**DESEMPENHO E CARACTERÍSTICAS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO: EVIDÊNCIAS DO MERCADO PORTUGUÊS**

**RESUMO**

Este artigo tem como objetivo o estudo da relação entre o desempenho dos fundos de investimento a atuar em Portugal e as suas características. A amostra inclui 124 fundos de ações, de obrigações e de tesouraria e mercado monetário que operaram no período 2004-2011. Nas características dos fundos consideraram-se um grupo alargado de fatores nunca antes utilizados em conjunto na literatura. A metodologia desenvolveu-se em duas fases. Em primeiro lugar, compararam-se as rendibilidades de cada categoria de fundos com os mercados de referência adequados. Em segundo lugar, o desempenho dos fundos, medido pelo alfa de Jensen, foi utilizado num modelo multifatorial com dados em painel em que as variáveis independentes são as características dos fundos. Os resultados mostram que os fundos, em geral, tiveram dificuldade em superar os mercados de referência o que é consistente com a existência de mercados financeiros eficientes. Apenas os fundos na categoria de obrigações europeias com taxa fixa apresentaram um bom desempenho. Conclui-se ainda que, para cada categoria de fundos, as suas características são úteis para o investidor no momento da escolha dos melhores fundos de investimento. Por exemplo, o melhor desempenho dos fundos que investem em ações Portuguesas ocorre entre os fundos mais antigos e de maior dimensão, com custos mais elevados, com um histórico de rendibilidades elevadas e que transacionam menos.

**Palavras-chave:** fundos de investimento. características dos fundos. dados em painel. desempenho ajustado ao risco. Portugal.

**PERFORMANCE AND CHARACTERISTICS OF MUTUAL FUNDS: EVIDENCE FROM THE PORTUGUESE MARKET**

**ABSTRACT**

In this paper we aim to study the relation between fund performance and fund attributes in the Portuguese market. The sample includes 124 equity funds, bond funds and money market funds that traded in the 2004-2011 period. A comprehensive set of fund-specific characteristics, never used before in conjunction in the literature, was considered. The methodology which was adopted had two distinct phases. Firstly, we compared the returns of each category of funds with the appropriate reference markets. Secondly, the fund performance, measured by the Jensen’s alpha, was used in a multi-factor model with panel data in which the independent variables were the fund attributes. The results show that the Portuguese funds were, in general, not able to beat the benchmarks which is consistent with the existence of efficient financial markets. Only the fixed income mutual funds performed well. Moreover, it is possible to conclude that, for each category of mutual funds, their characteristics are useful to the investor in the moment of choosing the best funds. For example, in the case of funds that invest in Portuguese stocks, the best performance occurs among older and larger funds, funds with higher costs, funds with good past performance and funds whose trading activity is low.

**Keywords:** mutual funds. funds characteristics. panel data. risk-adjusted performance. Portugal.

**DESEMPEÑO Y CARACTERÍSTICAS DE LOS FONDOS DE INVERSÍON: EVIDENCIAS DEL MERCADO PORTUGUES**

**RESUMÉN**

Este artículo tiene como objetivo estudiar la relación entre el comportamiento de los fondos de inversión que operan en Portugal y sus características. La muestra incluye 124 fondos de acciones, de bonos y de dinero que operaban en el período 2004-2011. Como características de los fondos se consideraron una amplia gama de factores nunca antes usados conjuntamente en la literatura. La metodología tuvo dos fases. En primer lugar, se compararon los rendimientos de cada categoría de fondos con los mercados de referencia apropiados. Em segundo lugar, el desempeño de los fundos, medido por el alfa de Jensen, fue utilizado en un modelo multifactorial con datos de panel en el que las variables independientes son las características de los fondos. Los resultados muestran que los fondos en general, tuvieron dificultades para superar los mercados de referencia lo que es consistente con la existencia de mercados financieros eficientes. Sólo los fondos en la categoría de los bonos europeos de tasa fija tuvieron un buen desempeño. Si concluye además que, para cada categoría de fondos, sus características son útiles para el inversor en la elección de los mejores fondos de inversión. Por ejemplo, los mejores desempeños en los fondos que invierten en acciones portuguesas se producen entre los fondos de más edad y más grandes, con mayores costos, con un historial de altos rendimientos y que llevan a cabo menos transacciones.

**Palabras clave:** fondos de inversión. características de los fondos. datos de panel. desempeño ajustado al riesgo. Portugal.

1. INTRODUÇÃO

Os fundos de investimento são uma das mais bem sucedidas inovações financeiras do século XX e constituem, atualmente, um dos mais importantes veículos de aplicação de poupanças a nível mundial. Na verdade, uma parcela significativa dos investimentos realizados nos mercados de capitais não é já efetuada por investidores individuais, mas sim por gestores profissionais de carteiras de investimento. O desenvolvimento dos fundos foi particularmente expressivo ao longo das últimas três décadas o que se traduziu num forte crescimento tanto do número de fundos como do volume de ativos sob gestão (FRENCH, 2008). Em 2011, o montante investido em fundos em todo o mundo ascendia a 23,8 trilhões de dólares (INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, 2012).

Apesar da importância desse veículo de investimento e da abundante literatura acerca do assunto, não existe ainda consenso na academia nem acerca das capacidades dos gestores de fundos para atingir resultados superiores ao das estratégias de investimento passivas nem acerca das características dos fundos capazes de explicar o seu desempenho.

Os resultados empíricos obtidos nos estudos que tentaram identificar os fatores específicos a cada fundo capazes de influenciar o seu desempenho (por exemplo, a idade do fundo, a sua dimensão, nível de risco, etc.) são, em grande medida, contraditórios. Para cada uma das principais características dos fundos existem estudos que concluem que o seu efeito no desempenho é positivo, negativo ou inexistente (ver tabela A1 em anexo).

A identificação dos fatores explicativos do desempenho dos fundos reveste-se de grande interesse para os investidores na medida em que contribuem para os orientar na seleção dos melhores alternativas de investimento. Esse auxílio é tanto mais precioso quanto é sabido que algumas das características dos fundos que podem ter um impacto relevante no seu desempenho, como as suas políticas de assunção de risco por exemplo, não são diretamente observáveis pelos investidores.

O presente trabalho pretende dar resposta a duas questões norteadoras principais. Em primeiro lugar, qual a avaliação quanto ao desempenho dos fundos de investimento mobiliário Portugueses[[1]](#endnote-1) (fundos de ações, de obrigações e de tesouraria e mercado monetário)? E, em segundo lugar, qual a relação entre as principais características dos fundos e o seu desempenho? Na resposta a essas questões serão analisados os fundos transaccionados em Portugal entre os anos de 2004 e de 2011. As características consideradas foram os custos dos fundos e as comissões cobradas, a dimensão dos fundos, a sua idade, os fluxos líquidos verificados, o seu desempenho histórico, o seu nível de risco e, por fim, a rotação média da carteira.

A pertinência do estudo destas questões num mercado como o de Portugal resulta reforçada pelas evidências empíricas recentes que sugerem que o desempenho dos fundos depende, de forma crítica, das economias nacionais em que os fundos se inserem. Isso significa que os resultados obtidos para amostras dos EUA e Reino Unido, mais frequentes na literatura, não são extrapoláveis para outros países (FERREIRA *et al*., 2012). A constatação de que o número de estudos que se debruçam sobre economias que não a dos EUA e do Reino Unido é ainda bastante limitado constitui uma motivação adicional para o presente estudo na medida em que os resultados obtidos podem assim ser considerados como evidências fora das amostras habituais.[[2]](#endnote-2)

Merecem ser destacadas as principais contribuições do artigo que agora se apresenta. Em primeiro lugar, e tanto quanto é conhecido, o estudo da relação entre o desempenho dos fundos nas suas diversas categorias e as suas características é o primeiro realizado, especificamente, para o mercado Português. No artigo de Ferreira *et al.* (2012), os autores analisaram essa relação para os fundos de investimento Portugueses, num estudo cuja amostra incluiu outros 27 países de todo o Mundo. Apesar do notável contributo que esse estudo representa, os resultados não foram apresentados país-a-país, mas em dois grupos distintos (fundos dos EUA e fundos fora dos EUA), pelo que não é possível retirar conclusões específicas para o mercado Português de fundos. Para além disso, o estudo de Ferreira *et al*. (2012) considerou apenas fundos de ações, excluindo os fundos de obrigações e de tesouraria e mercado monetário sobre os quais também incide o estudo agora apresentado.

