

A INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PORTUGAL

SETEMBRO 2002

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	6
I. FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PORTUGAL	8
I.1 - CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO	8
I.1.1 - QUANTO À NATUREZA DOS ACTIVOS.....	9
I.1.2 - QUANTO À VARIABILIDADE DO CAPITAL.....	13
I.1.3 - QUANTO AO ESPAÇO DE ACTUAÇÃO.....	13
I.1.4 - QUANTO À FORMA DE REMUNERAÇÃO DO PARTICIPANTE.....	14
I.1.5 - QUANTO AO NÍVEL DE HARMONIZAÇÃO.....	14
I.2 - ENQUADRAMENTO LEGAL	16
I.2.1 - ENTIDADES DE SUPERVISÃO.....	17
I.2.2 - REGULAMENTOS.....	18
I.3 - EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO	21
I.3.1 - Os FUNDOS DE INVESTIMENTO ENTRE OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS.....	22
I.3.2 - Os FUNDOS DE INVESTIMENTO NO SISTEMA FINANCEIRO.....	24
I.3.3 - CONCLUSÕES.....	26
I.4 - FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	27
I.4.1 - Os FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO NO CONTEXTO INTERNACIONAL.....	27
I.4.2 - INDÚSTRIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO EM PORTUGAL.....	28
I.4.2.1 - <i>Composição das Carteiras</i>	28
I.4.2.2 - <i>Valores geridos pelas SGFII e Comissões</i>	30
I.4.3 - CONCLUSÕES.....	33
I.5 - FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO	34
I.5.1 - Os FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO NO CONTEXTO INTERNACIONAL.....	34
I.5.2 - INDÚSTRIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO EM PORTUGAL.....	36
I.5.2.1 - <i>Evolução dos Fundos de Investimento Mobiliário - por Categoria de fundos</i>	38
I.5.2.2 - <i>Composição das Carteiras - por Natureza de Valor</i>	41
I.5.2.3 - <i>Investimentos dos Fundos de Investimento Mobiliário - por Origem de Valor e Moeda</i>	42
I.5.2.4 - <i>Valores Geridos pelas SGFIM e Comissões</i>	46
I.5.3 - Os FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO ESTRANGEIROS.....	52
I.5.4 - CONCLUSÕES.....	54
II. COMPORTAMENTO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM ACÇÕES	56
II.1 - ANÁLISE DA RENDIBILIDADE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO	58
II.1.1 - RENDIBILIDADE - POR FUNDO E CLASSE DE FUNDO.....	59
II.1.2 - RENDIBILIDADE - POR ENTIDADE GESTORA.....	61
II.1.3 - EFEITO DA INTRODUÇÃO DE COMISSÕES NA ORDENAÇÃO DOS FUNDOS.....	62
II.1.4 - CONCLUSÕES.....	63
II.2 - COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO	64
II.2.1 - COMPOSIÇÃO DE CARTEIRA - POR FUNDO E CATEGORIA DE FUNDO.....	65
II.2.2 - COMPOSIÇÃO DE CARTEIRA - POR ENTIDADE GESTORA.....	67
II.2.3 - CONCLUSÕES.....	68
II.3 - MEDIDAS DE AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE	69
II.3.1 - MODELO CAPM.....	69
II.3.1.1 - <i>Modelo CAPM - resultados por fundo e categoria de fundo</i>	70

II.3.1.2 - Modelo CAPM – resultados por entidade gestora.....	75
II.3.1.3 - Modelo CAPM – alguns problemas metodológicos.....	76
II.3.2 - OUTRAS MEDIDAS DE AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE.....	79
II.3.2.1 - Medida de Jensen.....	79
II.3.2.2 - Medida de Treynor.....	81
II.3.2.3 - Medida de Sharpe.....	82
II.3.2.4 - Comparação entre medidas.....	83
II.3.2.5 - Conclusões.....	86
II.4 - O FENÓMENO HOT-HAND.....	88
II.4.1 - METODOLOGIA A.....	89
II.4.2 - METODOLOGIA B.....	91
II.4.3 - CONCLUSÕES.....	93
II.5 - PERFORMANCE DO FUNDO E TIME ABILITY.....	94
II.5.1 - RESULTADOS POR FUNDO E CATEGORIA DE FUNDO.....	95
II.5.2 - Conclusões.....	103
II.6 - OUTROS DETERMINANTES DA RENDIBILIDADE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO	104
II.6.1 - CONCLUSÕES.....	111
CONCLUSÃO.....	112
BIBLIOGRAFIA.....	114
III. ANEXOS	

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Evolução da indústria dos Fundos de Investimento	21
Tabela 2 - Evolução do valor sob gestão, por investidor institucional.....	22
Tabela 3 - Investimento de carteira por sector institucional residente, no exterior	23
Tabela 4 - Investimentos em FIM, FII e Depósitos efectuados por particulares e empresas não financeiras em Outras Instituições Financeiras e Monetárias	24
Tabela 5 - Evolução da actividade dos FII, por espécie.....	28
Tabela 6 - Composição discriminada da carteira de aplicações dos FII	30
Tabela 7 - Valor gerido por entidade gestora e quotas de mercado	31
Tabela 8 - Comissões cobradas pelas SGFII.....	32
Tabela 9 - Peso das categorias de FIM (harmonizados) no VLG de cada país da União Europeia - Dezembro 2001	36
Tabela 10- Evolução do número e VLG dos Fundos de Investimento Mobiliário	37
Tabela 11 - Evolução do número de fundos e das carteiras dos FIM - por classes de fundos.....	39
Tabela 12 - Decomposição percentual agregada das carteiras dos FIM, por natureza de valor.....	41
Tabela 13 - Desagregação das carteiras dos fundos por mercado e origem de valor	42
Tabela 14 - Estrutura dos investimentos dos FIM nos mercados bolsistas (%)	42
Tabela 15 - Evolução dos montantes aplicados pelos FIM em acções, obrigações e dívida pública - por origem de valor.....	43
Tabela 16 - Evolução do montante gerido pelas SGFIM e respectivas quotas de mercado	47
Tabela 17 - Comissões cobradas pelas SGFIM	48
Tabela 18 - Custos suportados pelos FIM.....	49
Tabela 19 - Comissões de depósito e de gestão relativas a cada tipo de fundo (médias).....	50
Tabela 20 - Comissões de subscrição e de resgate relativas a cada tipo de fundo (médias)	50
Tabela 21 - Taxas e Comissões cobradas em % do Valor Líquido dos Fundos - Valores Médios.....	51
Tabela 22- Participações de Instituições de Investimento Colectivo Estrangeiras Comercializadas em Portugal	53
Tabela 23 - Montantes comercializados em Portugal de OICVM estrangeiros, por entidade comercializadora	53
Tabela 24 - Rendibilidade sem comissões dos Fundos Investimento - Mediana	59
Tabela 25 - Rendibilidade dos fundos de investimento considerando comissões - Mediana	59
Tabela 26 - Excesso de rendibilidade sem comissões dos Fundos Investimento - Mediana	60
Tabela 27 - Excesso de rendibilidade com comissões dos Fundos Investimento - Mediana.....	60
Tabela 28 - Correlação entre a ordenação dos fundos (em %) - rendibilidade com comissões incluídas <i>versus</i> não incluídas.....	62
Tabela 29 - Parâmetros do CAPM - Fundos PPA	71
Tabela 30 - Parâmetros do CAPM - Fundos Acções Portugal.....	72
Tabela 31 - Parâmetros do CAPM - Fundos Acções União Europeia	73
Tabela 32 - Parâmetros do CAPM - Fundos Acções Internacionais.....	74
Tabela 33 - Valores e significância estatística dos parâmetros alfa no modelo CAPM - por categoria de fundo.....	75
Tabela 34 - Valores e significância estatística dos parâmetros alfa do modelo CAPM - por entidade gestora.....	75
Tabela 35 - Número de quebras de estrutura do modelo CAPM.....	76
Tabela 36 - Número de quebras de estrutura do modelo CAPM - total dos fundos	78
Tabela 37 - Valor para o parâmetro alfa e sua significância estatística.....	79
Tabela 38 - Rácio de Jensen para os Fundos de Investimento - Mediana.....	80
Tabela 39 - Rácio de Treynor para os Fundos de Investimento em Acções - Mediana	81
Tabela 40 - Rácio de Sharpe para os Fundos de Investimento em Acções - Mediana	82
Tabela 41 - Coeficiente de Correlação de Spearman - Fundos PPA	83
Tabela 42 - Coeficiente de Correlação de Spearman - Fundos AP.....	84

Tabela 43 - Coeficiente de Correlação de Spearman – Fundos AUE	84
Tabela 44 - Coeficiente de Correlação de Spearman – Fundos AI.....	84
Tabela 45 - Coeficiente de Correlação de Spearman – Rendibilidade Sem Comissões <i>versus</i> Medidas de Avaliação de <i>Performance</i>	85
Tabela 46 - Coeficiente de Correlação de Spearman – Excesso de Rendibilidade Sem Comissões <i>versus</i> Medidas de Avaliação de <i>Performance</i>	85
Tabela 47 - Teste à persistência da performance dos Fundos de Investimento – Rendibilidade Simples	89
Tabela 48 - Teste à persistência da performance dos Fundos de Investimento – Excesso de Rendibilidade.....	90
Tabela 49 - Teste à persistência da performance dos Fundos de Investimento - Rendibilidade Simples.	91
Tabela 50 - Teste à persistência da performance dos Fundos de Investimento – Excesso de Rendibilidade.....	92
Tabela 51 - Parâmetros do CAPM (ajustamento quadrático) - Fundos PPA	95
Tabela 52 - Parâmetros do CAPM (ajustamento quadrático) - Fundos AP.....	96
Tabela 53 - Parâmetros do CAPM (ajustamento quadrático) - Fundos AUE	97
Tabela 54 - Parâmetros do CAPM (ajustamento quadrático) - Fundos AI.....	98
Tabela 55 - Valor do parâmetro δ_x e sua significância estatística.....	98
Tabela 56 – Valor do parâmetro δ_x e ano de início da actividade do fundo.....	99
Tabela 57 - Rendibilidade e desvio padrão do índice de similaridade (OLS).....	101
Tabela 58 - Combinações possíveis nas componentes do <i>market timing</i>	102
Tabela 59 - Principais resultados para a componente C1 e C2 do <i>market timing</i>	102
Tabela 60 – Sinal dos Parâmetros Estimados para o Modelo I	110

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1- Índice da evolução do fluxo de investimento no exterior e do VLG dos FI, FP e Seguradoras e do total (base = 100).....	23
Gráfico 2 - Evolução das quotas de mercado do investimento de carteira no exterior	24
Gráfico 3 - Rácio entre os factores de crescimento anuais do VLG dos FIM harmonizados e da Massa Monetária	25
Gráfico 4 - Peso da indústria dos FII no PIB e valor dos activos por habitante (€)	27
Gráfico 5 - Evolução da carteira de mercado (em % do VLG)	29
Gráfico 6 - Alguns indicadores da actividade dos FIM (total)	35
Gráfico 7 - Valor global gerido pelos FIM e pelos Fundos de Pensões nos países da União Europeia (em % do PIB) - Dezembro de 2000.....	35
Gráfico 8 - Montantes sob gestão - evolução real <i>versus</i> nominal.....	40
Gráfico 9 - Peso das diversas categorias de fundos no VLG da indústria de FIM	41
Gráfico 10 - Evolução da importância relativa do investimento dos FIM em acções	44
Gráfico 11 - Evolução da importância relativa do investimento dos FIM em obrigações.....	45
Gráfico 12 - Evolução da importância relativa do investimento dos FIM em dívida pública	46
Gráfico 13 - Simulação do valor de uma UP, incluindo todas as comissões	51
Gráfico 14 - Rendibilidade e excesso de rendibilidade máxima e mínima obtida por fundo - período 1995-2001	61
Gráfico 15 - Evolução e Desvio Padrão do índice de similaridade - Fundos PPA	65
Gráfico 16 - Evolução e Desvio Padrão do índice de similaridade - Fundos AP.....	66
Gráfico 17 - Evolução e Desvio Padrão do índice de similaridade - Fundos AUE.....	66
Gráfico 18 - Evolução e Desvio Padrão do índice de similaridade - Fundos AI.....	67
Gráfico 19 - Desvio Padrão do Indicador de Similaridade - Por entidade Gestora.....	67
Gráfico 20 - Percentagem das alterações de estrutura em que ocorre uma subida/descida do Beta.....	77
Gráfico 21 - Polígono de frequência acumulada para a distribuição das quebras de estrutura.....	77

INTRODUÇÃO

A origem dos fundos de investimento remonta já a meados do séc. XIX¹, ainda que apenas em meados dos anos 60 tenham atingido uma expressão relevante nos EUA. Na Europa, o surgimento de um mercado pan-europeu de fundos de investimento teve início com a implementação da chamada directiva UCITS² (em 1 de Outubro de 1985) por parte de todos os estados pertencentes à CEE.

As principais vantagens da aplicação das poupanças em fundos de investimento³, mobiliários ou imobiliários, comparativamente às aplicações directas em acções, obrigações ou outro tipo de activos⁴, prendem-se, entre outros, com os seguintes aspectos. Em primeiro lugar, a gestão profissional da carteira, traduzida num profundo conhecimento dos mercados, reflecte-se, em princípio, em rendibilidades superiores às que seriam obtidas por gestores não profissionais⁵. Em segundo lugar, os fundos têm acesso a mercados que para o pequeno investidor se revelam inacessíveis⁶, com inevitáveis efeitos benéficos ao nível da diversificação do risco. Por fim, os fundos beneficiam de um enquadramento institucional que concede maior segurança ao investimento⁷.

Atendendo à importância da indústria de fundos de investimento no contexto do sistema financeiro, pretende-se com o presente estudo realizar um levantamento exaustivo da actividade da indústria em Portugal, comparando-a sempre que possível com a realizada em outros países europeus. Para além disso, analisa-se com particular atenção a actividade dos fundos de investimento em acções, no que respeita nomeadamente à eventual capacidade dos gestores de fundos “baterem” de forma sistemática

¹ O primeiro fundo de investimento foi criado em 1849 na Suíça (*Société Civile Genèveoise d'emploi de fonds*), tendo sido criado em 1868 o segundo fundo de investimento no Reino Unido (*Foreign & Colonial Government Trust*), o qual, e pela primeira vez, apresentou uma definição de fundo de investimento como sendo um "...veículo, que permite ao investidor de recursos moderados obter as mesmas vantagens que os grandes capitalistas no que respeita à diminuição do risco...dispersando o investimento por várias acções". O primeiro fundo americano surgiu em 1894 (*Boston Personal Property Trust*), enquanto os Alemães só o fizeram em 1923 (*Zickert'sche Kapitalverein*). Refira-se que todos estes fundos de investimento eram fechados, sendo que o primeiro fundo de investimento aberto só surgiu em 1924 nos EUA (*The Massachusetts Investment Trust*).

² UCITS é a abreviatura de "*Undertaking for collective Investment in Transferable Securities*" e descreve os fundos de investimento que respeitam à directiva UCITS. Estes fundos são livremente transaccionados dentro da UE.

³ Cada fundo divide-se em partes de características idênticas e sem valor nominal - unidades de participação (UP) - que podem ser subscritas junto de uma entidade gestora, bem como de entidades colocadoras (balcões dos bancos) e meios de comercialização autorizados pela CMVM, como sejam a banca telefónica e a internet.

⁴ Em imóveis, no caso dos fundos de investimento imobiliário.

⁵ As Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento (SGFI), entidades especializadas que gerem os fundos, proporcionam uma gestão profissional dos fundos e têm acesso a conhecimentos técnicos, económicos e financeiros dificilmente acessíveis ao investidor individual. Todavia, a possibilidade dos fundos de investimento obterem ganhos anormais em resultado de uma gestão profissional parece não ser consensual, conforme referem Malkiel (1995), Bernstein (2001) ou Shiller (2001).

⁶ Isto é, para além do acesso ao mercado nacional, o aforrador realiza investimentos, se bem que de forma indirecta, à escala mundial e numa gama diversificada de activos.

⁷ A crescer a este factor, o enquadramento fiscal dos fundos (definido pelo Estatuto dos Benefícios Fiscais) também prevê alguns benefícios para certos tipos de fundos.

os índices de mercado⁸, aferindo assim, ainda que de forma indirecta, o grau de eficiência do mercado de capitais português.

O estudo encontra-se organizado em duas secções:

- (i) uma primeira, onde se apresenta a tipologia de fundos de investimento existente (I.1), seguindo-se o enquadramento legal da actividade em Portugal (I.2) e depois a análise da informação estatística sobre a indústria dos fundos de investimento em termos globais e comparação com outros investidores institucionais (I.3). Por último, particulariza-se para o caso dos fundos imobiliários (I.4) e mobiliários (I.5) ao nível nacional e no contexto dos países da União Europeia.
- (ii) na segunda secção analisa-se o comportamento dos fundos de acções nomeadamente no que respeita à rendibilidade (II.1) e composição dos mesmo (II.2). Posteriormente, procede-se à estimação do modelo CAPM para os diferentes fundos de investimento, bem como ao cálculo das medidas de Jensen, Treynor e Sharpe (II.3), testando-se ainda a hipótese de existência de persistência nos retornos dos fundos - o denominado fenómeno *Hot-Hand* (II.4). Segue-se a avaliação da capacidade do gestor em antecipar os movimentos futuros dos preços (II.5). Por último, procuram-se identificar outras variáveis explicativas da rendibilidade dos fundos de investimento, para além da rendibilidade do mercado.

⁸ Ao conseguirem que os fundos por si geridos obtenham rendibilidades acima da média.

I. FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PORTUGAL

I.1 - CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

O património de um fundo pertence a uma pluralidade de pessoas singulares ou colectivas denominadas participantes e pode ser aplicado em diversos instrumentos financeiros segundo um princípio de divisão de riscos⁹. Deste modo, existe uma vasta variedade de fundos de investimento consoante o binómio risco/rendibilidade associado e a política de investimento pretendida por cada agente, com vista a formar uma carteira diversificada de valores mobiliários ou outros valores equiparados. Assim, é possível distinguir os fundos de investimento segundo determinados critérios, tais como:

- I.1.1 Natureza dos activos;
- I.1.2 Variabilidade do capital;
- I.1.3 Espaço de actuação;
- I.1.4 Forma de remuneração do capital;
- I.1.5 Nível de harmonização.

⁹ A estrutura fundamental dos fundos de investimento legalmente estabelecida assenta em três entidades: a sociedade de gestão, o depositário e os participantes. O investimento efectuado por um fundo de investimento depende de duas entidades:

i) *Sociedade Gestora* - especializada em mercados financeiros, é responsável pela administração do fundo em representação dos participantes, aplicando o seu dinheiro na compra e venda de títulos, direitos ou outras aplicações financeiras. Tratando-se de fundos fechados, a gestão pode também ser efectuada por instituições de crédito - situação ainda inexistente em Portugal.

ii) *Banco Depositário* - é a entidade que, entre outras funções, efectua 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.

Eventualmente, poderá existir uma terceira entidade:

iii) *Entidade Colocadora* - assume as funções normalmente desempenhadas pelo Banco Depositário e exerce a actividade de distribuição por conta da Sociedade Gestora (está sujeita às normas que regem as operações do depositário).

Apesar dos fundos de investimento pertencerem aos participantes estes não interferem na sua gestão (mandatando para tal, a sociedade gestora), sendo apenas titulares do direito à percepção dos respectivos proventos, nos termos fixados no regulamento de gestão, e do direito de resgate/reembolso das suas unidades de participação.

I.1.1 - Quanto à Natureza dos Activos

Neste âmbito, os fundos de investimento podem distinguir-se entre imobiliários e mobiliários:

- (i) *Fundo de Investimento Imobiliário* (FII) - quando o fundo privilegia a aplicação em valores imóveis de raiz ou em valores mobiliários de sociedades cujo objecto principal seja a transacção, mediação ou exploração imobiliária;
- (ii) *Fundo de Investimento Mobiliário* (FIM) - quando o fundo se especializa na aplicação em valores mobiliários transaccionáveis.

Relativamente aos FIM, existe uma diversidade de categorias de políticas de investimento que traduzem diferentes binómios rentabilidade/risco e distintos horizontes temporais, que dão ao investidor a possibilidade de escolher aquele que melhor se adequa às suas especificidades.

