0189 (0.084)	-0.1900 (0.201)	0.2763 (0.287)
<i>Age</i>	0.0147 (0.021)	-0.0011 (0.009)	0.0299*** (0.011)	0.0036 (0.006)	-0.0831 (0.086)	-0.0037 (0.017)	-0.0053 (0.007)	0.0053 (0.009)	0.0010 (0.005)	-0.0473 (0.072)
<i>Alpha</i>						0.0296 (0.039)	0.1320* (0.072)	0.1475*** (0.060)	0.0370 (0.110)	0.2721* (0.136)
N.º de Observações	616	396	509	174	99	616	396	509	174	99
R2 Ajustado	0.744	0.375	0.559	0.257	0.115	0.604	0.725	0.600	0.963	0.462
<i>Year Fixed Effects</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Type Fixed Effects</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Tipo de Fundo</i>	Ações	Obrigações	Mistos	Monetário	Outros	Ações	Obrigações	Mistos	Monetário	Outros

Nota: p-value com cluster por fundo em que *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1 representam, respetivamente, níveis de significância de 1%, 5% e 10%. Erro-Padrão de cada variável entre parênteses.

Fonte: Autor com base em dados estatísticos da APFIPP e Morningstar Inc.

Anexo 26 – Tabela 8 - Regressões ao Preço dos FIM: Tipo de FIM

Variáveis	(2a)	(2b)	(2c)	(2d)	(2e)	(5a)	(5b)	(5c)	(5d)	(5e)
	<i>TER</i>									
<i>RET</i>	-0.0009 (0.001)	-0.0002 (0.002)	0.0003 (0.002)	-0.0043 (0.010)	-0.0132* (0.007)					
<i>Flow</i>	-0.0011*** (0.000)	0.0001 (0.000)	-0.0005 (0.000)	0.0002 (0.000)	-0.0004 (0.002)	-0.0011*** (0.000)	0.0001 (0.000)	-0.0004 (0.000)	0.0002 (0.000)	-0.0005 (0.002)
<i>Size</i>	-0.0002 (0.000)	-0.0006*** (0.000)	0.0000 (0.000)	-0.0003 (0.000)	0.0010 (0.001)	-0.0002 (0.000)	-0.0006*** (0.000)	0.0000 (0.000)	-0.0003 (0.000)	0.0009 (0.001)
<i>Family Syze</i>	0.0002 (0.000)	0.0001 (0.000)	-0.0004* (0.000)	0.0000 (0.000)	-0.0003 (0.001)	0.0002 (0.000)	0.0001 (0.000)	-0.0004** (0.000)	-0.0000 (0.000)	-0.0004 (0.001)
<i>Std Dev</i>	-0.0017 (0.002)	0.0040 (0.004)	0.0107*** (0.003)	0.0130 (0.017)	0.0200*** (0.005)	-0.0019 (0.002)	0.0045 (0.004)	0.0095*** (0.003)	0.0125 (0.016)	0.0221*** (0.006)
<i>Age</i>	0.0001 (0.000)	0.0001 (0.000)	0.0001 (0.000)	0.0006* (0.000)	-0.0015 (0.002)	0.0001 (0.000)	0.0001 (0.000)	0.0001 (0.000)	0.0005* (0.000)	-0.0014 (0.002)
<i>Alpha</i>						-0.0009 (0.001)	0.0006 (0.003)	-0.0030 (0.003)	-0.0119 (0.018)	-0.0107 (0.007)
N.º de Observações	616	396	509	174	99	616	396	509	174	99
R2 Ajustado	0.800	0.569	0.653	0.768	0.855	0.800	0.569	0.654	0.770	0.850
<i>Year Fixed Effects</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Type Fixed Effects</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Tipo de Fundo</i>	Ações	Obrigações	Mistos	Monetário	Outros	Ações	Obrigações	Mistos	Monetário	Outros

Nota: p-value com cluster por fundo em que *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1 representam, respetivamente, níveis de significância de 1%, 5% e 10%. Erro-Padrão de cada variável entre parênteses.

Fonte: Autor com base em dados estatísticos da APFIPP e Morningstar Inc.