Em segundo lugar, a nossa análise corrige os problemas metodológicos que colocam em dúvida os resultados obtidos num número significativo de estudos empíricos anteriores. Segundo Prather, Bertin e Henker (2004), o enviesamento de sobrevivência (*survivorship bias*)e a escolha dos mercados de referência (*benchmarks*) mais adequados para a avaliação do desempenho dos fundos constituem os fatores-chave no estudo deste tema. Nesse sentido, a amostra selecionada foi tratada de forma a não sofrer do enviesamento de sobrevivência e a seleção do mercado de referência para cada uma das categorias de fundos foi levada a cabo para refletir de forma apropriada as oportunidades de investimento dos fundos que se inserem em cada uma dessas categorias. Este procedimento permite obter resultados mais robustos acerca do desempenho dos fundos e identificar aquelas características que afetam o seu desempenho.

Em terceiro lugar, deve ser destacado que, para se identificar as características dos fundos que têm impacto no seu desempenho, se recorre a um conjunto de características mais abrangente, fruto da integração de contribuições anteriores, e que não foram consideradas, em conjunto, em qualquer dos estudos já realizados.

O artigo está organizado em quatro capítulos. Na secção seguinte descreve-se a amostra dos fundos e os mercados de referência selecionados. No capítulo 3 apresentam-se os resultados do estudo empírico. No capítulo 4 reúnem-se as principais conclusões.

**2. AMOSTRA**

**2.1. Fundos de Investimento Portugueses**

A amostra do presente estudo é composta por 124 Fundos de Investimento Mobiliários (FIM) Portugueses em exercício nos 96 meses compreendidos entre janeiro de 2004 e dezembro de 2011, o que perfaz um total de 7732 observações fundo/mês.

Estão incluídos na amostra os 94 fundos em atividade a 31 de dezembro de 2011, mas também os 30 fundos que não sobreviveram a todo o período da análise e já não se encontravam em exercício nessa data. A inclusão de fundos que não sobreviveram a todo o período da análise permite eliminar o enviesamento de sobrevivência.

A amostra de 124 fundos inclui os fundos classificados pela Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) como pertencentes a uma das seguintes categorias: i) Fundos de Ações, ii) Fundos de Obrigações, iii) Fundos de Tesouraria ou iv) Fundos do Mercado Monetário.[[3]](#endnote-3) Partindo desta classificação e tendo por base a classificação em subcategorias da CMVM e da Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios (APFIPP) e, em caso de dúvida, recorrendo à consulta dos prospetos dos fundos e da composição das suas carteiras, foi feita uma desagregação da amostra inicial em sete sub-amostras distintas, sendo que cada uma delas representa uma das categorias de fundos a ser estudada.

Assim, os 52 fundos de ações foram desagregados em quatro categorias: 4 fundos de ações da América do Norte, 22 fundos de ações da União Europeia, Suíça e Noruega, 18 fundos de ações internacionais e 8 fundos de ações Portuguesas. Os 46 fundos de obrigações foram desagregados em duas categorias: 24 fundos de obrigações Euro a taxa variável e 22 fundos de obrigações Euro a taxa fixa. Por fim, a categoria dos fundos de tesouraria e do mercado monetário Euro agrega 26 fundos. O facto de terem sido agregados numa mesma categoria os Fundos de Tesouraria e os Fundos do Mercado Monetário deve-se à elevada proximidade entre eles em termos de política de investimento, de horizonte temporal e de nível de risco e liquidez.

Para o cálculo da rendibilidade logarítmicas dos fundos foram utilizadas as cotações diárias das suas unidades de participação, disponíveis no *site* da CMVM. O valor das unidades de participação é líquido de impostos e de custos globais (comissões de gestão e depósito e custos de auditoria e supervisão) mas não de comissões de subscrição, resgate e transferência. Uma vez que nem todos os fundos considerados são fundos de capitalização, foi recolhida informação relativa aos dividendos distribuídos por cada um dos 11 fundos de distribuição constantes na amostra nos Relatórios e Contas anualmente publicados pelas respetivas entidades gestoras e foi considerado o seu reinvestimento no mesmo período em que foram distribuídos.

**2.2. Características dos Fundos**

Foram obtidas informações acerca das características dos fundos de investimento. As 8 características consideradas foram as seguintes: comissões, custos, dimensão, fluxos líquidos, desempenho histórico, idade, nível de risco e rotação da carteira. Os dados foram obtidos a partir das bases de dados da CMVM.

As comissões representam o somatório das comissões de subscrição, de resgate e de transferência que são cobradas pelo fundo num determinado ano. Estas comissões são apresentadas em percentagem do valor da unidade de participação do fundo.[[4]](#endnote-4)

Os custos são dados pela taxa global de custos do fundo, que representa o total de comissões de gestão e depósito e de custos de auditoria e supervisão suportados pelo fundo num determinado ano. Os custos são expressos em percentagem do valor líquido global (VLG)[[5]](#endnote-5) médio da carteira nesse ano.

A dimensão do fundo consiste no total de ativos sob gestão do portfólio e é representada pelo seu VLG no último dia de cada mês.

Os fluxos líquidos mensais são calculados como sendo a variação do total líquido de ativos sob gestão do portfólio, admitindo reinvestimento dos ganhos de capital e dos dividendos. Para a grande maioria dos fundos, que são fundos de capitalização, foi calculada a variação do VLG dos fundos em cada mês. Para os fundos que distribuem rendimentos (fundos de distribuição), o VLG foi previamente ajustado de forma a incluir o reinvestimento desses rendimentos.[[6]](#endnote-6)

O desempenho histórico do fundo foi calculado mensalmente como sendo a média da sua rendibilidade ajustada ao risco – representada pelo alfa de Jensen (JENSEN, 1968) – nos 12 meses anteriores. Na secção seguinte será apresentada a forma de cálculo da rendibilidade ajustada ao risco dos fundos.

A idade de cada fundo foi calculada mensalmente como sendo o número de anos desde a sua entrada em atividade.

Como indicador do nível de risco de cada fundo considerou-se a sua classe de risco. A classe de risco consiste numa classificação do nível de risco numa escala entre 1 e 7, em que 1 representa o risco mais baixo e 7 representa o risco mais elevado. As classes de risco de cada fundo são divulgadas anualmente pelos próprios fundos tendo por base o desvio-padrão anualizado das suas rendibilidades históricas.[[7]](#endnote-7)

Por último, a rotação da carteira é o valor das aquisições e alienações do fundo num ano. À semelhança dos custos, também a rotação média da carteira é expressa em percentagem do VLG médio da carteira nesse ano.

As comissões, os custos, a rotação média da carteira e o nível de risco são dados anuais que se encontram disponíveis nos prospetos simplificados dos fundos.

A tabela 1 apresenta algumas estatísticas descritivas das sete categorias de fundos sob estudo.

Tabela 1 – Características dos fundos de investimento por categoria

Na tabela mostram-se as características para a amostra de fundos para o período de 2004 a 2011. N refere-se ao número de fundos em cada categoria. Na tabela apresentam-se ainda as médias e medianas (entre parênteses) das várias características por categoria de fundos. Os valores das comissões são em percentagem do valor da unidade de participação do fundo. Os valores dos custos e da rotação da carteira são em percentagem do VLG. A dimensão dos fundos está expressa em milhões de euros. Os fluxos líquidos estão expressos em variações de milhões de euros. Os valores acerca da idade dos fundos estão em anos, desde a entrada em atividade dos fundos. Os valores relativos ao risco referem-se a uma escala de 1 a 7 em que 1 representa a classe de risco mais baixo e 7 a classe com risco mais elevado.