Os FIM podem então diferenciar-se pelo nível de liquidez, risco e rentabilidade potencial, assumindo as seguintes categorias:

- a. *Fundos de Acções;*
- b. *Fundos de Obrigações;*
- c. *Fundos Mistos;*
- d. *Fundos de Tesouraria;*
- e. *Fundos de Fundos;*
- f. *Fundos do Mercado Monetário;*
- g. *Fundos de Poupança-Reforma/Educação e Fundos de Poupança em Acções;*
- h. *Fundos Garantidos;*
- i. *Fundos de Índices.*

Os *Fundos de Acções*, constituídos predominantemente por acções (cotadas ou não), estão normalmente associados a um maior potencial de crescimento e rentabilidade e, deste modo, simultaneamente sujeitos a um risco superior, pelo que devem ser encarados como um investimento a longo prazo.

De acordo com os critérios de classificação de fundos de investimento mobiliário da CMVM (a partir de 1999 inclusive)¹⁰ os fundos de acções devem investir uma percentagem mínima de 70% da carteira em acções¹¹ e podem ser subdivididos em três categorias, a saber:

- *Nacionais* - quando o património é composto, no mínimo, por 70% de acções transaccionadas em mercados nacionais e com um mínimo de 90% dos activos expressos em euro;
- *União Europeia* - quando o património é composto por um mínimo de 70% de acções transaccionadas em mercados da União Europeia e com o mínimo de 90% dos activos expressos em euro;
- *Internacionais* - quando não se enquadram em nenhum dos anteriores.

Os *Fundos de Obrigações* investem predominantemente em activos de rendimento fixo, nomeadamente obrigações de médio e longo prazo. Segundo a interpretação da CMVM, o seu património deve ser composto no mínimo por 50% de obrigações e não devem investir, quer directa ou indirectamente, em acções ordinárias¹². Os fundos de obrigações podem ser de:

- *Taxa Fixa* - quando são constituídos, no mínimo, por 50% de obrigações de taxa fixa;
- *Taxa Variável* - quando não cumprem o critério acima apresentado.

Por seu turno, cada um deste tipo de fundos divide-se ainda em:

- *Euro* - quando detém um mínimo de 90% dos activos expressos em euro;
- *Internacionais* - restantes fundos.

Os *Fundos Mistos* são fundos que aplicam de forma diversificada, quer em aplicações de rendimento fixo (tesouraria e obrigações), quer em aplicações de rendimento variável (acções). Correspondem a fundos que não cumprem os critérios estabelecidos dos fundos de acções ou de obrigações. De acordo com a CMVM, podem ainda ser sub-divididos em:

- *Euro* - compostos, no mínimo, por 70% de valores transaccionados em mercados da União Europeia e com um mínimo de 90% dos activos expressos em euro;

¹⁰ Disponíveis em http://194.65.128.130/GentiaWeb/CriterioClassificacao_FIM/Classificacao_de_fundos-2000.pdf. Sempre que existam outras condições objectivas que permitam enquadrar os fundos numa determinada categoria, a CMVM poderá não atender exclusivamente a esta metodologia de classificação.

¹¹ De acordo com a classificação da CMVM adoptada antes de 1999, esse limite mínimo era de pelo menos 60%.

¹² A classificação da CMVM adoptada até 1998, apenas definia que os fundos de obrigações deveriam ser predominantemente constituídos por obrigações.

- *Internacionais* – não cumprem o critério anterior.

Os *Fundos de Tesouraria* correspondem aos fundos constituídos ao abrigo do Decreto-Lei n.º 276/94 de 2 de Novembro¹³, cuja política de investimentos se orienta para aplicações nos mercados monetários numa óptica de muito curto-prazo, isto é, em activos que se caracterizam por uma elevada liquidez, nomeadamente papel comercial, depósitos bancários e valores mobiliários com maturidade inferior a um ano¹⁴.

Este tipo de fundos, sendo reconhecidos como uma categoria de fundos específica, tem de respeitar determinadas imposições legais quanto à composição das suas carteiras, nomeadamente: (i) deter em permanência, pelo menos 35% do seu activo total investido em valores mobiliários com prazo de vencimento inferior a 12 meses (art.º 53.º n.º3); (ii) não podem investir o seu capital em acções, em obrigações convertíveis ou obrigações que confirmem o direito de subscrição de acções ou de aquisição a outro título de acções, em títulos de dívida subordinada, bem como títulos de participação (art.º 53.º n.º4). Segundos os critérios de classificação de FIM da CMVM, existem fundos de tesouraria ditos:

- *Euro* – menos de 10% da carteira está exposta ao risco cambial;
- *Internacionais* – fundos que não cumprem o critério anterior.

Os *Fundos de Fundos*¹⁵, categoria constituída em 1995, correspondem àqueles cujo património é composto exclusivamente por participações em instituições de investimento colectivo e por liquidez¹⁶ necessária ao movimento normal do resgate das unidades de participação¹⁷. Existem fundos de fundos:

- *Euro* - quando mais de 90% das participações em que investem são de instituições de investimento colectivo domiciliados na União Europeia e com um mínimo de 90% dos activos expressos em Euro e;
- *Internacionais* - não cumprem aquele critério.

¹³ A lei exige que sejam considerados fundos mobiliários abertos (art.º 52.º n.º1 do D.L. n.º 276/94, de 2 de Novembro, alterado pelo D.L. n.º 323/99, de 13 de Agosto).

¹⁴ Este tipo de fundos, por se tratarem de fundos com investimentos em produtos de baixo risco (volatilidade reduzida), destinam-se a investidores cujo principal objectivo consiste na estabilidade da remuneração e liquidez.

¹⁵ Fundos mobiliários abertos (art.º 55.º n.º 3 do D.L. n.º 276/94, de 2 de Novembro).

¹⁶ Os fundos de fundos, à semelhança dos fundos de tesouraria, são também alvo de imposições legais mais específicas não podendo, por exemplo, aplicar mais de 20% do seu activo global num único fundo (art.º 56.º n.º2 do D.L. n.º 276/94, de 2 de Novembro, com alterações do D.L. n.º 323/99, de 13 de Agosto).

¹⁷ Dadas as suas características, estes fundos são detentores de um elevado grau de diversificação. Refira-se ainda que as unidades de participação detidas por estes fundos podem apenas ser de fundos domiciliados em Portugal que sejam fundos abertos comuns, ou de fundos de tesouraria, ou de fundos harmonizados, não podendo ser de fundos imobiliários nem de fundos de fundos (art.º 56.º n.º 1 do D.L. n.º 276/94, de 2 de Novembro) .

Os *Fundos do Mercado Monetário* são uma figura recentemente introduzida no mercado (em Agosto de 1999) e caracterizam-se basicamente por serem compostos, numa percentagem superior a 85% do seu valor líquido global, por depósitos bancários¹⁸.

Os fundos especiais, nomeadamente os *Fundos de Poupança-Reforma/Educação* (FPR/E) e *Fundos de Poupança Acções* (FPA), constituem casos particulares dos fundos de investimento mobiliário, apresentando por isso, enquadramentos legal e fiscal específicos¹⁹.

Os *Fundos Poupança-Reforma* constituem planos individuais de reforma, complementares aos esquemas de segurança social proporcionados pelo Estado e pelas empresas. Investem principalmente em activos de baixo risco, devendo ser compostos por uma percentagem mínima de 50% de títulos de dívida pública emitidos por prazo superior a um ano²⁰.

Os *Fundos Poupança Acções* (enquadrados em Planos de Poupança Acções)²¹, constituem um veículo de investimento de médio-longo prazo orientado para a dinamização do mercado accionista nacional e que permite aos participantes usufruírem de benefícios fiscais. Os fundos de poupança acções podem deter uma componente mínima de 75% do seu VLG em: i) acções e títulos de participação cotados em bolsa de valores nacional²²; ii) unidades de participação de fundos cuja política de investimentos preveja um investimento mínimo de 50% de acções cotadas em bolsa de valores nacional. A parte restante pode ser aplicada em numerário, depósitos em instituições de crédito e aplicações no mercado monetário interbancário²³.

Os *Fundos Garantidos* correspondem a fundos que, independentemente da sua política de investimentos, têm adstrita uma garantia de capital e um certo perfil de rendimentos²⁴.

Os *Fundos de Índices* são fundos cujo objectivo da política de investimento consiste na reprodução integral ou parcial dum índice de valores mobiliários. Do ponto de vista legal, este tipo de fundos foi consagrado no D.L. n.º 276/94, de 2 de Novembro, onde previa a possibilidade dos investimentos em acções que integrassem um índice de bolsa ultrapassarem os limites estabelecidos em relação a uma só entidade. Mais recentemente, com o Regulamento n.º 4/2002, a CMVM veio aprofundar determinados

¹⁸ No art.º 53.º n.º 6 do D.L. n.º 276/94, de 2 de Novembro.

¹⁹ Tratam-se de fundos que se situam entre os fundos abertos e fechados, uma vez que as subscrições são quase sempre possíveis e os resgates, verificadas certas condições, também podem ocorrer.

²⁰ Ver art.º 3.º n.º 2 b) do D.L. n.º 205/89, de 27 de Junho, com a redacção dada pelo Decreto-Lei N.º 145/90, de 07 de Maio.

²¹ Ver D.L. n.º 204/95, de 5 de Agosto.

²² Representando estas aplicações pelo menos dois terços daquele valor.

²³ A classificação da CMVM adoptada antes de 1999 apenas definia que os fundos poupança acções teriam que ser constituídos no mínimo por 50% de acções e títulos de participação cotados em bolsa de valores nacional.

²⁴ Em 2002 foi aprovado o Regulamento da CMVM n.º 04/2002 onde se encontram estabelecidas as condições para a constituição deste tipo de fundos de investimento.

aspectos relacionados com os fundos de índices, nomeadamente a sua política de investimentos e limites, os índices de valores mobiliários elegíveis e a informação a enviar à CMVM.

Os agrupamentos de fundos, que não são propriamente uma categoria de fundos mas sim uma modalidade especial de comercialização, podem ser constituídos por dois ou mais fundos de investimento mobiliário abertos (com excepção dos fundos de fundos). Os agrupamentos caracterizam-se principalmente, pelas vantagens que proporcionam no resgate e subscrição simultânea de UP dos fundos que os integram. Os fundos de investimento mobiliário que integram um determinado agrupamento são normalmente designados por “compartimentos” ou “sub-fundos”.

I.1.2 - Quanto à Variabilidade do Capital

Neste contexto podemos falar da existência de fundos abertos ou fechados:

- (i) **Fundos Abertos**²⁵ - caracterizam-se pelo facto do capital que os constitui ser variável, sendo permitido aos seus participantes subscreverem e/ou resgatarem unidades de participação (UP) em qualquer momento. As UP que constituem estes fundos são assim em número variável. A subscrição e resgate das unidades de participação é feita junto dos intermediários financeiros, não sendo necessária a sua transacção em Bolsa;
- (ii) **Fundos Fechados** - caracterizam-se por possuírem um capital fixo e duração definida. O número de UP é fixado no momento da emissão, sendo subscritas pelos bancos depositários, podendo eventualmente ser aumentado em condições pré-definidas no regulamento de gestão. Este tipo de fundos pode ser admitido à negociação em bolsa e, quer essa admissão se concretize ou não, as respectivas UP são sempre negociadas em mercado secundário.

I.1.3 - Quanto ao Espaço de Actuação

Este critério dá lugar à distinção entre fundos nacionais, internacionais e estrangeiros:

- (i) **Fundos Nacionais** - fundos geridos por entidades domiciliadas em território nacional e que investem principalmente em valores transaccionados em mercados nacionais;

²⁵ Correspondem, na sua grande maioria, ao modelo definido pela directiva comunitária n.º 611/85/CEE que regula a actividade dos fundos de investimento mobiliários, beneficiando de uma liberdade praticamente automática e sem restrições em todo o espaço comunitário – são comumente designados por fundos harmonizados.

- (ii) *Fundos Internacionais* – fundos geridos por entidades domiciliadas em território nacional mas que direccionam as suas aplicações para valores cotados em mercados internacionais;
- (iii) *Fundos Estrangeiros* - fundos geridos por entidades domiciliadas no estrangeiro (isto é, gestão efectuada no país de origem), mas comercializados no espaço financeiro nacional.

I.1.4 - Quanto à Forma de Remuneração do Participante

Neste âmbito é possível distinguir entre fundos de rendimento e fundos de capitalização:

- (i) *Fundos de Rendimento* – distribuem periodicamente aos participantes os rendimentos gerados, sendo o valor da UP constante ao longo do tempo;
- (ii) *Fundos de Capitalização* - os rendimento gerados são incorporados no valor da UP, não havendo lugar à distribuição periódica de rendimento.

I.1.5 - Quanto ao Nível de Harmonização

Os fundos de investimento podem ser distinguidos em harmonizados e não harmonizados²⁶:

- (i) *Fundos Harmonizados* – quando obedecem à legislação nacional sujeita às regras definidas pela directiva comunitária n.º 85/611/CEE de 20 de Dezembro²⁷. No entanto, não basta que o regime a que o fundo obedeça seja igual ao da Directiva, sendo necessário que o regime legal a que está sujeito esteja vinculado juridicamente àquela. Estes fundos podem comercializar as suas participações em Portugal (unidades de participação ou outras formas de participação) mediante comunicação prévia à CMVM²⁸;
- (ii) *Fundos Não Harmonizados* - Um fundo harmonizado não é o mesmo que um fundo de origem comunitária, existindo a nível comunitário fundos que não são harmonizados, ou seja, que não obedecem à Directiva comunitária (*vide* art. 40.º do D.L. n.º 276/94, de 2 de Novembro). São considerados não harmonizados os seguintes tipos de fundos: os imobiliários, os fundos especiais²⁹, os fundos cuja entidade gestora tenha sede fora da

²⁶ Esta distinção faz apenas sentido no âmbito dos fundos de investimento mobiliário, uma vez que não existe regulamentação comunitária no que respeita aos fundos imobiliários.

²⁷ Esta Directiva foi recentemente alterada pelas Directivas 107/2001/CE e 108/2001/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Janeiro de 2002.

²⁸ Para além desta comunicação, têm ainda de preencher os requisitos estabelecidos nos arts n.º 37.º-39.º do D.L. 276/94, de 2 de Novembro.

²⁹ Constantes do art. 1.º n.º 2 do D.L. n.º 276/94, de 2 de Novembro.

União Europeia, os fundos de índices, garantidos e os fundos fechados. Para além destes, os fundos de tesouraria e os fundos de fundos, ainda que sejam fundos abertos, não são, porém, fundos harmonizados.

I.2 - ENQUADRAMENTO LEGAL

O primeiro diploma legal em Portugal que aborda a questão dos fundos de investimento surge em 1965 (com o D.L. n.º 46 302, de 27 de Abril de 1965) e consagrava as sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário ou imobiliário como instituições de crédito. Em 1966 já existiam dois fundos - o Fundo de Investimentos Atlântico (FIA) e o Fundo de Investimentos para o Desenvolvimento Económico e Social (FIDES) – cujo total de activos e outras formas de poupança ascendia a 2,3 milhões de euro ³⁰.

Os fundos mobiliários (abertos) foram os primeiros a ser objecto de regulação em Portugal (em 1965)³¹, e só em 1985 surgiu legislação respeitante aos fundos imobiliários³². No ano de 1988 unificou-se o regime dos fundos mobiliários e imobiliários, através do D.L. n.º 229-C/88, de 4 de Julho, o qual veio revogar todos os anteriores diplomas. Por sua vez, também este diploma foi alterado resultado da aprovação do D.L. n.º 417/91, de 26 de Outubro, que acolheu as alterações resultantes da aprovação do Cód. MVM respeitantes à supervisão da CMVM.

Em 1994, é transposta para o regime jurídico interno (através do D.L. n.º 276/94, de 2 de Novembro³³) a Directiva dos Fundos de Investimento 85/611/CEE, de 20 de Dezembro³⁴, que consubstancia a harmonização dos fundos de investimento mobiliário ao nível comunitário. Recentemente, o D.L. n.º 62/2002, de 20 de Março, veio introduzir determinadas alterações ao D.L. n.º 276/94, de 2 de Novembro, relacionadas com reforço da transparência na gestão dos FIM, com vista à concretização do princípio da exclusiva actuação no interesse dos participantes.

No que respeita ao enquadramento normativo dos fundos imobiliários, não existe uma fonte de direito comunitária (por oposição aos fundos mobiliários), mas apenas portuguesa - D.L. n.º 294/95, de 17 de Novembro, com as alterações do D.L. n.º 323/97, de 26 de Novembro³⁵. Este diploma veio permitir, nomeadamente: i) a comercialização em Portugal, de unidades de participação de instituições de investimento colectivo em valores imobiliários com sede no estrangeiro, ou que sejam administradas por entidades aí sediadas (art.º 40.º); ii) a possibilidade das sociedades gestoras adoptarem a forma de subscrição pública ou particular para a constituição dos fundos fechados que administrem (art.º 28.º n.º

³⁰ In Revista Bancária, Outubro - Dezembro de 1968, Ano IV, n.º 14.

³¹ Pelo D.L. n.º 46 342 de 20 de Maio de 1965, mais tarde revogado pelo D.L. n.º 134/85, de 2 de Maio.

³² Pelo D.L. n.º 246/85, de 12 de Julho.

³³ Com redacções dadas pelos D.L. n.º 308/95, de 20 de Novembro, n.º 323/97, de 26 de Novembro e n.º 323/99, de 13 de Agosto.

³⁴ Esta Directiva foi recentemente alterada pelas Directivas 107/2001/CE e 108/2001/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Janeiro de 2002.

³⁵ Deste modo, apenas os fundos mobiliários (e de entre estes os abertos) foram harmonizados a nível comunitário.

3); iii) o estabelecimento da regra do depositário único (art.º 13.º n.º 1) e as novas regras de avaliação dos imóveis integrantes das carteiras dos FII (art.º 33.º n.ºs 4, 5 e 6).

Com o Decreto-lei n.º 60/2002, de 20 de Março, iniciou-se a revisão do regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário. O novo regime diferencia as exigências a aplicar aos fundos abertos e fechados e, dentro destes, aos de subscrição pública e particular, tendo ainda sido criada a figura dos “fundos mistos”, que combinam as noções de fundos abertos e fechados. Outro aspecto de relevo prende-se com o reforço do papel dos peritos avaliadores, fundamentalmente enquanto garantia adicional perante o mercado e os investidores em geral, ao passarem a ser objecto de registo junto da CMVM. Por questões de transparência, passou a estar vedada aos FII a possibilidade de deter participações em sociedades imobiliárias. Em contrapartida, os limites ao investimento em imóveis localizados em Estados-Membros da União Europeia foram cancelados. Ainda no sentido de uma maior liberalização, as transacções dos fundos com entidades ligadas à entidade gestora no âmbito da aquisição de imóveis deixam de estar proibidas e passam a estar apenas dependentes de autorização da CMVM³⁶.

I.2.1 - Entidades de Supervisão

A actividade dos fundos de investimento está sujeita à supervisão de duas entidades: a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e o Banco de Portugal³⁷.

A CMVM é detentora de amplos poderes de supervisão prudencial dos fundos, sendo a entidade que assegura a produção regulamentar e exerce a supervisão e o auditio institucional do fundo e das entidades gestoras e depositárias respectivas. A título de exemplo, a CMVM, com parecer favorável do Banco de Portugal, é responsável pela autorização da constituição de novos fundos de investimento.

As funções do Banco de Portugal são acessórias na actividade dos fundos, sendo mais dirigidas à supervisão das entidades gestoras - instituições de crédito e sociedades financeiras - do que às actividades em si (art.º 36.º n.º1, do D.L. n.º 276/94, de 2 de Novembro)³⁸.

³⁶ Estas alterações, entre outras, entraram em vigor no dia 18 de Junho de 2002.

³⁷ Em lugar do critério institucional (repartição das instituições supervisionadas entre a CMVM e o Banco de Portugal), adoptou-se o critério de supervisão funcional (repartição do controlo com base nas atribuições funcionais da CMVM e do Banco de Portugal).