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Categoria do Fundo | N | Comissões | Custos | Dim. | Flux. Líq. | Idade | Risco | Rot. Cart. |
| F. Ações América do Norte | 4 | 0,91  (1,00) | 2,21  (2,28) | 24,68  (21,27) | -0,01  (0,02) | 9,79  (9,58) | 4,81  (5,00) | 371  (205) |
| F. Ações UE, Suíça e Noruega | 22 | 1,07  (1,00) | 1,76  (2,02) | 33,44  (13,37) | -0,09  (0,00) | 10,46  (10,04) | 4,93  (5,00) | 247  (192) |
| F. Ações Internacionais | 18 | 1,20  (1,00) | 2,09  (2,29) | 30,03  (19,09) | -0,21  (0,06) | 8,94  (8,33) | 4,87  (5,00) | 233  (197) |
| F. Ações Portuguesas | 8 | 1,00  (1,00) | 1,90  (2,03) | 53,02  (30,73) | -0,16  (-0,01) | 11,85  (11,75) | 4,86  (5,00) | 360  (304) |
| F. Obrigações Euro Taxa Variável | 24 | 0,49  (0,50) | 0,86  (0,80) | 212,40  (54,52) | -2,43  (-0,50) | 10,11  (10,50) | 1,55  (1,00) | 154  (102) |
| F. Obrigações Euro Taxa Fixa | 22 | 0,53  (0,50) | 1,06  (1,05) | 25,12  (18,96) | -0,34  (-0,07) | 9,49  (10,17) | 2,19  (2,00) | 424  (314) |
| F. Tesouraria e Mercado Monetário | 26 | 0,01  (0,00) | 0,70  (0,67) | 273,67  (134,15) | -2,43  (-1,24) | 10,57  (10,75) | 1,11  (1,00) | 249  (181) |

A tabela ilustra algumas diferenças entre as diversas categorias de fundos. Os fundos de ações distinguem-se por terem comissões e custos mais elevados do que os fundos de obrigações. Os fundos de tesouraria e mercado monetário, dadas as suas reduzidas rendibilidades, apresentam as comissões e custos mais baixos. Pela sua elevada dimensão, merecem ser destacados os fundos de obrigações denominadas em euros com taxa variável e os fundos de tesouraria e mercado monetário. A idade média dos fundos não varia significativamente nas diferentes categorias situando-se entre os 9 e os 12 anos. A ordenação dos indicadores de risco é a esperada. Os fundos de obrigações com taxa fixa e os fundos de ações portuguesas e da América do Norte apresentam os maiores valores médios de rotação de carteiras. No entanto, a comparação entre a média e a mediana permite inferir que, no caso dos fundos de ações da América do Norte, esse resultado decorre dos valores muito elevados na rotação da carteira dos fundos com estratégia de investimento mais ativas.

**2.3. Mercados de Referência**

Na avaliação do desempenho dos fundos, o objetivo é o de comparar as rendibilidades de cada fundo com as rendibilidades do mercado de referência adequado. O particular cuidado na escolha dos mercados de referência justifica-se pelo facto da amostra englobar categorias de fundos com uma grande diversidade de políticas de investimento, com diferentes binómios rendibilidade/risco e distintos horizontes temporais e níveis de liquidez. Assim, para cada uma das sete categorias de fundos foi calculada a rendibilidade logarítmica de um mercado de referência representativo das oportunidades de investimento disponíveis em cada um dos segmentos de mercado.

Mais especificamente, para o caso dos fundos de ações da América do Norte foi utilizado o índice *Standard & Poor’s 500*. Para os fundos de ações da União Europeia, Suíça e Noruega e para os fundos de ações internacionais foram utilizados dois índices do universo *Morgan Stanley*: os índices *MSCI Europe* e *MSCI World*, respetivamente. Para os fundos de ações Portuguesas recorreu-se ao *Portuguese Stock Index 20*. Para captar a evolução do mercado obrigacionista foram usados dois índices: o índice *Barclays Eur FRN Corporates* para os fundos de obrigações com taxa variável e o *Barclays Euro Aggregate Bond Index* para os fundos com taxa fixa. O índice do *Citigroup CGBI WMMI Euro 3 Month Euro Deposit* foi o escolhido como representativo das oportunidades de mercado no caso dos fundos de tesouraria e mercado monetário que investem em ativos denominados em euros.

Como *proxy* da taxa de juro sem risco, a partir da qual são calculadas as rendibilidades em excesso dos mercados de referência mencionados e fundos de investimento, foi considerada a rendibilidade anualizada da taxa *Euro Interbank**Offered Rate* (Euribor) a 1 mês.

**3. RESULTADOS DO ESTUDO EMPÍRICO**

Nesta secção apresentam-se os resultados relativos à avaliação do desempenho dos fundos de investimento Portugueses entre os anos de 2004 e 2011 bem como os determinantes do seu desempenho.

**3.1. Avaliação do Desempenho dos Fundos**

No estudo empírico do desempenho dos fundos de investimento da amostra foram calculadas as rendibilidades anuais dos 124 fundos e dos 7 mercados de referência. As rendibilidades em excesso foram obtidas através da subtração da rendibilidade do ativo sem risco. Com base nestas rendibilidades – rendibilidades em excesso dos fundos e rendibilidades em excesso das carteiras de mercado – e utilizando, para cada fundo, o mercado de referência em que cada uma das categorias de fundos se enquadra, foi estimado o alfa de Jensen para cada fundo da amostra.

O alfa de Jensen permite decompor a rendibilidade apresentada pelos fundos entre uma parcela de rendibilidade sistemática (porque pode ser replicada através do investimento no mercado de referência) e uma parcela de rendibilidade não sistemática atribuível a fatores específicos à gestão de cada fundo. Um alfa positivo (negativo) é consistente com um desempenho mais positivo (negativo) do que o esperado na medida em que evidencia rendibilidades anormais face ao nível de risco assumido. A partir dos alfas de cada fundo foi calculado o alfa médio em cada categoria de fundos.

Os resultados são apresentados na tabela 2, a seguir, Na estimativa da regressão foi utilizado o Método dos Mínimos Quadrados (OLS – *Ordinary Least Squares*). Uma vez que a violação dos pressupostos subjacentes aos modelos de regressão linear – nomeadamente de ausência de autocorrelação entre as séries dos resíduos e de homoscedasticidade – implica que os estimadores obtidos através de OLS deixem de ser eficientes, invalidando assim a inferência estatística, foi utilizado o procedimento de Newey e West (1987) para corrigir a heteroscedasticidade e a autocorrelação.

Tabela 2 – Alfas de Jensen por categoria de fundo de investimento

Na tabela são apresentadas as estimativas dos alfas de Jensen por categoria de fundos, obtidas através da regressão , onde  é a rendibilidade em excesso do fundo *p* no ano *t*,  é a rendibilidade em excesso da carteira de mercado *m* no ano *t* e onde  representa o alfa de Jensen para o fundo *p*. O período amostral inclui os anos de 2004 a 2011. Os alfas apresentados são a média e a mediana (entre parênteses) dos valores obtidos para os N fundos da categoria. É também apresentado o número de fundos e a percentagem do total de fundos (arredondada às unidades) que, em cada uma das categorias, apresentou um alfa de Jensen positivo (alfa > 0) e negativo (alfa < 0), assim como um alfa de Jensen positivo e estatisticamente significativo (alfa > 0\*) e um alfa de Jensen negativo e estatisticamente significativo (alfa < 0\*), ambos para um nível de significância de 10%. Os valores apresentados para a medida de Jensen encontram-se expressos em percentagem. Os erros das estimativas foram ajustados quanto à heteroscedasticidade e autocorrelação utilizando o procedimento de Newey e West (1987).