³⁸ Relativamente aos FII, a supervisão da sua actividade passou a ser competência da CMVM com a entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 294/95, de 17 de Novembro, implicando algumas alterações importantes com repercussões na própria actividade das Sociedades Gestoras dos Fundos de Investimento Imobiliário (SGFII).

I.2.2 - Regulamentos

No que respeita à regulamentação dos fundos de investimento mobiliário actualmente em vigor, podemos enumerar a seguinte:

- *Regulamento n.º 96/01* – Condições que devem ser observadas na criação de agrupamentos de fundos de investimento mobiliário;
- *Regulamento n.º 10/98 e 02/2001* – Operações de reporte e empréstimo de valores por conta do fundo;
- *Regulamento n.º 15/99* – Regras a observar na elaboração do prospecto simplificado³⁹;
- *Regulamento n.º 16/99, 4/2000 e 26/2000* – Critérios de valorização dos activos integrantes do património dos FIM e o cálculo do valor da unidade de participação;
- *Regulamento n.º 20/99* – Termos e condições a observar pelas entidades gestoras na manutenção de registo relativo às transacções sobre valores mobiliários cotados efectuadas fora de bolsa por conta de FIM.
- *Regulamento n.º 21/99, 27/2000 e 36/2000* – Condições e regras que as entidades gestoras de FIM devem observar na utilização de instrumentos derivados por conta dos fundos que administrem;
- *Regulamento n.º 24/99* – Regras sobre a comercialização de instituições de investimento colectivo em valores mobiliários, domiciliadas ou não em Portugal, quer presencial, quer à distância, e as condições a que estão sujeitas as respectivas entidades colocadoras.
- *Regulamento n.º 19/2000* – Regras sobre condições a que deve obedecer a fusão de FIM;
- *Regulamento n.º 20/2000* – Condições a observar na divulgação de medidas de rendibilidade de Instituições de Investimento Colectivo em Valores Mobiliários.
- *Regulamento n.º 31/2000* – Contabilidade dos FIM;

³⁹ Para além do prospecto simplificado, cada fundo de investimento mobiliário tem de ter um prospecto completo (elaborado pela SGFIM) aprovado pela CMVM. No prospecto completo encontram-se definidas as regras, direitos e deveres que os vários intervenientes na actividade do fundo devem cumprir e a respectiva política de investimento.

- *Regulamento n.º 03/2001* – Parâmetros de comunicação à CMVM e de publicação da composição das carteiras FIM.
- *Regulamento n.º 03/2002* - Concentra num único regulamento as regras a que deve obedecer a valorização dos FIM e concretiza os custos que podem ser imputados aos mesmos.
- *Regulamento n.º 04/2002* - Condições em que é permitida a constituição de Fundos de Índices e Fundos Garantidos. Relativamente aos fundos de índices, consistindo a sua filosofia no acompanhamento da evolução de um determinado índice, são definidas as características que os índices utilizados devem observar, bem como a possibilidade de utilização quer dos mercados a contado quer dos mercados a prazo. Estabelece-se também, a obrigação de publicar e enviar à CMVM informação relativa às rendibilidades dos fundos e dos respectivos índices utilizados, bem como dos factores que justifiquem eventuais divergências na evolução de cada uma das variáveis. No que respeita aos fundos garantidos, as regras aprovadas estabelecem os tipos de garantias que os fundos podem ter associadas bem como as entidades que se podem constituir como garantes. No domínio da informação a prestar, exige-se a divulgação dos custos suportados pelos fundos pela utilização das garantias e são criadas obrigações e restrições à forma de divulgação de medidas de rendibilidade.

Relativamente aos fundos de investimento imobiliário, destacam-se os seguintes regulamentos:

- *Regulamento n.º 11/2002* - Estabelece as normas contabilísticas relativas aos FII ⁴⁰.
- *Regulamento n.º 08/2002* – Surge na sequência do Decreto-Lei n.º 60/2002, de 20 de Março. Reúne matérias anteriormente dispersas por vários regulamentos, para além de regular matérias sem qualquer quadro jurídico, destacando-se as relativas aos peritos avaliadores de imóveis, à valorização de imóveis e ao prospecto;

Ainda no âmbito legislativo, importa destacar a Portaria n.º 323/2002, de 27 de Março, na qual se estabelece que a *taxa de supervisão* devida à CMVM por parte das entidades gestoras de fundos de investimento, incide sobre o valor líquido global de cada um dos fundos geridos pelas entidades, correspondente ao último dia útil de cada mês, nos seguintes termos:

- (i) de 0,0133‰, no caso dos fundos de investimento mobiliário;
- (ii) de 0,0266‰, no caso dos fundos de investimento imobiliário; e

⁴⁰ Este regulamento entrou em vigor no dia 1 de Agosto de 2002. Os fundos de investimento imobiliário constituídos e em actividade antes dessa data, podem continuar a organizar a respectiva contabilidade, nomeadamente no que se refere à prestação mensal de informação, nos termos do Regulamento da CMVM n.º 96/16, que se mantém em vigor até 31 de Dezembro de 2002.

(iii) de 0,0067%, no caso dos fundos de tesouraria, dos fundos do mercado monetário e dos fundos de titularização.

O n.º 2 estabelece que caso o valor resultante da aplicação das permissões definidas em i) e ii) seja inferior a 50 ou 200 euro, ou superior a 10.000 ou 18.300 euro, conforme se tratem de FIM ou FII, respectivamente, a taxa mensal devida corresponderá a um destes limites.

I.3 - EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

A história dos fundos de investimento em Portugal é relativamente recente quando comparada com a de outros países, nomeadamente Suíça, Reino Unido, Alemanha e EUA. De facto, o primeiro registo de um fundo de investimento em Portugal ocorreu apenas em Junho de 1964. Em 1975, na sequência da nacionalização do sector bancário e da consequente interrupção da actividade no mercado de capitais, as unidades dos fundos existentes foram transformadas em dívida pública. A actividade da indústria de fundos de investimento em Portugal foi reiniciada em 1986 com o surgimento do fundo Invest⁴¹. No ano seguinte surgiram mais quatro fundos e desde então esta actividade ganhou uma importância crescente no nosso país.

A indústria dos fundos de investimento tem registado um desenvolvimento muito acelerado. De facto, no período compreendido entre Dezembro de 1996 e de 2001⁴² assistiu-se a um forte crescimento da indústria, quer em termos de volume dos activos sob gestão (64%), quer em número de fundos constituídos (de 230 no início de 1996, para 306 no final de 2001). Este crescimento foi mais acentuado até 1998, tendo-se registado uma quebra significativa em 2000, em grande medida resultado do mau comportamento do segmento accionista do mercado de capitais. A ligeira recuperação verificada em 2001 deveu-se principalmente ao dinamismo dos fundos de investimento imobiliário, que cresceram 22,6% face a 2000. Ainda assim, verifica-se desde 1998 uma redução da importância da indústria na economia nacional, tendo o peso do valor líquido global dos fundos (VLGF) no PIB caído de 26,2% em 1998 para 20,7% em 2001.

Tabela 1 - Evolução da indústria dos Fundos de Investimento

Unidade: 10⁶ €

	FIM+ FII				
	N.º	VLGF (1)	Δ VLGF	PIB _{pm} (2)	(1)/(2)
1996	230	15.509	-	86.429	17,9%
1997	251	22.031	42,0%	93.285	23,6%
1998	286	26.565	20,6%	101.386	26,2%
1999	311	27.174	2,3%	108.344	25,1%
2000	300	24.928	-8,3%	115.013	21,7%
2001	306	25.397	1,9%	122.789 ^p	20,7%

Fonte: CMVM, Ministério das Finanças - "Indicadores Económicos" de Dezembro 2001.

Legenda: p - previsão

⁴¹ O património deste fundo de investimento mobiliário aberto era essencialmente constituído por valores mobiliários e ascendia a um valor global de 51 milhões de euro.

⁴² Relativamente aos FII, não se encontra disponível informação estatística anterior a 1996 (período em que a supervisão era da competência do Banco de Portugal), pelo que não é possível apresentar valores globais para a indústria dos fundos de investimento anterior a essa data.

I.3.1 - Os Fundos de Investimento entre os Investidores Institucionais

No contexto dos investidores institucionais nacionais, os FIM têm apresentado valores sob gestão superiores aos das empresas de seguros, fundos de pensões e fundos de investimento imobiliário.

Tabela 2 – Evolução do valor sob gestão, por investidor institucional

Unidade: 10⁶ €

Ano	Emp. Seguros (1)	FP (2)	FII (3)	FIM (4)	Total (5)	(1)/(5)	(2)/(5)	(3)/(5)	(4)/(5)
1990	256	595	n/d	1.895	2.748	9,3%	21,7%	-	69,0%
1991	408	1.045	n/d	4.305	5.758	7,1%	18,1%	-	74,8%
1992	267	1.990	n/d	5.791	8.049	3,3%	24,7%	-	71,9%
1993	393	3.544	n/d	8.260	12.195	3,2%	29,1%	-	67,7%
1994	478	4.445	n/d	10.260	15.183	3,1%	29,3%	-	67,6%
1995	489	6.417	n/d	10.639	17.545	2,8%	36,6%	-	60,6%
1996	280	7.952	2.301	13.208	23.741	1,2%	33,5%	9,7%	55,6%
1997	369	9.692	2.416	19.615	32.092	1,1%	30,2%	7,5%	61,1%
1998	386	11.192	2.610	23.955	38.143	1,0%	29,3%	6,8%	62,8%
1999	517	12.394	3.087	24.087	40.085	1,3%	30,9%	7,7%	60,1%
2000	536	13.231	3.370	21.558	38.395	1,4%	34,2%	8,7%	55,7%

Fonte: CMVM, ISP, Ministério das Finanças - “Indicadores Económicos” de Dezembro 2001.

Nota: FP - Fundos de Pensões; Emp. Seguros - Empresas de Seguros; FII - Fundos de Investimento Imobiliário; FIM - Fundos de Investimento Mobiliário.

No entanto, a sua quota de mercado tem vindo a reduzir-se, representando cerca de 56% do total dos activos sob gestão no final de 2000, face aos 60,1% em 1999 e aos 69% em 1990 (Tabela 2). Ao invés, tanto os FP como os FII viram a sua posição relativa aumentar nos últimos anos, em particular no período 1998-2000, tendo-se afirmado como produtos-refúgio em situações de maior instabilidade e incerteza nos mercados de capitais. O sector segurador português tem vindo a perder influência, representando apenas 1,4% do mercado em 2000 contra os 9,3% alcançados no início da década de 90.

Relativamente aos fluxos de investimento de carteira gerados pelo sector institucional residente, a partir de 1992, e na sequência da liberalização total do investimento de carteira no exterior, assistiu-se a um crescimento das saídas de capital para o exterior (Tabela 3).

Tabela 3 – Investimento de carteira por sector institucional residente, no exterior

Unidade: 10³ €

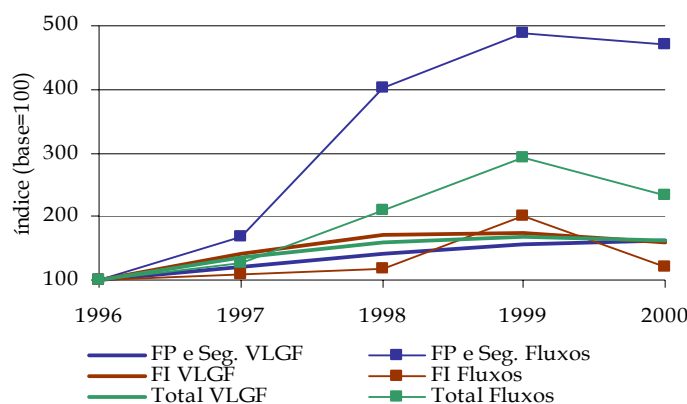
Semestre	Fundos de Investimento			Sociedades Corretoras			FP e Sociedades Seguradoras			
	Vendas	Compras	Fluxos	Vendas	Compras	Fluxos	Vendas	Compras	Fluxos	
1996	I	5.377.805	6.294.721	-916.914	54.183	63.208	-9.026	514.676	845.803	-331.125
	II	4.901.537	5.268.212	-366.676	31.544	30.182	1.362	2.447.809	2.719.007	-271.198
1997	I	3.949.132	4.467.388	-518.254	40.625	34.751	5.874	2.503.404	2.967.755	-464.353
	II	1.948.444	2.815.388	-866.945	95.243	116.253	-21.010	3.041.426	3.581.349	-539.924
1998	I	3.210.694	4.290.329	-1.079.633	136.784	164.978	-28.191	3.133.202	4.169.957	-1.036.755
	II	3.984.514	4.432.826	-448.313	583.083	507.059	76.025	7.215.751	8.609.230	-1.393.478
1999	I	6.582.896	8.472.142	-1.889.247	1.084.786	1.165.228	-80.441	3.058.934	5.403.448	-2.344.514
	II	6.230.477	6.902.118	-671.638	2.691.494	2.739.188	-47.694	3.813.537	4.404.538	-591.000
2000	I	4.523.582	4.873.502	-349.922	170.242	192.833	-22.590	3.192.870	5.085.095	-1.892.226
	II	3.727.128	4.924.109	-1.196.980	128.150	132.219	-4.069	2.568.895	3.513.452	-944.559
2001	I	3.629.410	5.242.413	-1.613.002	163.291	165.734	-2.441	2.387.437	3.487.482	-1.100.046

Fonte: Banco de Portugal

Nota: Fluxos - Diferença entre as vendas (fluxo de entrada de capital em Portugal) e as compras (saída de capital do país) no exterior. Deste modo, um saldo líquido positivo (negativo) representa uma entrada (saída) de capital em território português.

Esse acréscimo no interesse dos institucionais nacionais pelo mercado estrangeiro foi feito em detrimento do mercado nacional. Isto é especialmente verdade no caso dos FP, onde a taxa de crescimento do investimento de carteira no exterior ultrapassa substancialmente a taxa de crescimento do valor sob gestão. Idêntica situação acontece nos fundos de investimento, mas apenas nos anos de 1998 e 1999 (Gráfico 1).

Gráfico 1- Índice da evolução do fluxo de investimento no exterior e do VLGF dos FI, FP e Seguradoras e do total (base = 100)

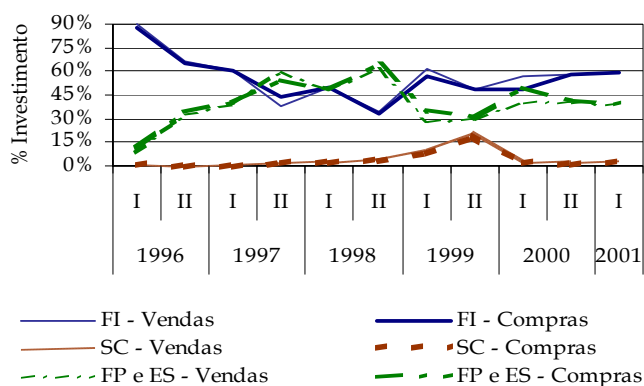


Nota: Os índices relativos aos fluxos foram construídos com base nas taxas de crescimento anuais dos fluxos líquidos de capitais. Como se constata pela Tabela 3, esses fluxos revelam-se sempre negativos para os FI e para os FP e Seguradoras, pelo que uma subida do valor do índice corresponderá uma saída líquida de capitais.

No Gráfico 2 apresenta-se a evolução das quotas de mercado de cada investidor institucional em termos do investimento de carteira realizado no estrangeiro. Os fundos de investimento e as sociedades seguradoras e fundos de pensões apresentam um papel mais activo. É contudo de realçar a correlação negativa entre as respectivas quotas de mercado, justificada pela importância marginal que as

sociedades corretoras têm assumido nesta matéria⁴³. É ainda de salientar a forte correlação positiva entre as compras e vendas de cada institucional, que poderá estar relacionada com uma gestão dinâmica das respectivas carteiras.

Gráfico 2 - Evolução das quotas de mercado do investimento de carteira no exterior (compras e vendas)



I.3.2 - Os Fundos de Investimento no Sistema Financeiro

No que se refere à importância dos fundos de investimento nos hábitos de poupança dos portugueses (Tabela 4) verifica-se que, em termos absolutos, este tipo de aplicações continuam a ser preteridos em favor dos depósitos bancários⁴⁴.

Tabela 4 - Investimentos em FIM, FII e Depósitos efectuados por particulares e empresas não financeiras em Outras Instituições Financeiras e Monetárias

Unidade: 10⁶ €

	FIM ^{a)} (A)	Δ FIM	FII ^{b)} (B)	Δ FII	Depósitos totais ^{c)} (C)	Δ DT	Rácio 1 (A/C)	Rácio 2 (B/A)	Rácio 3 ((A+B)/C)
1993	8.263	-	-	-	48.926	-	16,9%	-	-
1994	10.256	24,1%	-	-	54.480	11,4%	18,8%	-	-
1995	10.499	2,4%	-	-	58.736	7,8%	17,9%	-	-
1996	12.566	19,7%	2.301	-	64.245	9,4%	19,6%	18,3%	23,1%
1997	16.893	34,4%	2.416	5,0%	68.587	6,8%	24,6%	14,3%	28,2%
1998	20.481	21,2%	2.610	8,0%	73.453	7,1%	27,9%	12,8%	31,4%
1999	21.164	3,3%	3.080	17,9%	83.265	13,4%	25,4%	14,6%	29,1%
2000	19.161	-9,5%	3.364	9,2%	89.428	7,4%	21,4%	17,6%	25,2%
2001	19.788	3,3%	4.128	22,7%	93.967	5,1%	21,1%	20,9%	25,5%

Fonte: CMVM, Banco de Portugal.

Legenda: a) Foram retirados aos valores dos FIM os montantes investidos por fundos de fundos em unidades de participação de FIM com sede em Portugal como forma de eliminar o efeito de dupla contagem e assim obter um indicador directamente comparável com os depósitos totais; b) Foram também retirados aos FII os investimentos em unidades de participação de outros FII nacionais; c) Depósitos totais = depósitos e equiparados de sociedades não financeiras em OIFM (série B.5.1.5) + depósitos e equiparados de particulares em OIFM (série B.5.1.6).

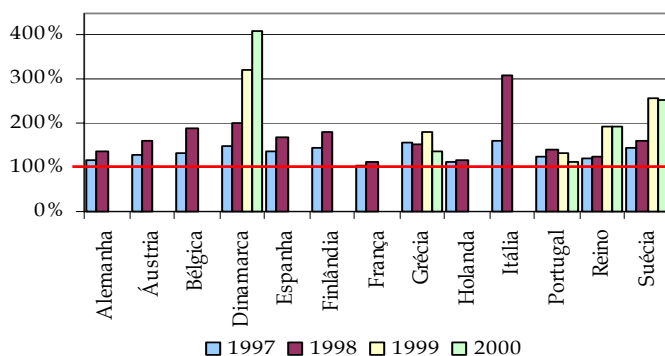
⁴³ Com excepção do ano de 1999.

⁴⁴ Para esta análise utilizam-se os três indicadores seguintes: o peso do VLG dos FIM nos depósitos totais, servindo de indicador da significância estrutural dos fundos de investimento mobiliário na poupança dos investidores nacionais (rácio 1); o peso do VLG dos FII no VLG dos FIM (rácio 2), para analisar a preferência dos investidores entre fundos imobiliários e mobiliários e, por último; o peso do VLG dos fundos mobiliários e imobiliário no total dos depósitos (rácio 3) para aferir se os investidores têm preferido os fundos de investimento, em detrimento do mercado monetário (ou vice-versa).

Contudo, a um período de crescimento mais significativo dos FI seguiu-se um outro de maior crescimento dos depósitos, o que se consubstancia num comportamento em U invertido do rácio (FIM+FII)/DT. A contracção do mercado de capitais português, iniciada em 1999, influenciou as decisões de investimento do investidor particular, tendo-se assistido a um aumento relativo do interesse por activos de menor risco (nomeadamente aplicações em FII e depósitos)⁴⁵.