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Categoria | alfa de  Jensen | alfa > 0 | | alfa > 0\* | | alfa < 0 | | alfa < 0\* | |
| N | % | N | % | N | % | N | % |
| F. Ações América do Norte | -0,08  (-0,26) | 2 | 50% | 0 | 0% | 2 | 50% | 0 | 0% |
| F. Ações UE, Suíça e Noruega | -2,66  (-0,87) | 7 | 33% | 2 | 9% | 14 | 67% | 1 | 5% |
| F. Ações Internacionais | 0,77  (-1,33) | 7 | 38% | 1 | 6% | 10 | 56% | 0 | 0% |
| F. Ações Portuguesas | -2,37  (-2,26) | 0 | 0% | 0 | 0% | 8 | 100% | 0 | 0% |
| F. Obrigações Euro Taxa Variável | 0,36  (-0,05) | 11 | 46% | 5 | 21% | 12 | 50% | 4 | 17% |
| F. Obrigações Euro Taxa Fixa | 2,46  (2,01) | 16 | 73% | 9 | 41% | 2 | 9% | 0 | 0% |
| F. Tesouraria e Merc. Monetário Euro | -0,93  (-0,96) | 3 | 12% | 0 | 0% | 20 | 77% | 11 | 42% |
| Total da amostra | -0,27  (-0,62) | 46 | 37% | 17 | 14% | 68 | 55% | 16 | 13% |

A partir dos dados constantes da tabela 2 constata-se que, das sete categorias de fundos em análise, três apresentam valores médios de alfa positivos – fundos de ações internacionais, fundos de obrigações Euro a taxa variável e fundos de obrigações Euro a taxa fixa – enquanto as restantes quatro categorias apresentam alfas médios inferiores a zero. Destacam-se pela positiva os fundos de obrigações Euro a taxa fixa, com um alfa médio de 2,46%. Pela negativa evidenciam-se os fundos de ações da União Europeia, Suíça e Noruega e os fundos de ações Portuguesas, com alfas médios de -2,66% e -2,37%, respetivamente.

Uma análise que tire partido do número e proporção dos fundos com alfas positivos/negativos em cada uma das categorias proporciona um conhecimento mais detalhado dos resultados. Assim, é possível verificar que nenhum dos fundos de ações da América do Norte apresentou alfas estatisticamente diferentes de zero.

O desempenho dos fundos de ações da União Europeia, Suíça e Noruega foi claramente inferior ao mercado (alfa de -2,66%). No entanto, o resultado médio na rendibilidade destes fundos é prejudicado pelo facto das rendibilidades dos fundos com desempenho negativo se afastarem mais da rendibilidade de mercado do que os fundos com desempenho positivo.

Os fundos com ações internacionais constituem a única categoria de fundos de ações a ter um desempenho médio superior ao do mercado (alfa de 0,77%). Mas também aqui a distribuição das rendibilidades dos fundos é assimétrica. Neste caso, a comparação entre os valores da média e mediana do alfa mostra que são as rendibilidades dos fundos com desempenho positivo que se afastam mais da rendibilidade de mercado do que os fundos com desempenho negativo. Apesar disso, apenas um dos fundos nesta categoria apresenta um alfa positivo com significância estatística.

Os resultados dos fundos que detêm ações portuguesas evidenciam a dificuldade em superar o mercado. Todos os fundos desta categoria obtiveram alfas negativos.

Os valores negativos nos alfas encontrados para os fundos de ações indicam que esses fundos não foram capazes de explorar as anomalias que têm sido encontradas nesses mercados como por exemplo o efeito de *momentum* detetado por Chui, Titman e Wei (2010) nos mercados de ações internacionais e por Lobão e Lopes (2014), mais recentemente, no mercado de ações Português.

Nos fundos de obrigações o panorama é diferente. O alfa médio é positivo tanto nos fundos de obrigações a taxa variável como nos fundos de obrigações a taxa fixa.

Os fundos a taxa fixa são, do conjunto dos fundos do estudo, os que apresentam um resultado mais positivo (alfa médio de 2,46%). Este resultado reflete a existência de uma percentagem elevada de fundos (73%) capazes de obter rendibilidades mais elevadas do que o mercado sendo que mais de 40% dos fundos na categoria evidencia rendibilidades positivas e estatisticamente significativas. No total dos 22 fundos nesta categoria, apenas dois apresentaram alfas negativos.

Os fundos de obrigações a taxa fixa apresentam um alfa médio bastante menor (0,36%) e resultado da distribuição assimétrica das rendibilidades dos fundos em torno da rendibilidade de mercado. De facto, quando se considera a mediana do alfa dos fundos, o valor é negativo, ainda que marginalmente (-0,05%).

Por último, a análise do desempenho dos fundos de tesouraria e do mercado monetário mostra que estes fundos tiveram, no período considerado, um desempenho inferior ao do mercado (alfa médio de -0,93%). Do total dos 26 fundos nesta categoria, apenas 3 tiveram um alfa positivo, ainda que em nenhum caso os valores tenham sido estatisticamente significativos.

Em geral, os resultados evidenciam que os fundos sediados em Portugal tiveram dificuldade em superar as rendibilidades de mercado no período de 2004 a 2011. Quer a média (-0,27%) quer a mediana (-0,62%) do alfa são negativas para a totalidade da amostra. Apesar disso, 17 fundos (cerca de 14% do total) apresentaram rendibilidades anormais significativamente positivas o que compara com uma percentagem ligeiramente menor dos fundos (13%) cujo desempenho foi significativamente negativo. Na análise por categorias, merecem ser destacados os fundos pertencentes à categoria dos fundos de obrigações europeias a taxa fixa na sua capacidade de superar o respetivo mercado.

**3.2. Determinantes do desempenho dos fundos**

Para detetar a existência de eventuais relações entre as características de cada fundo e o seu desempenho, foi construído um modelo multifatorial de dados em painel que considera como variáveis passíveis de explicar as rendibilidades em excesso dos fundos: as comissões cobradas pelos fundos, os custos suportados pelos fundos, a sua dimensão, os fluxos líquidos dos fundos, o seu desempenho histórico, a idade dos fundos, a sua classificação de nível de risco dos fundos e, por fim, a sua rotação média da carteira.

O modelo pode ser representado pela seguinte expressão:





onde  é o alfa de Jensen do fundo *i* no período *t*,  é o somatório das comissões cobradas pelo fundo *i* no período *t*,  é a taxa global de custos suportada pelo fundo *i* no período *t*,  é a dimensão do fundo *i* no período *t*,  são os fluxos líquidos do fundo *i* no período *t*,  é o desempenho histórico do fundo *i* no período *t*,  é a idade do fundo *i* no período *t*,  é a classe de risco do fundo *i* no período *t* e  é a rotação média da carteira do fundo *i* no período *t*.

O modelo apresentado foi aplicado a dados mensais relativos a cada um dos 124 fundos da amostra. Os alfas de Jensen foram calculados conforme descrição realizada na secção anterior. Partindo dos alfas de Jensen e da informação relativa às características dos fundos, o modelo de regressão com dados em painel foi estimado para cada uma das 7 categorias de fundos.

Tendo em conta a heteroscedasticidade da variável dependente e a consequente ineficiência das estimativas obtidas por OLS, foi utilizado na estimativa do modelo o Método dos Mínimos Quadrados Ponderados (WLS – *Weight Least Squares*). Na estimativa foi ainda considerada a existência de efeitos fixos temporais (mensais), onde se admite que uma parte da variação das variáveis num determinado período é constante para todos os fundos e se consideram as variáveis – dependente e independentes – subtraídas da sua média no período. Através do teste da redundância dos efeitos fixos temporais (*likelihood ratio*) foi possível confirmar – através da rejeição para um nível de significância de 1% da hipótese nula de redundância dos efeitos fixos – que a estimativa com efeitos fixos temporais é adequada.