No que se refere à preferência entre mercado monetário e mercado de capitais⁴⁶ (Gráfico 3), verifica-se que entre 1996 e 1998 a evolução do rácio entre os factores de crescimento anuais do VLGF e da massa monetária (como *proxy* dos depósitos) foi semelhante na generalidade dos países considerados (à excepção da Grécia), consubstanciando um aumento do interesse dos investidores pelo mercado de capitais. No entanto, e apesar da inexistência de informação para a maioria dos países considerados, Portugal não acompanhou os seus parceiros comunitários em 1999 e 2000. Assim, enquanto em Portugal se verificou uma inversão daquela tendência, já o mesmo não se passa na Dinamarca e Reino Unido, onde os investidores continuaram a manifestar um interesse acrescido pelo mercado de capitais.

Gráfico 3 - Rácio entre os factores de crescimento anuais do VLGF dos FIM harmonizados e da Massa Monetária



Fonte: CMVM, Comissão Europeia, Banco de Portugal.

Notas: Alemanha - M3; Áustria - M3; Bélgica - M3H; Dinamarca - M2; Espanha - ALP; Finlândia - M3; França - M3; Grécia - M3; Holanda - M3; Itália - M2; Portugal - M3; Reino Unido - M4; Suécia - M3.

⁴⁵ Refira-se que para a evolução modesta dos depósitos totais durante o ano de 2001 (apenas 5,1%) terá contribuído a redução do rendimento disponível das famílias. O endividamento (saldos em dívida) das famílias portuguesas tem crescido significativamente, ultrapassando em 1999 o observado em países como a Bélgica e a França, mas ficando ainda distante de países como a Holanda (que apresenta os níveis mais elevados de endividamento). Em 2000, o rácio de endividamento dos particulares (montante da dívida ainda por liquidar) aumentou de forma significativa. Os saldos em dívida dos particulares portugueses a representavam 88% do rendimento disponível naquele ano, continuando a aumentar para os 93% em 2001 (dados obtidos junto do Observatório do Endividamento dos Consumidores, Banco de Portugal e Ministério do Planeamento).

⁴⁶ De forma a avaliar o interesse dos investidores pelos mercado monetário e de capitais, calculou-se o rácio entre os factores de crescimento anuais do VLGF e da massa monetária (utilizando M2, M3 ou M3H, consoante o país, como *proxy* dos depósitos). O

rácio foi calculado de acordo com a seguinte formulação:
$$\prod_{t=1997}^{1997+n} \left[\frac{1 + i_t}{1 + m_t} \right]$$
 com $n = 0, 1, 2, 3$ e onde, i_t corresponde à taxa de

crescimento do VLGF dos fundos entre o momento $t-1$ e t , e m_t corresponde à taxa de crescimento da massa monetária entre o momento $t-1$ e t . Para o ano de 1997, um valor do rácio superior a 100% corresponde a um aumento, face a 1996, do interesse dos investidores pelo mercado de capitais. No anos subsequentes, a um acréscimo (decréscimo) do rácio corresponde um aumento (diminuição) do interesse relativo dos investidores pelo mercado de capitais.

I.3.3 - Conclusões

1. No período compreendido entre 1996 e 2001, a indústria dos fundos de investimento registou um desenvolvimento muito acelerado, tanto em valores sob gestão, como em número de fundos constituídos. Este crescimento foi mais acentuado até 1998, tendo-se assistido em 2000 a uma quebra significativa da indústria, resultando fundamentalmente do mau comportamento do segmento accionista do mercado de capitais.
2. Os montantes geridos pelos FIM apresentam-se superiores aos dos restantes investidores institucionais analisados registando-se, contudo, uma redução da sua importância relativa, com a sua quota de mercado a cair dos 69% em finais de 1990, para os 56% em 2000
3. Pela análise dos fluxos de investimento de carteira destaca-se o forte aumento do interesse dos investidores institucionais residentes pelo mercado estrangeiro em detrimento do nacional, especialmente a partir de 1998.
4. Apesar da evolução favorável registada na indústria de fundos de investimento, os particulares e as empresas não financeiras continuam a preferir, em termos absolutos, os depósitos bancários em detrimento dos fundos (ainda que, em termos relativos, a evolução dos últimos anos tenha sido favorável aos fundos de investimento).
5. Relativamente à preferência dos investidores entre o mercado monetário e o de capitais observou-se, entre 1996 e 1998, um comportamento semelhante na maioria dos países analisados, traduzido num aumento do interesse pelo mercado de capitais. Ao invés, nos dois anos seguintes Portugal não acompanhou a tendência verificada pelos seus parceiros da União, assistindo-se a uma perda de interesse dos investidores nacionais pelo mercado de capitais.

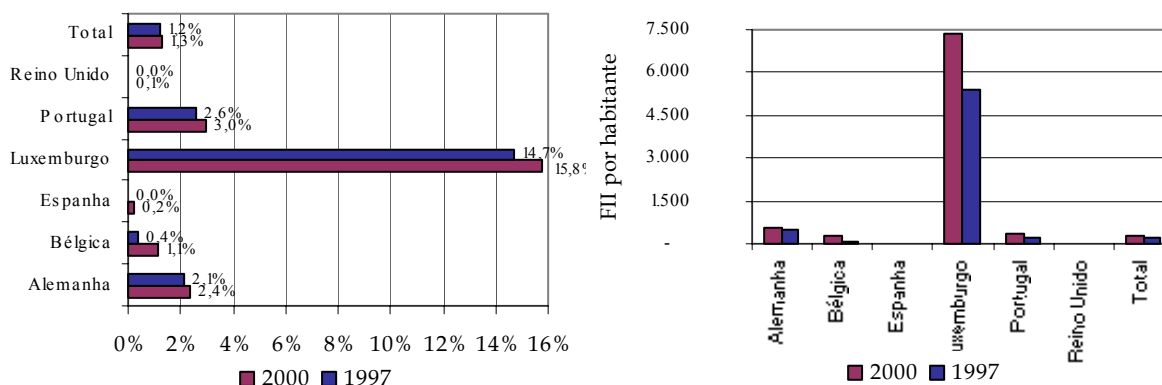
I.4 - FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

I.4.1 - Os Fundos de Investimento Imobiliário no contexto internacional

A indústria dos fundos de investimento imobiliário nacional apresenta, tal como nos outros países da UE analisados, uma expressão reduzida quando comparada com a dos fundos mobiliários. Ainda assim, os valores sob gestão (considerando sete dos quinze países da UE⁴⁷) evidenciam uma tendência crescente entre finais de 1996 e o primeiro semestre de 2001⁴⁸. No final de Junho de 2001, os activos geridos pelos FII ascendiam a 78.362 milhões de euro (existindo 131 fundos), ou seja, cerca de 1,75% do total sob gestão pelos fundos mobiliários da União Europeia (contra os 1,53% no fim de 1999).

Relativamente à situação da indústria de FII em Portugal, importa ainda destacar a reduzida dimensão média dos respectivos fundos (apesar de estar a aumentar), situando-se nos 86 milhões de euro no final de Junho de 2001, face a uma média do total dos 7 países analisados de 598 milhões de euro⁴⁹. No que se refere à representatividade dos FII no PIB, Portugal apresenta-se em segundo lugar do *ranking*, embora muito distante do Luxemburgo (Gráfico 4). Em termos de valor dos activos em FII por habitante, Portugal atinge os 337 euros em 2000, atrás da Alemanha com 584 euros, mas ainda assim acima da Bélgica, Espanha e Reino Unido.

Gráfico 4 - Peso da indústria dos FII no PIB e valor dos activos por habitante (€)



Fonte: CMVM, Comissão Europeia, FEFSI.

⁴⁷ Ver anexo 1, que apresenta dados para apenas alguns países da União Europeia, nomeadamente, Alemanha, Bélgica, Espanha, Holanda (apenas referente ao segundo semestre de 2001), Luxemburgo, Reino Unido e Portugal.

⁴⁸ O ano de 2000 constitui uma excepção, em resultado da forte queda nos montantes geridos pelos fundos alemães.

⁴⁹ A reduzida dimensão média dos FII nacionais resulta do elevado número de fundos existentes. Assim, no final do primeiro semestre de 2001 existiam 42 fundos imobiliários em Portugal, o que compara com um número médio de 19 fundos no conjunto dos sete países considerados.

I.4.2 - Indústria dos Fundos de Investimento Imobiliário em Portugal

A indústria dos FII portuguesa evidencia um forte dinamismo ao longo do período 1996-2001, com especial destaque para o ano de 2001 em que se registou um crescimento do VLG superior a 22% (Tabela 5)⁵⁰.

Tabela 5 - Evolução da actividade dos FII, por espécie

Unidade: 10⁶ €

	FII abertos		FII fechados		Total FII		Tx cresc. FII	PIBpm	% PIB
	N.º	VLGF	N.º	VLGF	N.º	VLGF			
1996	25	n/d	23	n.d.	48	2.301	-	86.429	2,7%
1997	25	1.555	22	860	47	2.416	5,0%	93.285	2,6%
1998	20	1.708	20	902	40	2.610	8,0%	101.386	2,6%
1999	19	2.150	20	937	39	3.087	18,2%	108.344	2,8%
2000	20	2.259	20	1.111	40	3.370	9,2%	115.013	2,9%
2001	19	2.638	25	1.493	44	4.131	22,6%	122.789p	3,4%

Fonte: CMVM, Ministério das Finanças - "Indicadores Económicos" de Dezembro 2001.

Legenda: p - previsão

Apesar dos fundos abertos⁵¹ representarem a grande fatia do valor global da indústria dos fundos imobiliários, a importância relativa dos fundos fechados no cômputo do VLG cresceu nos três últimos anos. De facto, os FII fechados registaram a partir de 1999 um crescimento mais favorável do que os FII abertos⁵², representando no final do ano 2001 cerca de 36% do VLG, face a um valor de apenas 30,3% em 1999.

I.4.2.1 - Composição das Carteiras

A par de um aumento significativo do montante administrado pela indústria dos FII, registaram-se ainda alterações ao nível da composição de carteira (Gráfico 5)⁵³. São de salientar as modificações ocorridas ao nível da liquidez, que apresenta uma ligeira redução do seu peso de 1997 para 2001 (apesar do significativo acréscimo ocorrido em 1998). De igual forma, saliente-se o comportamento dos montantes afectos a imóveis, que oscilaram entre um mínimo de 78,3% do valor global da carteira em 1999 e um máximo de 84,1% no ano seguinte⁵⁴. Por fim, destaque-se o aumento do peso relativo das

⁵⁰ A maior apetência por este tipo de investimento resulta da não excessiva exposição ao risco (face à rentabilidade proporcionada), constituindo uma alternativa ao investimento nos mercados accionistas em épocas de maior instabilidade.

⁵¹ Os fundos de investimento imobiliário, à semelhança dos mobiliários, podem ser abertos ou fechados. Nos primeiros, as unidades de participação são em número variável (tratando-se de subscrições e resgates de UP); nos últimos, são em número fixo (compra e venda de UP).

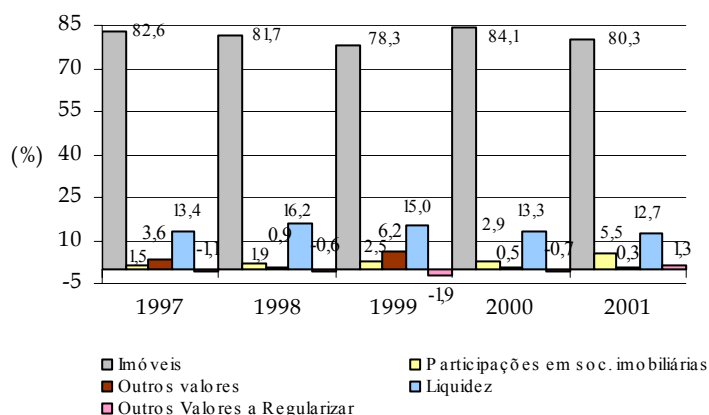
⁵² Esta situação traduz o facto de os investidores institucionais, particularmente as sociedades gestoras de fundos de pensões (SGFP), manifestarem uma forte apetência para incluir unidades de participação de FII fechados nas carteiras dos seus clientes.

⁵³ No Anexo 2 apresentam-se dados semestrais (em fim de período) relativos à composição da carteira global dos fundos de cada entidade gestora, desde 1997 até ao final de 2001.

⁵⁴ De acordo com a legislação em vigor neste período, estes fundos tinham de deter pelo menos 75% do património em imóveis. Actualmente, com o Decreto-Lei n.º 60/2002, de 20 de Março, o valor dos imóveis não pode representar menos de 80% do activo total do fundo de investimento.

participações em sociedades imobiliárias (5,5% do total no final de 2001, contra os 1,5% em Dezembro de 1997)⁵⁵.

Gráfico 5 - Evolução da carteira de mercado (em % do VLGF)



Desagregando a componente de investimentos imobiliários (Tabela 6), verifica-se que nas aplicações afectas à componente de “Construções” predominam os montantes destinados ao sector dos serviços, ainda que a sua importância relativa tenha decrescido ao longo do período considerado⁵⁶.

Refira-se ainda que a grande parte do investimento em valores imobiliários respeita à exploração económica das construções acabadas, embora verifique uma diminuição no decorrer do período em estudo (representando 90% dos imóveis em finais de 1997, para apenas 82,4% em Dezembro de 2001)⁵⁷.

⁵⁵ Com o Decreto-Lei n.º 60/2002, de 20 de Março, os FII passam a estar impedidos de deter participações em sociedades imobiliárias.

⁵⁶ Correspondendo a 50% do total afecto às “Construções” em Dezembro de 1997, passando para 44% no final do ano 2001.

⁵⁷ Das construções acabadas, cerca de 95% encontravam-se arrendadas no final da primeira metade de 2001, contra os 90,2% registados em 1997.

Tabela 6 - Composição discriminada da carteira de aplicações dos FII⁵⁸

Unidade: 10⁶ €

	1997	1998	1999	2000	2001
Imóveis	1.995	2.134	2.417	2.835	3.316
<i>Terrenos</i>	70	53	78	152	186
<i>Construções</i>	1.925	2.081	2.339	2.683	3.130
Em Curso	131	125	171	314	399
Habituação	28	36	20	24	n.d.
Comércio	0	7	23	22	n.d.
Serviços	2	7	7	43	n.d.
Outros	100	74	120	224	n.d.
Acabadas	1.795	1.956	2.168	2.369	2.732
Arrendadas	1.618	1.817	2.014	2.250	n.d.
Habituação	8	34	32	15	n.d.
Comércio	616	624	654	734	n.d.
Serviços	853	915	999	1116	n.d.
Outros	141	243	329	385	n.d.
Não Arrendadas	177	139	155	120	n.d.
Habituação	20	16	31	12	n.d.
Comércio	24	27	22	21	n.d.
Serviços	108	57	64	50	n.d.
Outros	24	38	37	35	n.d.
Participações em soc. imobiliárias	35	49	76	97	228
Outros valores ^{a)}	86	22	190	16	12
Títulos de dívida pública	51	9	14	-	-
Obrigações Hipotecárias	9	9	8	8	9
Obrigações de empresas	26	4	160	2	2
Unidades de participação	0	0	7	5	3
Liquidez	324	422	462	447	523
À vista	-	-	-	-	n.d.
A prazo	-	-	-	-	n.d.
Outros Valores a Regularizar	-25	-16	-58	-25	52
Valores activos	-	-	-	-	n.d.
Valores passivos	-	-	-	-	n.d.
TOTAL	2.416	2.610	3.087	3.370	4.131

Legenda: a) No ano 2001 deduziu-se a esta componente um montante de 2,5 milhões de euro referente a empréstimos.

I.4.2.2 - Valores geridos pelas SGFII e Comissões

A administração dos fundos tem de ser exercida por uma sociedade gestora de fundos de investimento imobiliário (SGFII), a qual deve ter por objecto exclusivo a administração, em representação dos participantes, dos vários fundos de investimento que tenham sob gestão.

Como se pode constatar pela Tabela 7, a ESAF, TDF e AF Investimentos têm liderado o mercado dos fundos imobiliários, controlando no seu conjunto cerca de 50,5% do mercado no final de Dezembro de

⁵⁸ Os investimentos em imóveis apresentados na tabela situam-se em Portugal. No entanto, relembre-se que o Decreto-Lei n.º 60/2002, de 20 de Março, veio permitir a inclusão no património dos FII de investimentos em imóveis localizados nos Estados-Membros da União Europeia.

2001 (contra um total de 46,3% registado em Dezembro de 1997). Ainda assim, e de acordo com o índice de Herfindahl, os níveis de concentração desta indústria apresentam-se moderados nesta indústria⁵⁹.

Tabela 7 – Valor gerido por entidade gestora e quotas de mercado

Unidade: 10⁶ €

Entidades gestoras	1997	Quota mercado	1998	Quota mercado	1999	Quota mercado	2000	Quota mercado	2001	Quota mercado
ESAF	347	14,4%	489	18,7%	860	27,9%	905	26,9%	1.126	27,3%
TDF	525	21,7%	526	20,2%	528	17,1%	541	16,1%	547	13,2%
AF Investimentos	248	10,2%	243	9,3%	225	7,3%	431	12,8%	411	9,9%
Fundimo	228	9,4%	245	9,4%	273	8,8%	311	9,2%	406	9,8%
Santander Imovest ^{a)}	135	5,6%	141	5,4%	148	4,8%	151	4,5%	275	6,7%
BPN Imofundos	-	-	-	-	-	-	18	0,5%	235	5,7%
Imopólis	64	2,6%	87	3,4%	124	4,0%	184	5,5%	210	5,1%
Silvip	144	6,0%	144	5,5%	154	5,0%	160	4,7%	168	4,1%
Finimus	36	1,5%	61	2,3%	100	3,3%	109	3,2%	116	2,8%
Norfin	-	-	-	-	23	0,7%	76	2,2%	113	2,7%
Sonaigest	68	2,8%	68	2,6%	71	2,3%	97	2,9%	94	2,3%
Sofinac	107	4,4%	102	3,9%	94	3,0%	91	2,7%	90	2,2%
F. Turismo	25	1,0%	26	1,0%	27	0,9%	44	1,3%	55	1,3%
Refundos	17	0,7%	30	1,1%	31	1,0%	44	1,3%	53	1,3%
Banco Efisa	44	1,8%	46	1,8%	44	1,4%	46	1,4%	49	1,2%
Urbifundo	41	1,7%	43	1,6%	46	1,5%	47	1,4%	45	1,1%
Selecta	27	1,1%	25	1,0%	25	0,8%	27	0,8%	29	0,7%
Banif Imo	-	-	-	-	-	-	-	-	21	0,5%
Vila Galé Gest	6	0,2%	8	0,3%	10	0,3%	17	0,5%	20	0,5%
Imorendimento	5	0,2%	5	0,2%	6	0,2%	6	0,2%	19	0,5%
BNC Predifundos	6	0,2%	6	0,2%	6	0,2%	10	0,3%	14	0,3%
Correia&Viegas	5	0,2%	8	0,3%	11	0,3%	11	0,3%	13	0,3%
GEF	6	0,3%	9	0,4%	11	0,4%	11	0,3%	10	0,2%
Gesfimo	9	0,4%	8	0,3%	8	0,3%	8	0,2%	8	0,2%
Geoger	4	0,2%	3	0,1%	3	0,1%	3	0,1%	2	0,1%
Gestamorim	23	1,0%	22	0,8%	1	0,0%	1	0,0%	1	0,0%
Gices ^{b)}	6	0,3%	5	0,2%	4	0,1%	4	0,1%	-	-
Tottafimo ^{c)}	14	0,6%	14	0,6%	15	0,5%	14	0,4%	-	-
Primeiro Imobiliário ^{b)}	10	0,4%	10	0,4%	3	0,1%	1	0,0%	-	-
Imosotto	234	9,7%	232	8,9%	232	7,5%	-	-	-	-
Gestiprimus	19	0,8%	-	-	-	-	-	-	-	-
Barclays	7	0,3%	-	-	-	-	-	-	-	-
Banco Mello	6	0,2%	-	-	-	-	-	-	-	-
VLG	2.416	100%	2.610	100%	3.087	100%	3.370	100%	4.131	100%
N.º entidades	30		27		28		28		26	

Legenda: a) Antes do ano de 2001 denominava-se MC Imovest; b) Os seus fundos foram liquidados em 2001; c) Transferiu a administração do fundo para a Imorendimento.

Relativamente às comissões cobradas aos fundos pelas SGFII (Tabela 8), saliente-se o forte crescimento da comissão média que aumentou 14 pontos base entre finais de 1996 e 2001. A única excepção a esta trajectória observou-se em 1997, como resultado da redefinição da política de comissionamento de algumas entidades tendo em vista a obtenção de ganhos de competitividade face a aplicações

⁵⁹ O índice HHI (Herfindahl-Hirschman Index) é uma medida de concentração de mercado comumente aceite e calcula-se da

seguinte forma: $HHI = \sum_{i=1}^n S_i^2$ (em que S_i corresponde à quota de mercado de cada entidade i). Este índice pode variar entre um

mínimo próximo de zero e um máximo de 10.000. Em geral, aceita-se que um valor inferior a 1.000 representa um mercado não concentrado, entre 1.000 e 1.800 um mercado moderadamente concentrado e um valor superior a 1.800 um mercado fortemente concentrado. Em Portugal, o índice HHI apresentava os seguintes valores anuais para os anos de 1997 a 2001: 1082, 1123, 1354, 1340 e 1266.

alternativas. O aumento das comissões cobradas resulta assim de dois efeitos conjugados: o aumento dos activos sob gestão pelas entidades gestoras e da comissão média de gestão cobrada.

Tabela 8 - Comissões cobradas pelas SGFII

Unidade: 10 ³ €					
FII	Comissões Cobradas	Δ CC	Activos sob Administração	Δ AsA	CMédia
1996 ^{a)}	17.640	-	2.192.175	-	0,80%
1997 ^{b)}	18.060	2,4%	2.365.232	7,9%	0,76%
1998 ^{c)}	19.993	10,7%	2.564.969	8,4%	0,78%
1999 ^{d)}	24.536	22,7%	3.042.685	18,6%	0,81%
2000 ^{d)}	30.387	23,8%	3.323.269	9,2%	0,91%
2001 ^{e)}	38.284	26,0%	4.081.288	22,8%	0,94%

Legenda: a) A discrepância existente entre o total administrado por sociedades gestoras e o total investido em FII deve-se ao facto de existirem instituições de crédito que gerem no conjunto cerca de 109.000 milhares de euro; b) A diferença existente entre o total administrado por sociedades gestoras e o total investido em FII deve-se ao facto de existirem duas instituições de crédito que gerem cada uma delas um FII. Estes dois fundos representam cerca de 49.880 milhares de euro; c) A discrepância verificada, de cerca de 45.880 milhares de euro, deve-se à existência de um fundo de investimento gerido por uma instituição de crédito; d) A diferença existente, de cerca de 44.600 milhares de euro, resulta do facto de se excluïrem os dados respeitantes a uma instituição de crédito, o Banco Efisa, que gere um fundo de investimento imobiliário fechado; e) Verifica-se uma diferença de 49.268 milhares de euro entre os valores sob administração e o valor aplicado em FII, por esta tabela excluir os dados respeitantes ao Banco Efisa.

I.4.3 - Conclusões

1. A indústria dos fundos de investimento imobiliário portuguesa apresenta, tal como nos outros países da UE, uma expressão reduzida quando comparada com a dos fundos mobiliários, isto apesar do forte dinamismo evidenciado por este sector nos últimos anos, com especial destaque para a componente de fundos fechados.
2. Apesar do aumento significativo dos montantes sob gestão, a dimensão média dos FII nacionais é bastante inferior à média europeia, situando-se em finais de 2001 nos 86 milhões de euro face a um valor médio de 598 milhões de euro. Contudo, se tivermos em consideração os valores dos PIB e o número de habitantes verifica-se que Portugal se encontra acima da média dos países analisados.
3. No que respeita à composição das carteiras dos FII entre 1997 e 2001, destaca-se a redução, em termos relativos, das aplicações em liquidez e dos montantes afectos a valores imobiliários, por oposição ao aumento do peso das participações em sociedades imobiliárias.
4. Apesar do nível de concentração da actividade das entidades gestoras de FII se apresentar moderado, tendo inclusive registado uma redução a partir de 1999, observou-se um claro aumento nas comissões médias cobradas pelas entidades gestoras aos fundos, sinal de uma possível cartelização do mercado.

I.5 – FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO

I.5.1 – Os Fundos de Investimento Mobiliário no contexto internacional

A indústria dos fundos de investimento mobiliário foi a componente do sector financeiro que mais cresceu no conjunto dos países da União Europeia na década de 90⁶⁰⁻⁶¹. Os activos geridos pela totalidade dos fundos de investimento cresceram de um montante inferior a 500 milhões de euro (registados no início dos anos 90), para cerca de 4.476 mil milhões de euro no final de 2001 (ver Anexo 1). Reportando-nos apenas aos FIM harmonizados do conjunto dos países da União Europeia⁶², os valores geridos aumentaram dos 1.362 mil milhões de euro no final de 1996 para cerca de 3.504 mil milhões de euro em 2001.

Portugal é, de entre o conjunto dos países da UE, uma das que apresenta menores valores de activos sob gestão (tanto totais, como em termos de fundos harmonizados). Segundo dados referentes a 2001, a indústria portuguesa detinha apenas meio ponto percentual no total da UE, ocupando o penúltimo lugar do *ranking* apenas à frente da Finlândia. Ao invés, o Luxemburgo e a França dominam a indústria ao nível europeu, com quotas de mercado⁶³ em Dezembro de 2001 de 24,3% e 22,8%, respectivamente⁶⁴.

⁶⁰ Na economia norte-americana, a indústria dos FIM está bastante mais desenvolvida do que a europeia, representado 60% da indústria ao nível mundial. Este resultado reflecte, em grande medida, a elevada sofisticação dos investidores americanos e a sua forte apetência para investir nos mercados financeiros. Não obstante os montantes aplicados em fundos de investimento norte-americanos serem superiores, o número de fundos em actividade é muito inferior ao existente na Europa, sinal da maior dimensão e forte capitalização que os OICVM, em média, possuem naquele país. No final do primeiro semestre de 2001, existiam cerca de 8.303 fundos nos EUA, contra 25.980 na Europa. De destacar o peso dos fundos de acções nos EUA, representando 55% do número total de fundos e cerca de 74% dos montantes sob gestão.

⁶¹ Relativamente à economia japonesa, depois da quebra nos montantes sob gestão no final de Dezembro de 2000, observou-se uma recuperação dos mesmos no decorrer do primeiro semestre de 2001.

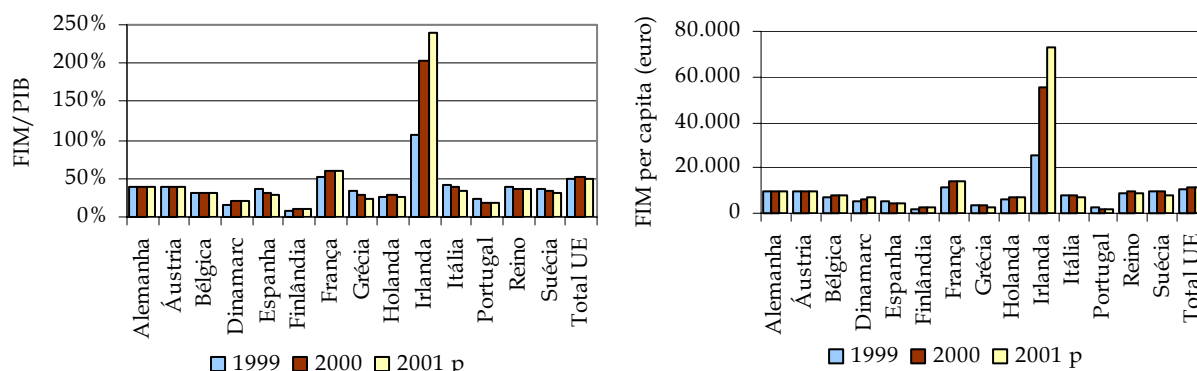
⁶² A estrutura dos fundos de investimento divide-se em fundos harmonizados (UCITS – *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*) e fundos não harmonizados. O segmento mais importante da indústria total são os primeiros, isto é, os que respeitam a Directiva Comunitária de 85, e incluem todos os fundos abertos de acções, poupança-acções, poupança-reforma/educação, mistos e obrigações (as estatísticas da FEFSI – *Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement* - incluem ainda os fundos de tesouraria e os do mercado monetário). Por seu turno, os fundos não harmonizados (*non-UCITS*) incluem outro tipo de fundos de investimento regulados a nível nacional, sendo um mercado dominado pelos fundos especiais alemães (*German Spezialfonds*) e pelos fundos de investimento do Reino Unido fechados-abertos. Os FIM harmonizados do conjunto dos países da EU representam, em média, cerca de 80% do total da indústria dos FIM.

⁶³ Respeitantes aos FIM harmonizados.

⁶⁴ O facto do Luxemburgo ter conseguido assumir a posição de liderança – independentemente da pequena dimensão da sua população – reflecte o sucesso da estratégia seguida por este país. A praça luxemburguesa soube impor-se como principal plataforma de comercialização dos denominados fundos de investimento pan-europeus, sendo actualmente a segunda a nível mundial e a primeira a nível europeu: 80% daqueles fundos encontram-se domiciliados no Luxemburgo (representando 928,4 milhões de euro). Este sucesso ficou a dever-se a dois factores: por um lado, o facto de ter sido o primeiro país a transpor a directiva de 1985 para o direito nacional (em 1988); por outro, o forte investimento efectuado pelos profissionais ao nível da formação e dos meios tecnológicos. Paralelamente, o Luxemburgo mantém um quadro legislativo e fiscal bastante atractivo.

Em termos de valor per capita dos FIM e do peso dos respectivos valores sob gestão no PIB, verifica-se que Portugal se encontra significativamente abaixo da média dos países da UE⁶⁵. De facto, em 2001 o VLG dos FIM representava apenas 17,5% do PIB português⁶⁶, enquanto o valor per capita dos FIM atingia os 2.123 euro (Gráfico 6)⁶⁷.

Gráfico 6 - Alguns indicadores da actividade dos FIM (total)

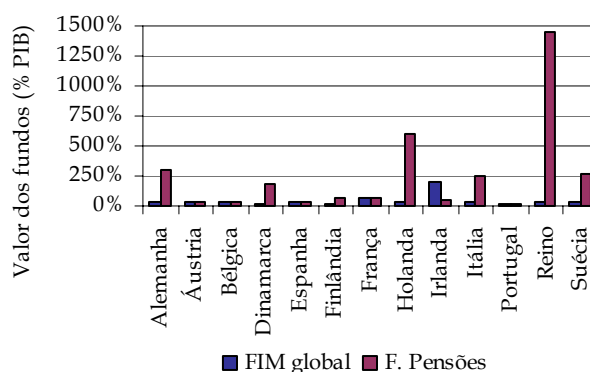


Fonte: CMVM, FEFSI, Comissão Europeia.

Nota: Os dados referentes ao PIB e população de 2001 são previsões.

A comparação entre FIM e FP (Gráfico 7) permite concluir que em Portugal o valor global gerido pelos FIM é superior ao dos FP⁶⁸, ao contrário do registado na maioria dos outros países da UE.

Gráfico 7 - Valor global gerido pelos FIM e pelos Fundos de Pensões nos países da União Europeia (em % do PIB) - Dezembro de 2000



Fonte: CMVM, FEFSI, European Pension Fund Managers Guide (2000).

⁶⁵ Em Dezembro de 2001, a Grécia e a Finlândia eram os únicos países cujo valor per capita dos fundos mais se aproximava do português. No que respeita ao peso do VLG no PIB no ano de 2001, apenas a Finlândia apresentava uma percentagem inferior à verificada para Portugal (10,4%).

⁶⁶ Valor baseado em estatísticas do PIB retiradas do Relatório da Comissão Europeia de 2000.

⁶⁷ Valores respectivos para o conjunto dos países da UE (ver Anexo 1): 51% e 11.804 euro. Destacam-se novamente os valores obtidos para a indústria dos fundos luxemburgueses (não incluídos naquele gráfico por razões de escala).

⁶⁸ Como anteriormente verificado na secção I.1.1.

Relativamente à importância das diferentes categorias de fundos, observam-se diferenças significativas entre os diversos países analisados (Tabela 9). Em primeiro lugar, os fundos de investimento em acções⁶⁹ representam 12% do total da indústria dos FIM harmonizados em Portugal, contra uma média de 37,6% registada no conjunto dos países da União Europeia. Em segundo lugar, os fundos mistos representam em Portugal apenas 5,4% do mercado dos FIM, ou seja, o valor mais baixo dos países da UE a seguir à Dinamarca (4,9%). Por fim, destaca-se em Portugal a importância dos fundos com um nível de risco bastante reduzido, com os fundos de obrigações e de tesouraria a representarem, respectivamente, 35% e 41% do mercado, bastante acima da média europeia de 25,4% e 14,3%. Estes resultados evidenciam uma atitude ainda bastante conservadora dos investidores portugueses perante investimentos em activos de risco mais elevado⁷⁰. Por outro lado, sugerem que, no segmento accionista do mercado de capitais, os FIM não têm tido o papel dinamizador que tiveram noutras economias europeias.

Tabela 9 - Peso das categorias de FIM (harmonizados) no VLGF de cada país da União Europeia - Dezembro 2001

País	Fundos acções e FPA	Fundos obrigações	Fundos mistos	Fundos de tesouraria	Outros
Alemanha	52,0%	25,1%	7,5%	14,3%	1,1%
Austria	20,4%	63,5%	14,6%	1,4%	0,0%
Bélgica	60,1%	13,7%	24,5%	1,7%	0,0%
Dinamarca	45,1%	49,9%	4,9%	0,1%	0,0%
Espanha	27,4%	29,6%	17,7%	24,4%	0,8%
Finlândia	42,7%	14,9%	21,5%	20,9%	0,0%
França	25,8%	17,3%	24,6%	32,2%	0,0%
Grécia	20,4%	20,9%	22,6%	36,2%	0,0%
Holanda	58,4%	22,2%	10,7%	n/d	8,8%
Itália	27,4%	39,4%	21,7%	11,6%	0,0%
Luxemburgo	37,4%	38,6%	7,3%	10,7%	6,0%
Portugal	12,0%	34,7%	5,4%	40,9%	7,0%
Reino Unido	75,3%	10,2%	7,4%	0,4%	6,7%
Suécia	71,3%	5,0%	17,3%	5,3%	1,1%
Total UE	37,6%	25,4%	14,0%	14,3%	8,7%

Fonte: FIBV

I.5.2 - Indústria dos Fundos de Investimento Mobiliário em Portugal

Restringindo a análise aos fundos de investimento mobiliário portugueses simultaneamente comercializados e geridos por entidades residentes em Portugal, observa-se um crescimento exponencial do VLG e do número de fundos desde a sua origem, traduzindo a sua aceitação junto dos aforradores (Tabela 10). De facto, enquanto que em meados de 1986 existia apenas um fundo de investimento (mobiliário) cujo valor ascendia a apenas 51 milhões de euro, no final de 2001 existiam 262

⁶⁹ Onde também se incluíram os fundos poupança-acções.

⁷⁰ Embora o peso dos fundos de acções na indústria portuguesa tenha aumentado durante os anos 90.

fundos que administravam um montante total de 21.266 milhões de euro (representando 17,3% do PIB). Ainda assim, esta evolução não se apresentou homogénea, sendo de destacar os seguintes sub-períodos: i) 1986-1991; ii) 1992-1998; iii) 1999-2001.

No primeiro sub-período, destacam-se dois acontecimentos com consequências importantes para a indústria dos fundos de investimento mobiliário. Por um lado, o *crash* bolsista em Outubro de 1987, que pode eventualmente explicar a taxa de crescimento negativa do VLGF em 1988. Por outro lado, a retoma do mercado de capitais em 1989, traduzida no elevado crescimento observado neste e nos dois anos seguintes. Poderemos designar este sub-período como de “arranque” da indústria.

Tabela 10- Evolução do número e VLG dos Fundos de Investimento Mobiliário

Unidade: 10⁶ €

Ano	Nº fundos	VLGF	Δ VLGF	PIBpm	Peso no PIB
Jun 1986	1	51	-	-	-
Dez 1987	5	251	392,2%	-	-
Dez 1988	7	205	-18,3%	-	-
Dez 1989	24	1.003	389,3%	-	-
Dez 1990	51	1.895	88,9%	-	-
Dez 1991	82	4.305	127,2%	56.398	7,6%
Dez 1992	98	5.791	34,5%	63.563	9,1%
Dez 1993	109	8.260	42,6%	67.066	12,3%
Dez 1994	126	10.260	24,2%	72.908	14,1%
Dez 1995	150	10.639	3,7%	80.875	13,2%
Dez 1996	182	13.208	24,1%	86.429	15,3%
Dez 1997	204	19.615	48,5%	93.285	21,0%
Dez 1998	246	23.955	22,1%	101.386	23,6%
Dez 1999	272	24.087	0,6%	108.344	22,2%
Dez 2000	260	21.558	-10,5%	115.013	18,7%
Dez 2001	262	21.266	-1,4%	122.789p	17,3%

Fonte: CMVM, Boletim estatístico de Dezembro de 1999 do Banco de Portugal (dados desde 1986 até 1989), Ministério das Finanças - “Indicadores Económicos” de Dezembro 2001.

Legenda: p - previsão

No segundo sub-período, de “consolidação” do crescimento da indústria, manteve-se a acentuada tendência crescente dos montantes líquidos sob gestão (embora com taxas de crescimento mais reduzidas). O significativo acréscimo dos montantes aplicados ocorrido em 1997 poderá estar associado a um conjunto de factores e acontecimentos que contribuiriam para o amadurecimento do mercado português e para o aumento dos investimentos nos mercados de valores em geral (ao nível europeu). Entre eles podem ser referidos: (i) o facto de várias instituições de análise financeira internacional passarem a classificar o mercado português no grupo dos mercados desenvolvidos⁷¹; (ii) a crise asiática, que transformou os mercados de valores da UE (inclusive o português) em refúgios naturais para o investimento financeiro internacional; (iii) as operações de privatização de empresas públicas, actualmente detentoras de um peso significativo nos índices bolsistas nacionais.

⁷¹ A promoção de mercado emergente a mercado desenvolvido tornou o nosso mercado mais atractivo e criou maior visibilidade das empresas nacionais no exterior.

Os anos mais recentes são caracterizados por alguma instabilidade. O ano de 1999, e apesar da carteira global das aplicações dos FIM ter atingido o valor mais elevado de sempre, constitui um ano de estabilização da indústria, que verificou uma taxa de crescimento de apenas 0,6%. Nos dois anos seguintes, assiste-se à redução dos montantes sob gestão, com variações negativas de 10,5% e 1,4%, respectivamente. No entanto, se retirarmos do VLGf as unidades de participação de FIM detidas pelos fundos de fundos (com o objectivo de eliminar o efeito de dupla contabilização), os montantes aplicados em FIM aumentam entre finais de 2000 e 2001 (ver Tabela 4). A diminuição do VLGf em 2001, observada na Tabela 10, deve-se em parte à forte diminuição do valor das UP's detidas pelos fundos de fundos que mais do que anulou os ganhos das restantes categorias dos fundos. O montante aplicado pelos fundos de fundos em unidades de participação diminuiu cerca de 35,7% entre finais de 2000 e 2001.

I.5.2.1 - Evolução dos Fundos de Investimento Mobiliário - por Categoria de fundos

Na Tabela 11 encontram-se dados referentes ao número de fundos criados e montante global gerido, por categoria de fundos, no período compreendido entre finais de 1989 e de 2001. Os fundos de obrigações e de tesouraria (activos de menor risco) têm dominado o mercado. De facto, os fundos de obrigações e os de tesouraria representavam mais de 80% do total dos FIM no início dos anos 90, perdendo depois alguma importância relativa. Contudo, mesmo nos anos de euforia do mercado accionista, ainda representavam mais de 50% desse total.