Os resultados obtidos no modelo que relaciona o desempenho dos fundos com as suas características apresentam-se na tabela 3, a seguir.

Tabela 3 – Relação entre as características dos fundos de investimento e o seu desempenho

Nesta tabela são apresentadas, por categoria de fundos, as estimativas dos coeficientes obtidas através da estimativa da regressão   onde  é o alfa de Jensen do fundo *i* no período *t*,  é o somatório das comissões cobradas pelo fundo *i* no período *t*,  é a taxa global de custos suportada pelo fundo *i* no período *t*,  é a dimensão do fundo *i* no período *t*,  são os fluxos líquidos do fundo *i* no período *t*,  é o desempenho histórico do fundo *i* no período *t*,  é a idade do fundo *i* no período *t*,  é a classe de risco do fundo *i* no período *t* e  é a rotação média da carteira do fundo *i* no período *t*. Entre parênteses está reportado o desvio-padrão de cada estimativa. O período amostral compreende os meses de janeiro de 2004 a dezembro de 2011. N respeita ao número de observações disponíveis para cada uma das categorias e R2 representa o coeficiente de determinação, expresso em percentagem. Individualmente, \*\*\*, \*\*, e \* assinalam as estimativas dos coeficientes que são estatisticamente significativas para níveis de significância de 1%, 5% e 10% respetivamente. A nível global, todas as regressões são estatisticamente significativas para um nível de significância de 1%.

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Categoria | N | COM | | CUST | | DIM | | FLU | | HIS | | IDA | | RIS | | ROT | | R2 |
| F. Ações da América do Norte | 336 | 0,1438 |  | 2,9967 | **\*\*** | -0,0008 | **\*\*\*** | 0,0109 | **\*\*\*** | 0,7311 | **\*\*\*** | 0,0007 |  | 0,0205 | **\*\*\*** | 0,0015 | **\*\*\*** | 88,62% |
| (2,7785) |  | (1,1958) |  | (0,0001) |  | (0,0013) |  | (0,0704) |  | (0,0024) |  | (0,0073) |  | (0,0005) |  |
| F. Ações da UE, Suíça e Noruega | 1661 | -0,7461 | **\*\*** | -0,0637 |  | -0,0001 |  | 0,0011 |  | -0,0276 |  | 0,0013 | **\*\*\*** | -0,0255 | **\*\*\*** | -0,0017 |  | 30,49% |
| (0,3663) |  | (0,4769) |  | (0,0000) |  | (0,0007) |  | (0,0469) |  | (0,0004) |  | (0,0055) |  | (0,0021) |  |
| F. Ações Internacionais | 1216 | -1,669 |  | 0,6443 |  | -0,0002 | **\*\*\*** | 0,0114 | **\*\*\*** | -0,2518 | **\*\*\*** | 0,0017 |  | 0,0026 |  | -0,009 | **\*\*\*** | 34,22% |
| (1,0369) |  | (0,735) |  | (0,0001) |  | (0,0039) |  | (0,0512) |  | (0,0012) |  | (0,0077) |  | (0,0031) |  |
| F. Ações Portuguesas | 632 | 0,1452 | **\*** | 1,506 | **\*\*\*** | 0,0000 | **\*\*\*** | 0,0002 |  | 0,2741 | **\*\*\*** | 0,004 | **\*\*\*** | 0,0022 |  | -0,0015 | **\*\*\*** | 91,43% |
| (0,0877) |  | (0,2289) |  | (0,0000) |  | (0,0002) |  | (0,0653) |  | (0,0004) |  | (0,0028) |  | (0,0003) |  |
| F. Obrigações Euro Taxa Variável | 1500 | -0,4262 |  | -1,0122 | **\*** | 0,0000 | **\*\*** | 0,0000 |  | 0,0026 | **\*** | 0,0001 |  | -0,0031 |  | -0,0007 |  | 21,24% |
| (0,4817) |  | (0,5647) |  | (0,0000) |  | (0,0000) |  | (0,0015) |  | (0,0002) |  | (0,003) |  | (0,0008) |  |
| F. Obrigações Euro Taxa Fixa | 1036 | 0,0338 |  | -0,463 | **\*** | 0,0000 |  | 0,0000 |  | 0,2131 | **\*\*\*** | 0,0001 |  | 0,0036 |  | 0,0002 |  | 25,33% |
| (0,122) |  | (0,2517) |  | (0,0000) |  | (0,0001) |  | (0,0444) |  | (0,0002) |  | (0,0026) |  | (0,0001) |  |
| F. Tesouraria e Merc. Monetário Euro | 1351 | -0,1967 |  | -0,1197 |  | 0,0000 |  | 0,0000 |  | 0,0256 | **\*\*\*** | 0,0000 |  | 0,0059 |  | -0,0001 |  | 19,14% |
| (0,2877) |  | (0,2085) |  | (0,0000) |  | (0,0000) |  | (0,0087) |  | (0,0001) |  | (0,0051) |  | (0,0002) |  |

Os resultados mostram que é possível explicar as rendibilidades em excesso apresentadas pelos fundos de investimento a partir das suas características.

Relativamente às comissões (COM), constata-se que a relação entre estas e o desempenho dos fundos é negativa e estatisticamente significativa para um nível de significância de 5% para os fundos de ações da UE, Suíça e Noruega. Para esta categoria de fundos e à semelhança de Carhart (1997) e Pollet e Wilson (2008), conclui-se que deverão ser evitados investimentos em fundos com elevadas comissões, uma vez que o investidor obterá ganhos menores, para além de suportar as próprias comissões. No entanto, para os fundos de ações Portuguesas verifica-se precisamente o contrário: os resultados apontam para a existência de uma relação positiva e significativa a um nível de significância de 10%. Este resultado é consistente com a perspetiva de que os fundos que obtêm maiores rendibilidades têm a possibilidade de cobrar comissões mais elevadas uma vez que as rendibilidades compensam o investidor pelas comissões mais elevadas que tem que suportar.

Relativamente aos custos suportados pelos fundos (CUST), os resultados indicam a existência de uma relação positiva entre a taxa global de custos e o desempenho dos fundos para os fundos de ações Portuguesas e da América do Norte, estatisticamente significativa para níveis de significância de 1% e 5%, respetivamente. Estes resultados, semelhantes aos alcançados por Droms e Walker (1996) e Wermers (2000) para os fundos de ações nos EUA, parecem corroborar a opinião de que os maiores custos com a obtenção e gestão da informação dão origem a maiores rendibilidades, capazes de compensar os fundos pelos custos por eles incorridos. No entanto, esta interpretação parece ser válida apenas para os fundos de ações na medida em que no caso dos fundos de obrigações Euro (a taxa variável e a taxa fixa), os resultados apontam para a existência de uma relação negativa (estatisticamente significativa para um nível de significância de 10%).

Relativamente à dimensão (DIM) e aos fluxos líquidos dos fundos (FLU), os resultados mostram que o seu impacto, em geral, na rendibilidade dos fundos é pouco pronunciado nos fundos de obrigações Euro (a taxa variável e a taxa fixa) e nos fundos de tesouraria e do mercado monetário Euro. Para os fundos de ações internacionais e da América do Norte os resultados apontam para a existência de uma relação negativa entre a dimensão dos fundos e o seu desempenho (significativa para um nível de significância de 1%). Por sua vez, para as categorias fundos de ações internacionais e fundos de ações da América do Norte, os resultados apontam para a existência de uma relação positiva entre os fluxos líquidos dos fundos e o seu desempenho (significativa para um nível de significância de 1%). Neste caso, os resultados são consistentes com a hipótese de *smart money* sugerida por Gruber (1996), segundo o qual os investidores são capazes de direcionar as suas poupanças para os fundos que produzem rendibilidades superiores. Se, por um lado, os resultados obtidos sugerem que os fundos maiores tendem a ter pior desempenho, por outro parecem indicar que, quanto maior for o crescimento do fundo, melhor será o seu desempenho. A aparente contradição entre estes resultados pode ser resolvida. De facto, os resultados sugerem que os fundos com um crescimento mais elevado dos seus ativos são fundos com maiores rendibilidades mas que, à medida que o fundo se torna num fundo de grande dimensão, essa rendibilidade ficará afetada. A relação positiva entre a rendibilidade e a variação da dimensão do fundo (representada pelos seus fluxos líquidos), pode ser explicada pelo facto de os ganhos dos fundos de capitalização aumentarem, eles próprios, a dimensão do fundo mas também pelo facto de, face à divulgação do sucesso do fundo, este passar a atrair novos investimentos (CICCOTELLO*,* 1996). Por outro lado, e como consequência do aumento da dimensão dos fundos, estes poderão atingir dimensões suscetíveis de afetar a sua rendibilidade. Enquanto os gestores de fundos de investimento de reduzida dimensão se podem concentrar em algumas (poucas) posições de investimento, quando os fundos se tornam maiores, a procura de novas oportunidades de investimento pode conduzir à diluição do efeito da habilidade dos gestores e à redução das rendibilidades marginais do investimento, originando deseconomias de escala. Por outro lado, quanto maior for o fundo – e, portanto, mais significativos os volumes transacionados –, mais difícil será para os gestores de carteiras não sinalizarem no mercado as suas expectativas face aos preços, pelo que sofrerão dos efeitos nos preços da reação dos restantes investidores a esse sinal (INDRO *et al*., 1999).

O desempenho histórico (HIS) parece ser um dos atributos dos fundos mais robustos no que respeita à explicação da sua rendibilidade, com 6 das 7 estimativas obtidas a se mostrarem estatisticamente significativas, 5 delas para um nível de significância de 1%. No entanto, a magnitude e o sinal da relação encontrada difere substancialmente de categoria para categoria. Enquanto variações positivas no desempenho histórico se refletem numa maior rendibilidade dos fundos de obrigações Euro (a taxa variável e a taxa fixa), dos fundos de tesouraria e mercado monetário Euro, dos fundos de ações da América do Norte e dos fundos de ações Portuguesas, para as duas restantes categorias – fundos de ações internacionais e da UE, Suíça e Noruega – os resultados sugerem que, quanto pior o desempenho passado do fundo, melhor será a sua rendibilidade em excesso esperada.

Relativamente à idade dos fundos (IDA), os resultados mostram que o seu impacto na rendibilidade é praticamente nulo para as categorias de fundos de obrigações Euro (a taxa fixa e a taxa variável) e de fundos de tesouraria e do mercado monetário Euro. Para as categorias de fundos de ações o impacto da idade dos fundos na sua rendibilidade em excesso apresenta-se como mais significativo sendo que, para os fundos de ações Portuguesas e para os fundos de ações da UE, Suíça e Noruega, os resultados apontam para a existência de uma relação positiva e estatisticamente significativa. Os resultados obtidos para estas categorias de fundos sugerem que os fundos mais jovens tendem a ter pior desempenho do que fundos que se encontram em atividade há mais tempo. Estes resultados podem ser justificados com o facto de os fundos suportarem custos mais elevados numa fase inicial (GREGORY, MATATKO e LUTHER*,* 1997), e de os fundos jovens estarem normalmente expostos a um maior risco de mercado, por investirem num reduzido número de títulos (BAUER*,* 2005).

Relativamente ao nível de risco (RIS) constata-se que o seu impacto na rendibilidade em excesso é praticamente nulo para as categorias de fundos que, por natureza, apresentam menores níveis de risco: fundos de obrigações Euro (a taxa fixa e a taxa variável) e fundos de tesouraria e do mercado monetário Euro. Para as categorias de fundos de ações, o impacto do nível de risco dos fundos na sua rendibilidade é mais significativo sendo que, para os fundos de ações da América do Norte os resultados apontam para a existência de uma relação positiva e para os fundos de ações da UE, Suíça e Noruega apontam para a existência de uma relação negativa e estatisticamente significativa para um nível de significância de 1%. Uma vez que a rendibilidade reflectida no alfa de Jensen é já numa rendibilidade ajustada ao risco, estes resultados parecem sugerir que os fundos de ações da América do Norte tendem, em média, a mais do que compensar o risco incorrido pelo investidor, possibilitando-lhe a obtenção de rendibilidades anormais e, pelo contrário, os fundos de ações da UE, Suíça e Noruega com maior risco não proporcionam sequer ao investidor a devida compensação pelo risco incorrido.

No que respeita à rotação média da carteira (ROT), também esta não parece ser uma característica com impacto na rendibilidade em excesso dos fundos de obrigações Euro (a taxa fixa e a taxa variável) e dos fundos de tesouraria e do mercado monetário Euro. No entanto, para 3 das 4 categorias de fundos de ações foram detetadas relações estatisticamente significativas, para um nível de significância de 1%, entre a rotação média das carteiras e o seu desempenho. Para os fundos de ações Portuguesas e Internacionais os resultados apontam para a existência de uma relação negativa, sugerindo que – de acordo com a posição defendida por autores como Elton *et al.* (1993), Malkiel (1995) e Carhart (1997) – uma gestão ativa não permite obter rendibilidades superiores. Pelo contrário, os resultados parecem evidenciar que o ativismo na gestão destes fundos faz com que o investimento tenha custos superiores, que não são compensados por uma maior rendibilidade. Por outro lado, para os fundos de ações da América do Norte, os resultados apontam para a existência de uma relação positiva entre a rotação média da carteira e o seu desempenho. Estes resultados, à semelhança dos resultados obtidos por Grinblatt e Titman (1994), Wermers (2000) e Dahlquist, Engstrom e Soderlind (2000), parecem confirmar a capacidade dos gestores obterem rendibilidades superiores através de estratégias ativas de investimento.

Em geral, os resultados permitem concluir que, para cada uma das categorias de fundos de investimento analisadas, as características dos fundos são importantes na previsão do seu desempenho. Embora essas características tenham uma capacidade explicativa diferenciada consoante a categoria dos fundos – desde um mínimo de 19% no caso dos fundos de tesouraria e mercado monetário até um máximo de mais de 91% no caso dos fundos de ações Portuguesas – em qualquer dos casos, as regressões são estatisticamente significativas para um nível de significância de 1%.

**4. CONCLUSÕES**

O forte crescimento da indústria de fundos de investimento nas últimas décadas tornou a avaliação do desempenho dos fundos de investimento e o estudo dos fatores determinantes desse desempenho em questões de elevado interesse, tanto para os investidores como para os académicos. Dada a crescente importância dos fundos nas decisões de investimento dos agentes económicos e a elevada disparidade das rendibilidades por estes geradas, compreende-se o interesse dos investidores em tentar identificar os fundos mais rentáveis, assim como os fatores que podem influenciar esse desempenho.

Neste artigo avaliou-se o desempenho dos 124 fundos de ações, fundos de obrigações e fundos de tesouraria e mercado monetário a atuar em Portugal entre os anos de 2004 e 2011. Adicionalmente, analisou-se a relação entre um conjunto abrangente de características específicas aos fundos e o seu desempenho.

Os resultados relativos ao desempenho global dos fundos indicam que estes tiveram dificuldade, no período em análise, em obter rendibilidades anormais positivas o que se reflete num alfa médio de -0,27%. Se, por um lado, este resultado é consistente com mercados eficientes e em que, portanto, é difícil superar o mercado de forma sistemática, também é de referir que 17 dos fundos analisados (cerca de 14% do total) registaram no período rendibilidades anormais positivas e estatisticamente significativas. Tal indica que, pelo menos para esses fundos, os mercados em que atuaram não se revelaram eficientes.

Entre as diversas categorias de fundos analisadas, apenas os fundos de obrigações europeias a taxa fixa mostraram ter capacidade de superar o respetivo mercado de referência. Nessa categoria o alfa médio foi 2,46%.