Tabela 11 - Evolução do número de fundos e das carteiras dos FIM - por classes de fundos⁷²

Unidade: 10⁶ €

	FO		FA		FPA		FT		FF		FM		FPR		F. Fechados		Total	
	N.º	VLG	N.º	VLG	N.º	VLG	N.º	VLG	N.º	VLG	N.º	VLG	N.º	VLG	N.º	VLG	N.º	VLGF
1986	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-	-	n.d.	n.d.	-	-	n.d.	n.d.	-	-	-	-	1	51
1987	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-	-	n.d.	n.d.	-	-	n.d.	n.d.	-	-	-	-	5	251
1988	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-	-	n.d.	n.d.	-	-	n.d.	n.d.	-	-	-	-	7	205
1989	7	n.d.	2	n.d.	-	-	7	n.d.	-	-	8	n.d.	n.d.	n.d.	-	-	24	1.003
1990	18	529	2	65	-	-	18	1.052	-	-	13	249	n.d.	n.d.	-	-	51	1.895
1991	28	2.195	6	70	-	-	28	1.636	-	-	20	404	n.d.	n.d.	-	-	82	4.305
1992	37	3.661	7	80	-	-	34	1.696	-	-	20	354	n.d.	n.d.	-	-	98	5.791
1993	44	5.841	14	214	-	-	34	1.756	-	-	17	449	n.d.	n.d.	-	-	109	8.260
1994	49	6.245	20	289	-	-	34	2.669	-	-	23	1.057	n.d.	n.d.	-	-	126	10.260
1995	49	5.186	29	199	13	11	38	4.247	8	664	5	14	6	176	2	142	150	10.639
1996	54	7.006	29	476	13	58	41	3.976	31	1.035	3	12	8	409	3	237	182	13.208
1997	57	7.566	33	1.635	16	216	38	4.839	41	3.300	6	958	8	770	5	332	204	19.615
1998	61	7.660	46	2.138	15	386	38	5.968	49	4.089	20	2.023	8	1.072	9	619	246	23.955
1999	64	6.787	61	2.451	16	507	38	7.114	46	3.652	26	1.531	9	1.180	12	864	272	24.087
2000	52	5.701	69	2.499	12	510	33	6.189	48	2.937	21	1.458	8	1.246	17	1.018	260	21.558
2001	53	6.467	70	1.791	12	440	33	7.631	46	1.884	22	1.006	12	1.306	14	742	262	21.266

Fonte: CMVM, Boletim estatístico de Dezembro de 1999 do Banco de Portugal.

Legenda: FO - Fundos de Obrigações, FA - Fundos de Acções, FPA - Fundos Poupança Acções, FT - Fundos de Tesouraria (inclui também os dados respeitantes aos Fundos do Mercado Monetário⁷³), FF - Fundos de Fundos, FM - Fundos Mistos (entre 1989 e 1994 também incluem dados dos FPR), FPR - Fundos Poupança Reforma, F. Fechados - Fundos fechados (inclui também os valores respeitantes aos Fundos Garantidos⁷⁴).

Já na segunda metade da década de 90, destaca-se o forte crescimento das aplicações dos FIM em 1997 (48,5%), que resultou de um dinamismo verificado em todas as categorias de fundos, especialmente em duas. Assim, observou-se um acréscimo de 219% no montante aplicado em fundos de fundos em resultado do forte investimento em participações em instituições de investimento colectivo domiciliadas no estrangeiro (particularmente no Luxemburgo). Por outro lado, registou-se uma elevada taxa de crescimento nos fundos de acções⁷⁵, consequência da evolução favorável das Bolsas europeias em geral, e da portuguesa em particular⁷⁶.

⁷² A análise comparativa do valor dos activos financeiros integrantes na carteira dos fundos de investimento mobiliário antes e depois de 1995 requer que se tenha em consideração que a legislação em vigor até aquela data (e posteriormente revogada) permitia alguma flexibilidade na avaliação daqueles activos, pelo que foi possível manter a estabilidade dos valores das unidades de participação ainda que artificialmente. A entrada em vigor do novo regime legal veio estabelecer o princípio da valorização a preços de mercado, pelo que a comparação com anos anteriores poderá não ser linear. Chama-se ainda a atenção para o facto da classificação dos FIM adoptada pela CMVM entre 1995 e 1998 ter sido alvo de ligeiras alterações em 1999, nomeadamente no que respeita aos fundos de acções e de obrigações. No entanto, essas modificações não impossibilitam uma comparação fidedigna, por categoria de fundos, entre os dois períodos.

⁷³ A informação estatística dos fundos do mercado monetário foi incluída nos dados dos fundos de tesouraria devido às características muito similares entre os dois tipos de fundos. No entanto, a partir de Janeiro de 2001, a CMVM autonomizou nas suas estatísticas a categoria de fundos do mercado monetário. Segundo dados referentes ao ano de 2001, no final de Dezembro existiam três fundos deste tipo, ascendendo a 165,6 milhões de euro.

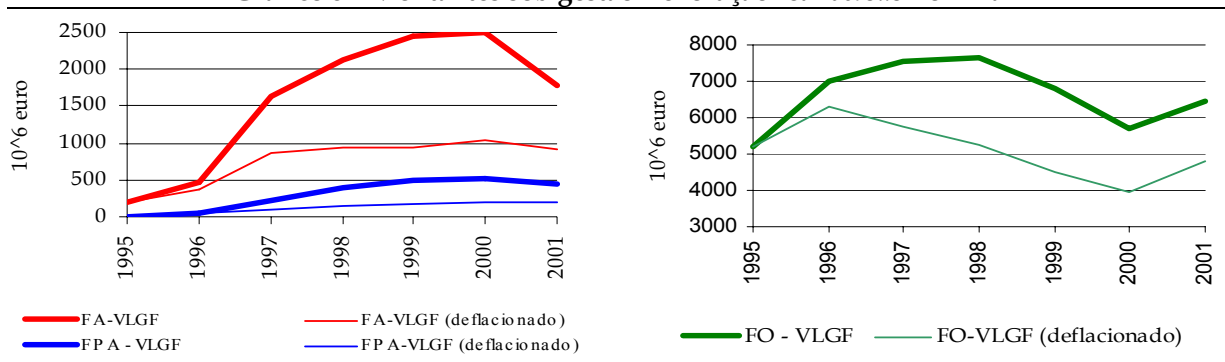
⁷⁴ À data de 31 de Dezembro de 2001 existiam 9 fundos garantidos representativos de 2,69% do valor total sob gestão da indústria, isto é, cerca de 572 milhões de euro.

⁷⁵ Que se manteve até finais de 1999.

⁷⁶ Esta performance contribuiu não só para o crescimento e solidificação do património dos FIM já existentes, mas também para a criação de novos fundos, nomeadamente, fundos de acções internacionais especializados e fundos de capital garantido.

O abrandamento do investimento em fundos de acções, fundos poupança-acções e mistos a partir de 2000 terá resultado, fundamentalmente, da forte desvalorização registada nos principais índices do segmento accionista durante esse período. De facto, o Gráfico 8⁷⁷ mostra que, no caso dos fundos de acções, a forte queda dos valores sob gestão (em termos nominais) não teve uma tradução da mesma magnitude em termos reais. De igual forma, observa-se que nos fundos poupança-acções a queda no VLG foi acompanhada por uma subida no valor real sob gestão⁷⁸.

Gráfico 8 - Montantes sob gestão - evolução real versus nominal

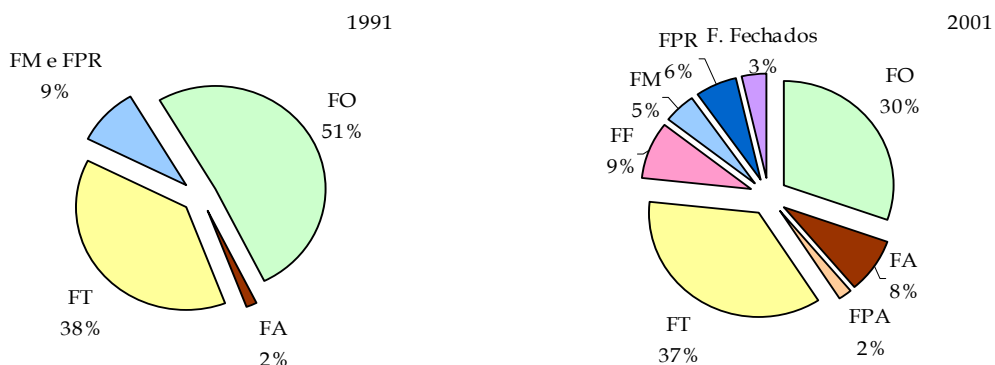


No que se refere à importância relativa dos diversos tipos de fundos no valor global sob gestão da indústria, registaram-se profundas alterações entre 1991 e 2001 (Gráfico 9). Para além da maior diversidade em termos de fundos existentes, ressalta também a maior representatividade dos fundos de acções no cômputo global das carteiras dos fundos. Por oposição, a quota de mercado dos fundos de tesouraria diminuiu 1 ponto percentual naquele período, observando-se uma redução mais acentuada nas aplicações em fundos de obrigações (de 51% em Dezembro de 1991, para apenas 30% nos finais do ano 2001). Por seu turno, os fundos de poupança-reforma e os fundos mistos ainda têm pouca representatividade na estrutura dos valores líquidos dos FIM .

⁷⁷ A evolução real do VLG dos fundos de acções foi obtida deflacionando o valor nominal por um índice de preços de Fisher. A informação utilizada foi a do índice Eurostoxx600, PSI30 e IORF. Refira-se que este índice de preços é uma *proxy* do verdadeiro índice de preços dos fundos de investimento em acções uma vez que só estamos a considerar como activos as acções, ignorando todos os outros activos (nomeadamente obrigações, que no período 2000-2001 registaram uma forte valorização).

⁷⁸ No caso dos fundos Poupança-Acções utilizou-se como deflactor o PSI30 uma vez que, em média, cerca de 75% dos activos que constituem estes fundos pertencem a esse índice.

**Gráfico 9 - Peso das diversas categorias de fundos no VLG da indústria de FIM
(Dezembro 1991 e Dezembro de 2001)**



I.5.2.2 - Composição das Carteiras - por Natureza de Valor

Relativamente aos valores mobiliários integrados na carteira dos FIM, constata-se que o investimento em activos de curto-prazo tem vindo a diminuir (com excepção do papel comercial). Simultaneamente, assistiu-se a uma redução dos montantes aplicados na componente da dívida pública (12,5% da carteira em final de 2001, face aos 21,1% em 1995) justificada pelo direccionamento do investimento para dívida emitida por entidades privadas e para acções, que em conjunto representavam cerca de 58% da carteira no final de 2001.

Tabela 12 - Decomposição percentual agregada das carteiras dos FIM, por natureza de valor

Unidade: 10⁶ €

	1995		1996		1997		1998		1999		2000		2001	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Dívida Pública	2.241	21,1	2.917	22,1	3.410	17,4	4.591	19,2	2.882	12,0	2.734	12,7	2.656	12,5
OF Públicos	236	2,2	326	2,5	432	2,2	521	2,2	304	1,3	127	0,6	146	0,7
Obrigações Diversas	1.478	13,9	3.255	24,6	5.239	26,7	6.285	26,2	7.956	33,0	8.316	38,6	9.333	43,9
Acções	390	3,7	883	6,7	2.330	11,9	3.445	14,4	4.444	18,4	4.217	19,6	2.942	13,8
TP	47	0,4	47	0,4	32	0,2	43	0,2	54	0,2	53	0,2	19	0,1
UP	510	4,8	826	6,3	3.051	15,6	3.924	16,4	3.583	14,9	2.871	13,3	1.853	8,7
Direitos	0,1	0,0	6,6	0,0	72	0,4	44	0,2	8,3	0,0	6,6	0,0	2,7	0,0
Warrants autónomos	n.d.	-	n.d.	-	n.d.	-	n.d.	-	n.d.	-	n.d.	-	14	0,1
OI Dívida	2.568	24,1	2.891	21,9	1.388	7,1	1.586	6,6	1.502	6,2	1.044	4,8	1.647	7,7
<i>Bilhetes Tesouro</i> ^{a)}	1.865	17,5	1.819	13,8	492	2,5	309	1,3	-	-	-	-	-	-
<i>Papel Comercial</i>	606	5,7	1.071	8,1	895	4,6	1.277	5,3	1.502	6,2	1.044	4,8	1.647	7,7
<i>Outros Valores</i>	98	0,9	1	0,0	1	0,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Liquidez ^{b)}	3.270	30,7	2.152	16,3	4.008	20,4	3.648	15,2	3.479	14,4	2.262	10,5	2.746	12,9
Val. a Regularizar	-101	-0,9	-96	-0,7	-347	-1,8	-133	-0,6	-126	-0,5	-72,8	-0,3	-93	-0,4
TOTAL	10.639	100	13.208	100	19.615	100	23.955	100	24.087	100	21.558	100	21.266	100

Legenda: OF Públicos - Outros Fundos Públicos, TP - Títulos de Participação, UP - Unidades de Participação; OI Dívida - Outros Instrumentos de Dívida; a) A partir de 1999 deixaram de se realizar novas emissões destes títulos. O investimento que se tem vindo a verificar em certificados de aforro preenche as necessidades do Estado português relativamente à emissão de dívida de curto-prazo; b) Inclui liquidez à vista (depósitos à ordem) e a prazo (depósitos com pré-aviso e a prazo + aplicações nos Mercados Monetários).

I.5.2.3 - Investimentos dos Fundos de Investimento Mobiliário - por Origem de Valor e Moeda

Os dados estatísticos apontam para uma redução da exposição dos fundos de investimento ao mercado de capitais português, em favor, fundamentalmente, de outros mercados da Zona Euro (Tabela 13).

Tabela 13 - Desagregação das carteiras dos fundos por mercado e origem de valor

	Unidade: 10 ⁶ €													
	1995	%	1996	%	1997	%	1998	%	1999	%	2000	%	2001	%
Mercados nacionais	2.986	81,7	4.496	70,0	6.794	63,1	8.246	58,1	6.106	40,4	4.272	28,4	2.809	18,9
UE	574	15,7	1.816	28,3	3.844	35,7	5.675	40,0	8.298	54,9	9.919	66,0	11.216	75,5
Países terceiros	94	2,6	110	1,7	136	1,3	266	1,9	724	4,8	834	5,6	836	5,6
<i>Sub-total : Valores Mobiliários Cotados</i>	<i>3.654</i>	<i>100</i>	<i>6.422</i>	<i>100</i>	<i>10.774</i>	<i>100</i>	<i>14.187</i>	<i>100</i>	<i>15.128</i>	<i>100</i>	<i>15.025</i>	<i>100</i>	<i>14.861</i>	<i>100</i>
Em Proc. Admissão Mer. Nacional	247	-	473	-	262	-	385	-	92	-	48	-	52	-
Em Proc. Admissão Mer. Estrangeiro	120	-	198	-	337	-	241	-	259	-	115	-	55	-
Não Cotados Nacionais	365	-	243	-	93	-	79	-	52	-	44	-	41	-
Não Cotados Estrangeiros	9	-	103	-	50	-	41	-	119	-	222	-	108	-
UP Nacionais	141	-	642	-	2.722	-	3.474	-	2.924	-	2.396	-	1.478	-
UP Estrangeiras	366	-	182	-	328	-	449	-	658	-	48	-	373	-
Valores de Natureza Monetária	5.838	-	5.043	-	5.397	-	5.233	-	4.981	-	3.306	-	4.392	-
Valores a Regularizar	-101	-	-96	-	-347	-	-133	-	-126	-	-73	-	-93	-
TOTAL	10.639	-	13.208	-	19.615	-	23.955	-	24.087	-	21.558	-	21.266	-

De facto, ainda que este fenómeno se tenha iniciado em 1995, assumiu particular relevância a partir de 1999 em resultado da criação da moeda única. Assim, se em 1995 cerca de 81,7% das aplicações em valores mobiliários cotados tinham origem no mercado nacional (face aos 15,7% com origem na UE), em 2001 a situação era inversa, com o mercado nacional a representar apenas 18,9% das aplicações enquanto as aplicações em outros países da UE ascendiam a 75,5%. Por outro lado, no que se refere às bolsas mais procuradas pelos FIM como destino do investimento, destaca-se a crescente importância da bolsa do Luxemburgo (que ultrapassou no ano de 2001 a de Lisboa - Tabela 14).

Tabela 14 - Estrutura dos investimentos dos FIM nos mercados bolsistas (%)

Bolsas	Dez-98	Dez-99	Dez-00	Dez-01
Lisboa	58,3	40,0	28,4	19,1
Luxemburgo	17,9	22,5	23,4	34,4
Londres	11,5	13,4	13,6	14,5
Frankfurt	2,2	5,8	15,9	12,5
Paris	0,9	2,3	4,1	3,7
Madrid	3,9	1,9	2,4	2,1
Milão	0,5	1,2	1,3	2,4
Amesterdão	0,6	0,9	1,7	2,2
Nova Iorque	1,7	3,9	3,8	4,2
Outras	2,5	8,1	5,4	4,8
Total	100	100	100	100

Nota: Estas percentagens são calculadas tendo por base investimentos que também incluem os valores em processo de admissão no mercado nacional e estrangeiro. Daqui decorrem as diferenças existentes em relação à rubrica Mercados nacionais da Tabela 13.

Uma análise mais detalhada da carteira dos FIM (Tabela 15), permite reforçar a ideia de que o peso destes investidores institucionais no mercado bolsista português tem diminuído.

Tabela 15 - Evolução dos montantes aplicados pelos FIM em acções, obrigações e dívida pública - por origem de valor

Unidade: 10⁶ €

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Acções	362	816	2.321	3.412	4.438	4.147	2.921
Nacionais	205	508	1.671	2.295	2.045	1.363	758
UE	114	207	524	926	1.843	2.004	1.424
Fora da UE	42	102	127	191	550	780	739
<i>% acções nacionais no total acções</i>	56,7%	62,2%	72,0%	67,3%	46,1%	32,9%	25,9%
<i>% acções nacionais no VLGF</i>	1,9%	3,8%	8,5%	9,6%	8,5%	6,3%	3,6%
<i>% acções EU no VLGF</i>	1,1%	1,6%	2,7%	3,9%	7,7%	9,3%	6,7%
<i>% acções Fora UE no VLGF</i>	0,4%	0,8%	0,6%	0,8%	2,3%	3,6%	3,5%
Obrigações	1.125	2.488	4.562	5.678	7.457	7.969	9.115
Nacionais	753	1.239	1.538	1.751	1.808	1.248	1.230
UE	370	1.241	3.017	3.886	5.560	6.700	7.825
Fora da UE	2	8	6	42	88	21	60
<i>% obrigações nacionais no total obrigações</i>	66,9%	49,8%	33,7%	30,8%	24,3%	15,7%	13,5%
<i>% obrigações nacionais no VLGF</i>	7,1%	9,4%	7,8%	7,3%	7,5%	5,8%	5,8%
<i>% obrigações UE no VLGF</i>	3,5%	9,4%	15,4%	16,2%	23,1%	31,1%	36,8%
<i>% obrigações Fora UE no VLGF</i>	0,0%	0,1%	0,0%	0,2%	0,4%	0,1%	0,3%
Dívida Pública	2.116	3.061	3.813	5.021	3.169	2.853	2.791
Nacionais	1.981	2.695	3.508	4.134	2.193	1.605	791
UE	87	366	303	854	890	1.215	1.965
Fora da UE	48	0	2	33	86	34	35
<i>% DP nacional no total Dívida Pública</i>	93,6%	88,0%	92,0%	82,3%	69,2%	56,3%	28,3%
<i>% DP nacional no VLGF</i>	18,6%	20,4%	17,9%	17,3%	9,1%	7,4%	3,7%
<i>% DP da UE no VLGF</i>	0,8%	2,8%	1,5%	3,6%	3,7%	5,6%	9,2%
<i>% DP Fora UE no VLGF</i>	0,5%	0,0%	0,0%	0,1%	0,4%	0,2%	0,2%

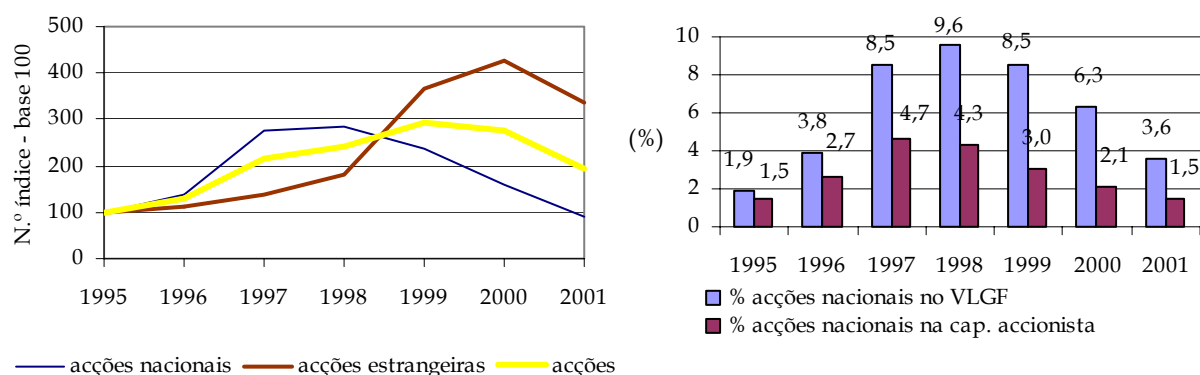
Nota: Inclui dados sobre valores cotados (MCO da BVLP + Outros Merc. Reg. Nacionais + MCO de Bolsas de Valores de Estados Membros da UE + Outros Mer. Reg. da UE + MCO de Bolsas de Valores de Estados Não Membros da UE + Outros Merc. Reg. de Estados Não Membros da UE). Não inclui valores em processo de admissão Merc. Nacional, em processo de admissão Merc. estrangeiro, nem VM Nacionais não cotados e VM estrangeiros não Cotados. A Dívida Pública inclui dados relativos aos títulos de dívida privada e outros fundos públicos e equiparados.