No que respeita às determinantes do desempenho dos fundos, os resultados mostram que as características dos fundos são relevantes no seu processo de seleção por parte dos investidores. A relevância empírica destes resultados é evidente: um investidor poderia ter aumentado o desempenho dos seus investimentos através da escolha dos fundos com as características adequadas. Por exemplo, no caso dos fundos que investem em ações Portuguesas, o investidor poderia ter obtido rendibilidades significativamente mais elevadas se tivesse selecionado fundos de maior dimensão e que existem há mais tempo, com custos mais elevados, com um histórico de rendibilidades elevadas e com estratégias de investimento tendencialmente mais passivas. Assumindo que os resultados são extrapoláveis para o futuro, os resultados proporcionam uma indicação das características que o investidor deve procurar nos fundos a selecionar.

Apesar dos resultados quanto à relação entre desempenho e características dos fundos serem estatisticamente significativos no interior de cada categoria de fundos, as características relevantes diferem substancialmente, tanto em sentido como em magnitude, entre categorias. A comparação entre os resultados obtidos intra-categorias e inter-categorias tem, pelo menos, duas implicações relevantes. Em primeiro lugar, sugere que a classificação dos fundos pelas diversas categorias, em função dos ativos que predominam nas suas carteiras, se revela crítica no estudo desta temática. Em segundo lugar, a variabilidade entre categorias nos resultados obtidos aconselha prudência na sua utilização para efeitos de investimento e sugere a necessidade de investigações adicionais. Por exemplo, seria interessante, como investigação posterior, aferir se as relações que se estabeleceram no período temporal analisado se mostrarão robustas no futuro, tendo em consideração uma maior amostra e outros testes ao desempenho.

**REFERÊNCIAS**

BAUER, R. International evidence on ethical mutual fund performance and investment style. **Journal of Banking & Finance**, v. 29, n. 7, p. 1751-1767, 2005.

BERK, J. B.; GREEN, R. C. Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets. **Journal of Political Economy**, v. 112, n. 6, p. 1269-1295, 2004.

BESSLER, W. et al. Capacity effects and winner fund performance: the relevance and interactions of fund size and family characteristics. **European Journal of Finance**, em publicação.

BLAKE, D.; TIMMERMANN, A. Mutual Fund Performance: Evidence from the UK. **European Finance Review**, v. 2, p. 57-67, 1998.

BROWN, S. J.; GOETZMANN, W. N. Performance Persistence. **Journal of Finance**, v. 50, n. 2, p. 679-698, 1995.

CARHART, M. M. On Persistence in Mutual Fund Performance. **Journal of Finance**, v. 52, n.1, p. 57-82, 1997.

CHEN, J. et. Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance? The role of Liquidity and Organization. **American Economic Review**, v. 94, n. 5, p. 1276-1302, 2004.

CHORDIA, T. The structure of mutual funds charges. **Journal of Financial Economics**, v. 41, p. 3-39, 1996.

CHUI, A., TITMAN, S.; WEI, K. C. J. Individualism and Momentum around the World. **Journal of Finance**, v. 65, n. 1, p. 361-392, 2010.

CICCOTELLO, C. S. Equity Fund Size and Growth: Implications for Performance and Selection. **Financial Services Review**, v. 5, n. 1, p. 1-12, 1996.

COMISSÃO DE MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **A Indústria de Fundos de Investimento em Portugal**. Lisboa, 2002.

COMISSÃO DE MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Regulamento da CMVM. Lisboa, 2003.**

CORTEZ, M. C.; PAXTON, D. A.; ARMADA, M. J. Persistence in Portuguese Mutual Fund Performance. **European Journal of Finance**, v. 5, n. 4, p. 342-365, 1999.

DAHLQUIST, M; ENGSTROM, S.; SODERLIND, P. Performance and Characteristics of Swedish Mutual Funds. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 35, n. 3, p. 409-423, 2000.

DROMS, W. G.; WALKER, D. A. Mutual Fund Investment Performance. *Quarterly* **Review of Economics and Finance***,* v. 36, n. 3, p. 347-363, 1996.

ELTON, E. J. et al. M. Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolios. **Review of Financial Studies***,* v. 6, n. 1, p. l-22, 1993.

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J.; BLAKE, C. R. Survivorship bias and mutual fund performance. **Review of Financial Studies**, v. 9, p. 1097-1120, 1996.

FERREIRA, M. A. et al. The flow-performance relationship around the world. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, p. 1759-1780, 2012.

FONSECA, S. C.; MALAQUIAS, R. F. O Efeito Smart Money no Segmento de Fundos Multimercados. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 2, n. 3, p. 3-16, set/dez., 2012.

FRENCH, K. Presidential Address: The Cost of Active Investing. **Journal of Finance**, v. 63, p. 1537-1573, 2008.

FULKERSON, J. A.; JORDAN, B. D.; RILEY, T. B. Return Chasing in Bond Funds. **Journal of Fixed Income**, v. 22, n. 4, p. 90-103.

GIL-BAZO, J.; RUIZ-VERDU, P. Yet another puzzle? The relation between price and performance in the mutual fund industry. **Journal of Finance**, v. 64, p. 2153-2183, 2009.

GOETZMANN, W.; IBBOTSON, R. Do winners repeat? Patterns in mutual fund return behavior. **Journal of Portfolio Management**, v. 20, p. 9-18, 1994.

GOLEC, J. H. The Effects of Mutual Fund Managers’ Characteristics on Their Portfolio Performance, Risk and Fees. **Financial Services Review***,* v. 5, n. 2, p. 133-148, 1996.

GREGORY, A.; MATATKO, J.; LUTHER, R. Ethical unit trust financial performance: Small company effects and fund size effects. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 24, p. 705-725, 1997.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. Portfolio Performance Evaluation: Old Issues and New Insights. **Review of Financial Studies**, v. 2, n. 3, p. 393-421, 1989.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. The Persistence of Mutual Fund Performance. **Journal of Finance**, v. 47, n. 5, p. 1977-1984, 1992.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. A Study of Monthly Mutual Funds Returns and Performance Evaluation Techniques. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 29, n. 3, p. 419-444, 1994.

GRUBER, M. Another Puzzle: The growth in actively managed mutual funds. **Journal of Finance**, v. 51, p. 783-807, 1996.

HENDRICKS, D.; PATEL, J.; ZECKHAUSER, R. Hot Hands in Mutual Funds: Short-Run Persistence of Relative Performance, 1974-1988. **Journal of Finance**, v. 48, n. 1, p. 93-130, 1993.

INVESTMENT COMPANY INSTITUTE. **Investment Company Fact Book: a review of trends and activity in the U.S. investment company industry**. Washington, 2012.

**INDRO, D.C. et al**. Mutual Fund Performance: Does Fund Size Matter? **Financial Analysts Journal**, v. 55, n. 3, p. 74-87, 1999.

IPPOLITO, R. Efficiency with Costly Information: a Study of Mutual Fund Performance, 1965-1984. **Quarterly Journal of Economics**, v. 104, n. 1, p. 1-23, 1989.

JENSEN, M. C. The performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. **Journal of Finance**, v.23, p. 389-416, 1968

JONES, M. A. Update to ‘An Examination of Fund Age and Size and Its Impact on Hedge Fund Performance’. **Journal of Investing**, v. 18, p. 108-114, 2009.

LOBÃO, J.; LOPES, C. M. Momentum Strategies in the Portuguese Stock Market. **Aestimatio – The IEB International Journal of Finance**, v. 8, p. 68-89, 2014.

**LOW,** S. On the Relation between Fund Performance and Characteristics of Malaysian Unit Trust Fund. **Prague Economic Papers**, v. 21, n. 2, p. 205-219, 2012.

LYNCH, A. W.; MUSTO, D. K. How Investors Interpret Past Funds Returns. **Journal of Finance**, v. 58, n.5, p. 2033-2038, 2003.

MALKIEL, B. G. Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991.**Journal of Finance**, v. 50, n. 2, p. 549-572, 1995.

NEWEY, W. K.; WEST, K. D. A Simple, Positive, Semi-Definitive, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix. **Econometrica**, v. 55, n. 3, p. 703-708, 1987.

OTTEN, R.; BAMS, D. European Mutual Fund Performance. **European Financial Management***,* v. 8, n. 1, p. 75-101, 2002.

PETERSON, J. et al. Explaining the performance of domestic equity mutual funds. **Journal of Investing**, v. 10, p. 81-92, 2001.

POLLET, J.; WILSON, M. How does size affect mutual fund behavior? **Journal of Finance**, v. 63, p. 2841-2969, 2008.

PRATHER, L.; BERTIN, W. J.; HENKER, T. Mutual funds characteristics, managerial attributes, and fund performance. **Review of Financial Economics**, v. 13, p. 305-326, 2004.

SAWICK, J.; FINN, F. Smart Money and Small Funds. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 29, n. 5, p. 825-846, 2002.

VOLKMAN, D. A.; WOHAR, M. E. Determinants of persistence in relative performance of mutual funds. **Journal of Financial Research**, v. 18, n. 4, p. 415-430, 1995.

WERMERS, R. Momentum investment strategies of mutual funds, performance persistence, and survivorship bias. **Documento de Trabalho**, University of Colorado, 1997.

WERMERS, R. Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs, and Expenses. **Journal of Finance**, v. 55, n. 4, p. 1655-1695, 2000.

YAN, X. Liquidity, investment style, and the relation between fund size and fund performance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 43, p. 741-768, 2008.

ZHENG, L. Is Money Smart? A Study of Mutual Funds Investors' Fund Selection Ability. **Journal of Finance**, v. 54, n. 3, p. 901-933, 1999.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Característica do fundo | Relação com o desempenho | Estudos |
| Comissões | Positiva | CHORDIA (1996) |
| Negativa | CARHART (1997), POLLET e WILSON (2008) |
| Inexistente | CHEN *et al.* (2004), FERREIRA *et al.* (2012) |
| Custos | Positiva | IPPOLITO (1989), DROMS e WALKER (1996) |
| Negativa | GRUBER (1996), GOLEC (1996), CARHART (1997), DAHLQUIST, ENGSTROM e SODERLIND (2000), OTTEN e BAMS (2002), GIL-BAZO e RIZ-VERDU(2009) |
| Inexistente | GRINBLATT e TITMAN (1994), CHEN *et al*. (2004), FERREIRA *et al.* (2012), LOW (2012) |
| Dimensão | Positiva | CICCOTELLO (1996), OTTEN e BAMS (2002), BERK e GREEN (2004), FERREIRA *et al.* (2012) |
| Negativa | GRINBLATT e TITMAN (1989), INDRO *et al*. (1999), DAHLQUIST, ENGSTROM e SODERLIND (2000), SAWICK e FINN (2002), CHEN *et al.* (2004), POLLET e WILSON (2008), YAN (2008), JONES (2009), FERREIRA *et al.* (2012), BESSLER *et al*. (2014) |
| Inexistente | DROMS e WALKER (1996), PRATHER, BERTIN e HENKER (2004), LOW (2012) |
| Desempenho Histórico | Positiva | GRINBLATT e TITMAN (1992), HENDRICKS, PATEL e ZECKHAUSER (1993), GOETZMANN e IBBOTSON (1994), BROWN e GOETZMANN (1995), MALKIEL (1995), VOLKMAN e WOHAR (1995), ELTON, GRUBER e BLAKE (1996), WERMERS (1997), CARHART (1997), FERREIRA *et al.* (2012), FULKERSON, JORDAN e RILEY (2013), BESSLER *et al*. (2014) |
| Inexistente | CORTEZ, PAXTON e ARMADA (1999), DAHLQUIST, ENGSTROM e SODERLIND (2000), OTTEN e BAMS (2002), FERREIRA *et al*. (2012) |
| Idade | Positiva | GREGORY, MATATKO e LUTHER (1997), BLAKE e TIMMERMAN (1998), BAUER (2005) |
| Negativa | OTTEN e BAMS (2002), FERREIRA *et al.* (2012) |
| Inexistente | PETERSON  *et al*. (2001), CHEN *et al*. (2004), PRATHER, BERTIN e HENKER (2004), LOW (2012) |
| Fluxos Líquidos | Positiva | IPPOLITO (1989), GRINBLATT e TITMAN (1989), GRUBER (1996), ZHENG (1999), DAHLQUIST, ENGSTROM e SODERLIND (2000), LYNCH e MUSTO (2003), FONSECA e MALAQUIAS (2012) |
| Negativa | BESSLER *et al*. (2014) |
| Inexistente | CHEN *et al.* (2004) |
| Nível de Risco | Positiva | LOW (2012) |
| Negativa | GOLEC (1996) |
| Rotação da Carteira | Positiva | GRINBLATT e TITMAN (1994), WERMERS (2000), DAHLQUIST, ENGSTROM e SODERLIND (2000) |
| Negativa | ELTON *et al*. (1993), MALKIEL (1995), CARHART (1997) |
| Inexistente | IPPOLITO (1989), DROMS e WALKER (1996), LOW (2012) |

Tabela A1 – Quadro-resumo dos resultados obtidos em estudos de relação entre desempenho e características dos Fundos de Investimento

1. De acordo com a Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (2002), fundos de investimento Portugueses são aqueles que são simultaneamente geridos e comercializados por entidades domiciliadas em território Português. [↑](#endnote-ref-1)
2. Como exceções relevantes podem ser mencionados os estudos de Dahlquist, Engstrom e Soderlind (2000) que analisam os fundos da Suécia, de Otten e Bams (2002) que se debruçam sobre os fundos de cinco países europeus e de Low (2012) que investigam os fundos da Malásia. [↑](#endnote-ref-2)
3. Das categorias mencionadas foram apenas excluídos os fundos subclassificados como Fundos de Ações Sectoriais e Fundos de Obrigações Internacionais. Os primeiros por implicarem a utilização de um conjunto adicional de mercados de referência (um para cada setor) e os segundos por serem fundos com composições e objetivos de investimento muito distintos entre si. [↑](#endnote-ref-3)
4. As comissões foram obtidas através da soma das taxas de comissão de subscrição, de resgate e de transferência. No caso das comissões de resgate, frequentemente definidas em função da duração do investimento, foi calculada e considerada a média das taxas cobradas para os seguintes prazos (em dias): entre 0 a 15 dias, de 16 a 90 dias, de 91 a 180 dias, de 181 a 360 dias e, por último, mais de 360 dias. [↑](#endnote-ref-4)
5. O valor líquido global do fundo é apurado deduzindo à soma dos valores que o integram o montante de comissões e encargos suportados até ao momento de valorização da carteira (COMISSÃO DE MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2003). [↑](#endnote-ref-5)
6. Para os fundos de distribuição, foi somado ao VLG do fundo o valor dos dividendos distribuídos, recolhidos dos Relatório e Contas dos fundos em causa. [↑](#endnote-ref-6)
7. A classe de risco 1 é atribuída aos fundos cujo desvio-padrão anualizado das rendibilidades no ano anterior se tenha situado entre 0% e 5%. A classe de risco 2 é atribuída quando esse desvio-padrão se situou entre os 0,5% e os 2%. A classe de risco 3 é atribuída quando o desvio-padrão se situou entre os 2% e os 5%. A classe de risco 4 é atribuída quando o desvio-padrão se situou entre os 5% e os 10%. A classe de risco 5 é atribuída quando o desvio-padrão se situou entre os 10% e os 15%. A classe de risco 6 é atribuída quando o desvio-padrão se situou entre os 15% e os 25%. Por fim, a classe de risco 7 é atribuída quando o desvio-padrão se situou acima dos 25%. [↑](#endnote-ref-7)