De facto, se entre 1995 e 1997 se assistiu a uma crescente importância das acções nacionais no total das acções dos FIM (em 1997 representavam 72% do total das acções dos FIM), a partir de 1998 observou-se um claro desinteresse dos investidores por acções nacionais, quer em termos absolutos quer em termos relativos (em 2001 representavam apenas 25,9% do total das acções dos FIM). Para tal terá contribuído não apenas o desaparecimento do risco cambial, consequência da moeda única, mas também uma crescente dificuldade dos fundos conseguirem diversificar de forma eficaz o risco das carteiras tendo apenas por base activos nacionais⁷⁹. Conclusão idêntica resulta do Gráfico 10, onde se regista uma dinâmica de crescimento do investimento em acções estrangeiras muito superior ao observado para as

⁷⁹ A este propósito importa recordar que se no ano 2000 existiam 67 empresas no MCO, em 2002 esse número é de apenas 53. Para além disso, a estrutura de capital dessas empresas apresenta-se muito concentrada, o que dificulta a aquisição de quantidades significativas de um mesmo título.

acções nacionais, traduzindo-se numa reduzida expressão da componente acções nacionais dos FIM na capitalização accionista nacional (1,5% da capitalização accionista nacional em 2001⁸⁰).

Gráfico 10 - Evolução da importância relativa do investimento dos FIM em acções⁸¹



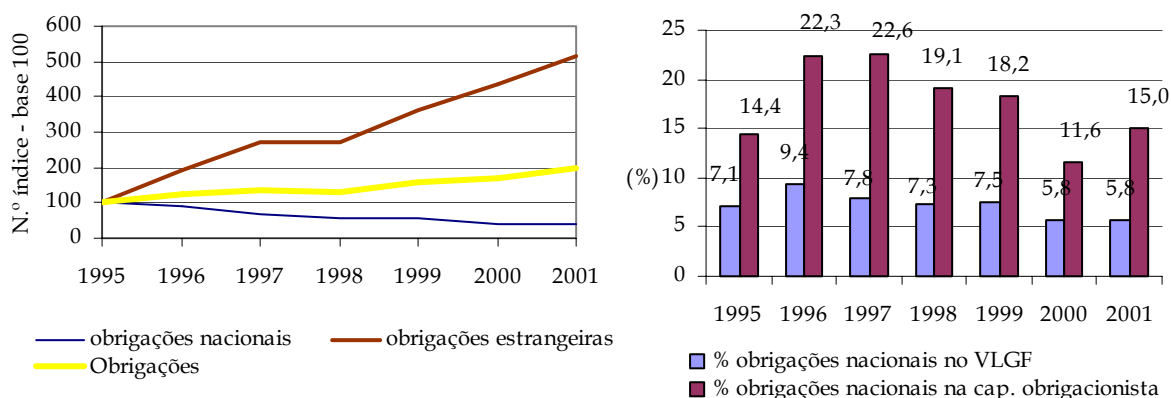
No que respeita às obrigações privadas, ainda que se tenha verificado um crescimento dos montantes aplicados entre 1995 e 2001, o interesse relativo (e mesmo absoluto) por obrigações nacionais parece ter diminuído (Tabela 15 e Gráfico 11). De facto, se em 1995 as obrigações nacionais representavam 66,9% do total das obrigações detidas pelos FIM, em 2001 esse valor situava-se apenas nos 13,5%, ou seja, cerca de 5,8% do VLG. Por seu lado, as obrigações UE que representavam em 1995 cerca de 32,9% do total das obrigações, representavam em 2001 quase 86%. Note-se, no entanto, que uma grande percentagem das obrigações adquiridas no estrangeiro pelos fundos nacionais poderá corresponder a emissões de emitentes nacionais que têm recorrido crescentemente ao mercado internacional para proceder a essas emissões⁸². Estes movimentos penalizam o mercado português e poderão originar conflitos de interesses entre os participantes dos fundos e as respectivas entidades gestoras.

⁸⁰ Em 1997, essa percentagem atingiu o valor mais elevado facto que coincide com o processo de privatizações de empresas detentoras de um peso significativo na bolsa portuguesa como a EDP, Brisa e Portugal Telecom.

⁸¹ O índice apresentado foi calculado com base no peso do investimento pelos fundos em acções nacionais ou estrangeiras, no VLG (incluindo apenas acções, obrigações e dívida pública).

⁸² Entre os factores explicativos para esta situação destacam-se os seguintes: i) ausência no mercado nacional de tomadores das suas emissões de grande dimensão; ii) existência de menores custos de admissão e manutenção, nomeadamente no Luxemburgo; iii) níveis de supervisão menos exigentes.

Gráfico 11 - Evolução da importância relativa do investimento dos FIM em obrigações⁸³



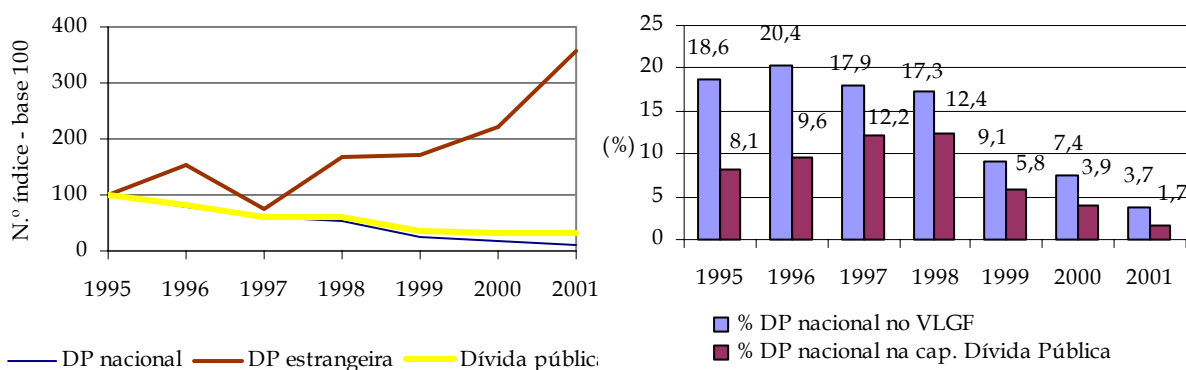
Relativamente à dívida pública⁸⁴, observa-se uma redução substancial nos montantes aplicados pelos fundos neste tipo de valor mobiliário a partir de 1999 (Tabela 15)⁸⁵. Tal resultou essencialmente da expressiva redução nos montantes aplicados em dívida pública nacional, que representava em 2001 cerca de 28,3% do total de dívida pública detida pelos FIM face a um valor de 93,6% em 1995. O interesse por títulos de dívida estrangeira aumentou substancialmente nos últimos anos, em especial a partir da criação da moeda única (Gráfico 12). Este crescente desinteresse dos fundos por dívida nacional é confirmado pelo facto de a dívida pública nacional detida pelos fundos na respectiva capitalização bolsista ter passado de 12,4% em 1998 para apenas 1,7% em 2001.

⁸³ O índice apresentado, foi calculado com base no peso do investimento pelos fundos em obrigações nacionais ou estrangeiras, no VLG (incluindo apenas acções, obrigações e dívida pública).

⁸⁴ Inclui títulos da dívida pública e outros fundos públicos e equiparados.

⁸⁵ Saliente-se que esta redução do peso da dívida pública no VLG dos FIM resultou em grande medida de um direccionamento dos investimentos para obrigações privadas. Este resultado parece indiciar uma estratégia de investimento dos fundos mais arriscada ao nível do segmento obrigacionista. Para além da orientação dos investimentos de títulos de dívida para obrigações privadas, assiste-se a uma reorientação geográfica dos mesmos. Na realidade, o peso da dívida pública nacional no VLG tem registado uma tendência descendente. Por oposição, o peso dos investimentos em dívida pública no exterior (na UE) no VLG tem aumentado, embora de forma menos acentuada do que o registado nas obrigações privadas. Poder-se-á concluir que este tipo de investidor institucional tem-se “virado” mais para os mercados exteriores, possuidores de uma maior dimensão.

Gráfico 12 - Evolução da importância relativa do investimento dos FIM em dívida pública⁸⁶



I.5.2.4 - Valores Geridos pelas SGFIM e Comissões

No final de 2001 as cinco maiores Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento Mobiliário (SGFIM) detinham uma quota de mercado superior a 91%, face aos 72% registados em Dezembro de 1995. Este acréscimo de concentração⁸⁷ pode ser também constatado pela análise do índice de Herfindahl que atinge anualmente os valores 1690, 1379, 1358, 1688, 1606, 2086 e 2133, respectivamente de 1995 a 2001. Contrariamente ao verificado nos FII, em 2000 e 2001 os níveis de concentração aumentaram significativamente e podem ser considerados elevados. O aumento da concentração é reflexo do processo de fusões e aquisições registado no sistema financeiro nacional, em particular depois de 1996.

⁸⁶ O índice apresentado foi calculado com base no peso do investimento pelos fundos em dívida pública nacional ou estrangeira, no VLG (incluindo acções, obrigações e dívida pública).

⁸⁷ Assinale-se ainda o facto do número de entidades existentes também ter diminuído, passando de 25 em 1995, para apenas 17 no final de 2001.

Tabela 16 - Evolução do montante gerido pelas SGFIM e respectivas quotas de mercado⁸⁸

Unidade: 10⁶ €

Entidade gestora	1995	Quota	1996	Quota	1997	Quota	1998	Quota	1999	Quota	2000	Quota	2001	Quota
AF Investimentos ^{a)}	3.031	28,5%	2.855	21,6%	3.947	20,1%	6.623	27,6%	6.729	27,9%	8.024	37,2%	7.390	34,8%
Caixagest	2.618	24,6%	3.199	24,2%	4.510	23,0%	5.174	21,6%	4.348	18,1%	3.300	15,3%	4.288	20,2%
BPI Fundos	377	3,5%	1.126	8,5%	2.756	14,0%	3.668	15,3%	3.649	15,1%	3.707	17,2%	3.689	17,3%
Santander ^{b)}	177	1,7%	299	2,3%	537	2,7%	764	3,2%	834	3,5%	1.794	8,3%	2.672	12,6%
ESAF	1.434	13,5%	1.612	12,2%	2.181	11,1%	2.671	11,2%	2.873	11,9%	1.697	7,9%	1.413	6,6%
Investil ^{c)}	487	4,6%	579	4,4%	749	3,8%	943	3,9%	1.213	5,0%	1.131	5,2%	-	-
Barclays Fundos	348	3,3%	488	3,7%	549	2,8%	670	2,8%	627	2,6%	566	2,6%	610	2,9%
BBV GEST ^{d)}	73	0,7%	116	0,9%	93	0,5%	136	0,6%	238	1,0%	235	1,1%	403	1,9%
MG Fundos	48	0,5%	132	1,0%	280	1,4%	378	1,6%	369	1,5%	296	1,4%	332	1,6%
Central Fundos	61	0,6%	98	0,7%	155	0,8%	179	0,7%	204	0,8%	156	0,7%	176	0,8%
Santander Fundos ^{e)}	-	-	-	-	-	-	1.754	7,3%	2.014	8,4%	183	0,8%	-	-
Finivalor	-	-	-	-	21	0,1%	57	0,2%	89	0,4%	90	0,4%	106	0,5%
Banifundos	-	-	17	0,1%	34	0,2%	108	0,5%	50	0,2%	81	0,4%	91	0,4%
BIG Fundos	-	-	-	-	-	-	-	-	29	0,1%	53	0,2%	34	0,2%
BNC Gerfundos	6	0,1%	8	0,1%	8	0,0%	10	0,0%	14	0,1%	22	0,1%	30	0,1%
BPN Fundos	-	-	-	-	-	-	-	-	9	0,0%	15	0,1%	14	0,1%
Alrimo	-	-	-	-	-	-	-	-	9	0,0%	14	0,1%	13	0,1%
Privado Fundos	-	-	-	-	-	-	13	0,1%	12	0,0%	10	0,0%	5	0,0%
Morgan Stanley Dean Witter	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3	0,0%
Chemical	3	0,0%	3	0,0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CPG	293	2,8%	657	5,0%	1.141	5,8%	-	-	-	-	-	-	-	-
Créd.Lyonnais	212	2,0%	157	1,2%	167	0,9%	122	0,5%	-	-	-	-	-	-
DB Fundos ^{f)}	4	0,0%	4	0,0%	28	0,1%	37	0,2%	41	0,2%	36	0,2%	-	-
Eurovalor	163	1,5%	395	3,0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Hispano	21	0,2%	2	0,0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mello Activos Financeiros ^{g)}	11	0,1%	233	1,8%	454	2,3%	647	2,7%	737	3,1%	149	0,7%	-	-
Gerifirme	346	3,2%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Plurifundos	386	3,6%	511	3,9%	623	3,2%	-	-	-	-	-	-	-	-
Primogest	57	0,5%	221	1,7%	521	2,7%	-	-	-	-	-	-	-	-
Sifta	88	0,8%	99	0,7%	175	0,9%	-	-	-	-	-	-	-	-
Sogeval	64	0,6%	60	0,5%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tottafundos	166	1,6%	336	2,5%	688	3,5%	-	-	-	-	-	-	-	-
Uniger	167	1,6%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total montante	10 639	100%	13.208	100%	19.615	100%	23.955	100%	24.087	100%	21.558	100%	21.266	100%
Nº entidades	25		24		21		18		20		19		17	

Legenda: a) Até finais do ano de 1996 era denominada BCP Investimentos. Em 2000, a AF Investimentos absorveu os fundos geridos pela Mello Activos Financeiros; b) Antes de 1998 era designada de BCI - SGFIM; c) A Investil foi incorporada na Caixagest em 2001; d) Absorveu os FIM geridos pela Soc. Gest. Fund. Inv. Mob. Credit Lyonnais Portugal. SA; e) Os fundos do Santander Fundos (ex-MC Fundos) foram transferidos para a Santander em 2001; f) Esta entidade foi dissolvida em 2001; g) Antes de 1998 era denominada M. Fundos - Gestora Fundos Invest. Mobiliário. SA.

Relativamente às comissões médias cobradas pelas SGFIM, constata-se pela Tabela 17 uma evolução diferenciada ao longo do período considerado⁸⁹. Numa primeira fase (1991-96) regista-se uma forte

⁸⁸ No Anexo 3 apresentam-se dados semestrais (em fim de período) relativos à composição da carteira global dos fundos de cada entidade gestora, desde o 2.º semestre de 1995 até final do ano 2001.

⁸⁹ As comissões que remuneram as actividades das sociedades gestora e depositária dividem-se em:

i) *Comissão de gestão* - destinada a remunerar a actividade da entidade gestora, sendo calculada numa base diária sobre o valor líquido global do fundo e debitada diariamente ou de uma forma periódica. Esta comissão pode incluir uma componente fixa e outra variável que é função do desempenho da gestão. A parte variável é dada pela diferença positiva entre a rentabilidade do fundo e a rentabilidade do *benchmark* seleccionado, não podendo, normalmente, exceder uma determinada percentagem do VLGF anual. De assinalar que caso esta diferença resulte negativa, a entidade gestora do fundo não é penalizada.

ii) *Comissão de depósito* - remunera a actividade do depositário, calculada diariamente como uma percentagem do VLGF e debitada diariamente ou de forma periódica.

queda da comissão média (CM_A), resultado de um crescimento dos activos geridos pelas entidades sem que se tenha registado igual comportamento nas comissões cobradas. Saliente-se que a forte quebra das comissões cobradas em 1995 resultou fundamentalmente da autonomização da cobrança das comissões de depósito que passaram a ser directamente cobradas pela figura do depositário do fundo⁹⁰.

Num segundo sub-período, que se inicia em 1997 e se estende até finais de 2000, regista-se uma inversão da tendência descendente da CM_A , consequência de um crescimento das comissões cobradas superior ao dos activos sob administração. Esta evolução pode ser explicada pelo crescimento dos fundos de acções (por tradição possuidores de níveis de comissionamento mais elevados), ainda que, em particular no segmento dos fundos de dívida, a descida das taxas de juro e o estreitamento das comissões (motivados por razões de natureza concorrencial) fizesse antever que a trajectória descendente ao nível do comissionamento fosse mantida.

Tabela 17 - Comissões cobradas pelas SGFIM

Unidade: 10 ³ €						
	Comissões Cobradas	Δ CC	Activos sob Administração	Δ AsA.	CM_A	CM_B
1991	39.444	-	n.d.	-	-	-
1992	61.734	56,5%	5.791.579	-	1,07%	-
1993	83.171	34,7%	8.257.899	42,6%	1,01%	1,18%
1994	82.197	-1,2%	10.260.273	24,2%	0,80%	0,89%
1995	65.107	-20,8%	10.639.671	3,7%	0,61%	0,62%
1996	63.566	-2,4%	13.207.674	24,1%	0,48%	0,53%
1997	104.623	64,6%	19.615.050	48,5%	0,53%	0,64%
1998	138.843	32,7%	23.954.767	22,1%	0,58%	0,64%
1999	144.317	3,9%	24.087.420	0,6%	0,60%	0,60%
2000	148.425	2,8%	21.558.004	-10,5%	0,69%	0,65%
2001	138.642	-6,6%	21.266.416	-1,4%	0,65%	0,65%

Legenda: Comissões cobradas = comissões de gestão + comissões de subscrição + comissões de resgate; $CM_{At} = \frac{CC_t}{AsA_t}$;

$$CM_{Bt} = \frac{CC_t}{\frac{(AsA_t + AsA_{t-1})}{2}}$$

Por fim, em 2001 a comissão média diminuiu para os 0,65%, fruto da redução do montante das comissões cobradas (-6,6%) superior à registada no valor gerido pelos fundos (-1,4%). No entanto, observa-se um montante de comissões cobradas semelhante ao de 1998, ano em que os activos sob

As comissões que incidem no processo de comercialização das unidades de participação dos fundos de investimento e destinadas a remunerar a entidade colocadora, subdividem-se em:

iii) *Comissão de subscrição* (emissão) - cobrada no acto de subscrição de novas UP e calculada na base de uma percentagem pré-fixada sobre o valor da UP (pode ser fixa, nula ou por escalões).

iv) *Comissão de resgate* - debitada sobre o valor patrimonial das UP na data-valor do respectivo reembolso, calculada como uma percentagem pré-fixada daquele valor (pode ser definida por escalões ou por tempo de permanência).

⁹⁰ Na origem desta diminuição está ainda o facto dos activos dos fundos terem passado a ser valorizados a preços de mercado e de as comissões terem passado a ser fixas. Até 1994, o montante total de comissões pagas aos depositários era cobrado pelas sociedades gestoras dos fundos e só depois transferido para aquelas entidades.

administração são bastante superiores. Este facto indicia que a realidade vivida actualmente na indústria dos FIM pode não resultar apenas da má conjuntura económica, mas também de um nível de comissionamento inadequado por parte das SGFIM. Ora, tal desajustamento penaliza a competitividade da indústria⁹¹.

Relativamente às despesas suportadas directamente pelos fundos (Tabela 18), verifica-se que as comissões de gestão e as de depósito representam a grande fatia dos encargos e o seu peso no VLGF aumentou significativamente, passando dos 0,5% no final de 1997 para cerca de 1,3% em Dezembro de 2001. O peso das comissões de corretagem na estrutura de custos dos fundos cresceu 1 ponto percentual no período 1998-2000. Por oposição, as comissões resultantes das taxas de bolsa e fora de bolsa diminuíram o seu peso nos custos totais, passando dos 1,7% em 1998 para apenas 0,5% no fim de 2000. Conclui-se assim que o aumento dos custos a pagar pelos fundos resulta principalmente do aumento de comissões cobradas pelas entidades gestoras de fundos e depositárias, e pelas sociedades corretoras.

Tabela 18 - Custos suportados pelos FIM

Unidade: 10³ €

Rubrica	1997			1998			1999			2000			2001		
	Custos	% total	% VLGF	Custos	% total	% VLGF	Custos	% total	% VLGF	Custos	% total	% VLGF	Custos	% total	% VLGF
Comissões da carteira de títulos	11.756	10,6	0,1	17.897	9,4	0,1	22.240	8,4	0,1	25.221	9,2	0,1	27.970	9,1	0,1
Taxas de bolsa	n.d.	n.d.	-	2.251	1,2	0,0	1.055	0,4	0,0	1.288	0,5	0,0	n.d.	n.d.	-
Taxas fora de bolsa	n.d.	n.d.	-	1.004	0,5	0,0	1.265	0,5	0,0	108	0,0	0,0	n.d.	n.d.	-
Taxas de corretagem	n.d.	n.d.	-	12.435	6,6	0,1	15.399	5,8	0,1	20.898	7,6	0,1	n.d.	n.d.	-
Outras comissões	n.d.	n.d.	-	2.208	1,2	0,0	4.521	1,7	0,0	2.927	1,1	0,0	n.d.	n.d.	-
Comissões de gestão	55.656	50,4	0,3	94.278	49,7	0,4	133.681	50,6	0,6	137.437	50,0	0,6	151.163	49,0	0,7
Comissões de depósito	42.906	38,9	0,2	77.126	40,7	0,3	107.790	40,8	0,4	110.856	40,3	0,5	128.914	41,7	0,6
Outras comissões de transacção	13	0,0	0,0	149	0,1	0,0	378	0,1	0,0	783	0,3	0,0	524	0,2	0,0
Comis de transacção em extrapat	79	0,1	0,0	184	0,1	0,0	344	0,1	0,0	554	0,2	0,0	218	0,1	0,0
Total	110.410	100	0,6	189.634	100	0,8	264.433	100	1,1	274.851	100	1,3	308.788	100,0	1,5
VLGF	19.615.050			23.954.767			24.087.420			21.558.004			21.266.416		

A consulta dos prospectos simplificados dos fundos de investimento em acções⁹² permitiu calcular as comissões médias de depósito e de gestão suportadas pelos fundos, assim como as comissões médias de subscrição e de resgate (Tabela 19). Constata-se que os fundos PPA são os que suportam as

⁹¹ Chama-se, no entanto, a atenção para o facto dos activos sob administração serem calculados no fim do ano, enquanto que as comissões correspondem ao valor acumulado ao longo do ano. Deste modo, foi calculada uma medida da comissão média mais “apurada” tendo por base o valor médio dos activos sob gestão. Assim, através de CM_B evidencia-se alguma estabilidade desde 1997 até finais 2001, contrariamente à tendência observada com a CM_A (crescente até 2000 e reduzindo-se no ano seguinte). No entanto, a crise dos mercados financeiros de 2000/1 parece não ter provocado um correspondente ajustamento, para baixo, das comissões cobradas pelas SGFIM na tentativa de aumentar a concorrência da indústria, pelo que, no essencial, as conclusões anteriormente retiradas se mantêm.

⁹² Somente os Fundos Poupança-Acções (PPA), Fundos de Acções Portugal (AP), Fundos de Acções Europa (AUE) e Fundos de Acções Internacionais (AI), que poderão ser consultados na página da CMVM (dados referentes a Outubro de 2001).

comissões de depósito, em média, mais elevadas, e os fundos AP as mais baixas. Em termos de comissões de gestão (considerando apenas a componente fixa), são os PPA que suportam as taxas mais baixas e os AI as mais elevadas.

Tabela 19 - Comissões de depósito e de gestão relativas a cada tipo de fundo (médias)

	PPA	AP	AUE	AI
Com. Depósito	1,03%	0,39%	0,57%	0,53%
Com. Gestão				
componente fixa	1,04%	1,31%	1,40%	1,63%
componente variável	a)	a)	b)	c)

Legenda: a) Apenas um dos fundos, de um total de 12 analisados, apresentava uma componente variável na comissão de gestão; b) Dos 18 fundos analisados, apenas um apresentava uma comissão de gestão com uma componente indexada a um *benchmark*; c) Dos 28 fundos estudados apenas um tinha uma componente variável na comissão de gestão.

Em relação às comissões de subscrição, os PPA revelam os valores médios mais elevados, embora muito próximos dos fundos AP (Tabela 20). No que respeita às comissões de resgate, a comissão cobrada varia consoante o período em que o resgate é efectuado e o tipo de fundo em causa.

Tabela 20 - Comissões de subscrição e de resgate relativas a cada tipo de fundo (médias)

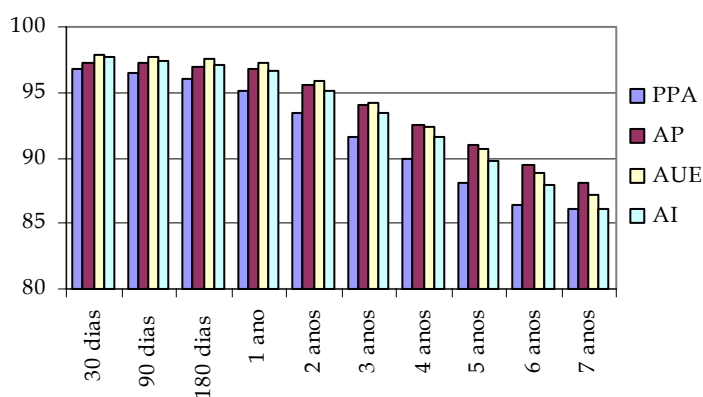
PPA	CS	AP	CS	AUE	CS	AI	CS
	0,56%		0,55%		0,15%		0,17%
Período	CR	Período	CR	Período	CR	Período	CR
. < 1 ano	2,46%	. < 30 dias	2,09%	. < 15 dias	1,97%	. < 7 dias	2,18%
. 1-2 anos	2,21%	. 30-90 dias	1,77%	. 15-30 dias	1,80%	. 7-15 dias	2,05%
. 2-3 anos	2,04%	. 90-180 dias	1,64%	. 30 - 90 dias	1,62%	. 15-30 dias	1,91%
. 3- 4 anos	1,96%	. 180-365 dias	1,07%	. 90-180 dias	1,32%	. 30 - 90 dias	1,91%
. 4-5 anos	1,88%	. 1-2 anos	0,57%	. 180-365 dias	0,76%	. 90-180 dias	1,70%
. 5-6 anos	1,79%	. > 2 anos	0,50%	. 1-2 anos	0,25%	. 180-365 dias	1,17%
. > 6 anos	0,25%			. 2-3 anos	0,03%	. 1-2 anos	0,63%
				. > 3 anos	0,00%	. 2-3 anos	0,25%
						. 3-4 anos	0,07%
						. 4-5 anos	0,04%
						. > 5 anos	0,04%

Legenda: CS - Comissão de subscrição; CR - Comissão de resgate.

A consideração simultânea de todas estas comissões está naturalmente dependente do prazo de resgate das unidades de participação. A simulação do valor de uma unidade (de valor 100), admitindo que não há qualquer valorização dos títulos que a compõem e que há apenas lugar ao pagamento das respectivas comissões (médias) - Gráfico 13 -, permite verificar que os fundos PPA são os que suportam comissões mais elevadas, uma vez que são aqueles que apresentam um menor valor final para a unidade de participação. Por outro lado, os fundos AUE suportam menores comissões totais se o resgate das UP ocorrer até 3 anos após a subscrição. Para prazos de investimento mais dilatados (4 a 7 anos) os fundos AP são os “vencedores”. Por um lado, estes resultados apontam para uma excessiva penalização dos PPA. De facto, se o subscritor de um PPA tiver, por qualquer motivo, de efectuar o

resgate das respectivas unidades de participação antes de decorridos os 6 anos⁹³, será naturalmente penalizado ao “perder” o benefício fiscal que anteriormente tinha auferido. Mas será novamente penalizado, em termos relativos, porque pagará comissões significativamente mais elevadas. Mas mesmo que este investidor resgate as suas unidades ao fim de 6 anos, mantendo o direito aos benefícios fiscais, receberá menos do que teria recebido se tivesse investido em fundos AP, AUE ou AI. Daqui se pode concluir que há uma transferência do benefício fiscal, em prejuízo do investidor. Por outro lado, parece ser de concluir que os fundos AP são mais aconselháveis (do ponto de vista do comissionamento) para investidores de médio/longo prazo.

Gráfico 13 - Simulação do valor de uma UP, incluindo todas as comissões



Tendo por base os Balanços e Demonstrações de Resultados apresentados pelos fundos de investimento em 2000, foram ainda calculados os montantes das comissões efectivamente cobrados nos anos de 1999 e 2000, em percentagem do VLGF⁹⁴ (Tabela 21).

Tabela 21 - Taxas e Comissões cobradas em % do Valor Líquido dos Fundos - Valores Médios

	1999				2000			
	PPA	AP	AUE	AI	PPA	AP	AUE	AI
Taxas de Corretagem / Valor do Fundo (1)	0,5%	0,4%	0,4%	0,9%	0,9%	1,1%	0,8%	0,8%
Taxas de Operações de Bolsa / Valor do Fundo (2)	0,1%	0,1%	0,1%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	0,3%
Comissões de Gestão / Valor do Fundo (4)	1,0%	1,0%	1,1%	1,0%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%
Comissões de Deposito / Valor do Fundo (5)	0,5%	0,6%	0,4%	0,5%	0,8%	0,7%	0,5%	0,6%
Outras Comissões / Valor do Fundo (6)	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
[(1)+(2)] / Valor do Fundo	0,6%	0,5%	0,5%	1,2%	1,1%	1,3%	0,9%	1,1%
[(4)+(5)+(6)] / Valor do Fundo	1,5%	1,6%	1,5%	1,5%	2,4%	2,2%	2,1%	2,1%
Todas as Taxas e Comissões / Valor do Fundo	2,2%	2,1%	2,0%	2,8%	3,4%	3,4%	3,0%	3,2%
Valorização	11,2%	8,2%	20,3%	39,4%	-6,5%	-8,0%	-3,2%	-17,5%
Desvio Padrão	15,6%	17,4%	15,3%	17,0%	23,5%	18,6%	20,9%	27,6%

⁹³ Que são a duração mínima do PPA de acordo com o artº 6º, nº 2, do DL 204/95 de 5 de Agosto.

⁹⁴ Importa salientar que o valor líquido global do fundo considerado nesta análise é o valor líquido médio mensal e não o valor líquido no final do ano (31 de Dezembro).

Um primeiro elemento que importa salientar prende-se com o aumento do peso das comissões cobradas no VLGF entre 1999 e 2000. Na realidade, mais uma vez se constata o aumento do peso das comissões de corretagem e de operações de bolsa no valor dos fundos, tendo passado de 0,7% em 1999, para 1,1% no final de 2000. O mesmo se passa com as comissões de gestão, depósito e outras, cujo peso no VLGF aumentou de forma significativa, passando, no mesmo período, de 1,5% para 2,2%. Deste modo, o total das comissões médias cobradas representa em 2000 cerca de 3,3% do valor líquido global do fundo (face aos 2,3% registados em 1999) ⁹⁵.

Contudo, constata-se que a valorização dos diversos tipos de fundo diminuiu significativamente de 1999 para 2000, mais nos fundos AI do que nos outros. No entanto, as comissões de gestão (em % do VLGF) aumentaram significativamente. Apesar de não se encontrarem disponíveis dados para 2001, isto sugere alguma insensibilidade das entidades gestoras à má conjuntura do mercado. Poderá ser também reflexo da (quase) inexistência de entidades gestoras que “cobram” uma comissão de gestão variável em função do desempenho, mas que não são penalizadas quando esse desempenho é negativo.

I.5.3 – Os Fundos de Investimento Mobiliário estrangeiros⁹⁶

Os investidores nacionais começaram a revelar um forte interesse por OICVM⁹⁷ estrangeiros comercializados em território português no decorrer de 1997, ano em que os valores líquidos acumulados ascenderam aos 715 milhões de euro, ou seja, 3,6% do total investido em fundos nacionais àquela data. Nos dois anos seguintes, as aplicações líquidas acumuladas em participações em instituições de investimento colectivo estrangeiras comercializadas em Portugal tornam-se quase residuais, correspondendo apenas a 1,8% e 1,3% dos fundos nacionais, respectivamente. Em 2000 e 2001 assistiu-se novamente a um aumento do nível de aceitação dos “fundos” estrangeiros junto dos investidores portugueses, registando-se montantes subscritos superiores aos resgatados. Para tal contribuiu não só o maior interesse por parte dos investidores neste tipo de produtos, mas também a significativa entrada de grandes grupos internacionais de gestão de activos. Para efeitos de comercialização dos respectivos produtos, estes grupos utilizam quer estruturas próprias (das participadas em Portugal), quer as que são disponibilizadas pelo tecido bancário nacional. As

⁹⁵ No anexo 4, encontram-se as taxas e comissões cobradas em percentagem do VLGF por cada entidade gestora referentes a 1999 e 2000.

⁹⁶ A Directiva do Conselho n.º 85/611/CEE, de 20 de Dezembro, foi transposta para o ordenamento jurídico português em 1994. A partir desta data passou a admitir-se, mediante mera comunicação à CMVM e cumprimento de determinados requisitos de informação, a comercialização no espaço económico nacional de fundos de investimento sediados noutros Estados-membros, desde que respeitassem a legislação nacional. Esta realidade colocou a gestão de fundos portugueses em concorrência directa com países mais desenvolvidos e experientes. Os fundos estrangeiros são participações de instituições de investimento colectivo estrangeiras comercializadas por entidades residentes.

⁹⁷ Organismos de Investimentos Colectivo em Valores Mobiliários.

aplicações líquidas acumuladas de 1996 a 2001 ascenderam a 782 milhões de euro, o que representa cerca de 3,7% dos fundos portugueses (Tabela 22).

Tabela 22- Participações de Instituições de Investimento Colectivo Estrangeiras Comercializadas em Portugal

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Unidade: 10 ⁶ € Acumulado
Subscrições	94	1.313	940	1.211	2.522	1.666	7.746
Resgates	3	688	1.232	1.320	2.086	1.634	6.964
Valor líquido	91	624	-292	-109	436	32	782

No final de Dezembro de 2001 existiam 10 entidades a comercializar participações em 188 OICVM estrangeiros, envolvendo 8.588 participantes⁹⁸. De Maio a Dezembro de 2001, os valores sob administração pelos OICVM estrangeiros sofreram uma queda de 5,78%, para os 188.7 milhões de euro⁹⁹, sugerindo que a diminuição verificada no montante gerido pelos FIM nacionais não “reverteu” a favor de entidades estrangeiras. De facto, dos montantes comercializados em Portugal em 2001¹⁰⁰ apenas 0,88% do total são geridos por entidades não residentes (embora comercializadas por entidades nacionais). O BNP Paribas tem liderado o mercado dos fundos estrangeiros, sendo responsável por 41% do mercado no final de 2001 (Tabela 23).

Tabela 23 - Montantes comercializados em Portugal de OICVM estrangeiros, por entidade comercializadora

	Mai-01		Jun-01		Dez-01		Unidade: 10 ⁶ €
BNP Paribas	77.47	38,7%	80.52	37,2%	77.41	41,0%	
Deutsche Bank	45.17	22,6%	63.44	29,3%	43.37	23,0%	
Barclays Bank PLC	48.34	24,1%	45.30	20,9%	39.41	20,9%	
BBVA	25.88	12,9%	23.20	10,7%	16.80	8,9%	
Restantes entidades	3.42	1,7%	3.85	1,8%	11.71	6,2%	
Total	200.28	100,0%	216.32	100,0%	188.70	100,0%	
N.º participantes	8.756		8.886		8.588		

⁹⁸ Considerando os compartimentos individualizados dos agrupamentos de fundos. A título de curiosidade, na página http://194.65.128.130/GentiaWeb/IICVM_PORT/IICVM_PORT.pdf é possível encontrar as entidades que comunicaram à CMVM o interesse em comercializar em Portugal participações em instituições de investimento colectivo em valores mobiliários estrangeiros.

⁹⁹ Este tipo de informação só começou a ser enviada pelas entidades gestoras à CMVM a partir de Maio de 2001, pelo que não se disponibilizam dados anteriores a esta data.

¹⁰⁰ Isto é, a soma dos valores sob gestão dos fundos estrangeiros (189 milhões de euro) e nacionais (21.266 milhões de euro), totalizando 21.455 milhões de euro.

I.5.4 - Conclusões

1. Os fundos de investimento mobiliário portugueses são, no contexto dos países da UE, os que apresentam menores valores de activos sob gestão, representando, em finais de 2001, cerca de 0,53% do mercado europeu de fundos harmonizados face aos 0,88% registados em 1996. Esta reduzida dimensão da indústria pode ainda ser observada ao nível do valor dos FIM per capita e no PIB, com Portugal a ocupar os últimos lugares do *ranking* europeu. Ainda assim, e ao contrário do observado na maioria dos países da UE, os montantes geridos pelos FIM são superiores aos administrados pelos fundos de pensões.
2. Da análise desagregada das diversas categorias de fundos (FIM harmonizados) no ano de 2001, verifica-se que a importância relativa dos fundos de acções (FA e FPA) no total da indústria nacional é claramente inferior à observada nos outros países da UE. Ao invés, os fundos de obrigações e os de tesouraria apresentam uma importância relativa claramente acima da média europeia.
3. Apesar da menor representatividade dos fundos portugueses no contexto da UE, até finais de 1998 a indústria dos FIM registou em Portugal um crescimento considerável. O ano de 1999 foi um ano de viragem, assistindo-se nos dois anos seguintes a uma redução dos montantes globais sob gestão. A forte contracção no segmento accionista poderá estar na origem da redução do VLG dos FIM, tanto mais que em termos reais (deflacionando pela evolução dos preços dos activos) observou-se um crescimento do valor dos fundos.
4. Nos últimos anos registou-se uma forte alteração na composição dos FIM, consubstanciada numa redução das aplicações em activos de curto prazo (excepto papel comercial) e das aplicações em dívida pública. Ao invés, assistiu-se a um claro crescimento das aplicações em dívida privada e em acções, ainda que estas últimas tenham perdido alguma importância relativa nos 3 últimos anos em resultado do comportamento negativo do mercado accionista. Em simultâneo, verificou-se um crescimento das aplicações nos mercados estrangeiros em detrimento das aplicações no mercado nacional.
5. Apesar do forte aumento do investimento dos FIM nas bolsas norte-americanas verifica-se que, excluindo a praça portuguesa, grande parte do capital é direccionado para os mercados do Luxemburgo, Londres e Frankfurt.
6. Contrariamente ao verificado nos fundos imobiliários, em 2000 e 2001 os níveis de concentração aumentaram significativamente na indústria dos fundos de investimento mobiliário, podendo

mesmo ser considerados elevados – no final de 2001 as cinco maiores SGFIM já totalizavam uma quota de mercado superior a 91%. Paralelamente, tem-se verificado que o crescimento das comissões cobradas tem sido superior ao dos activos sob administração.

7. Os custos suportados pelos FIM também têm aumentado resultando fundamentalmente do acréscimo das comissões cobradas pelas entidades gestoras de fundos e depositárias e pelas sociedades corretoras, dado que o peso das taxas de bolsa e fora de bolsa no total dos custos diminuiu no período 1998-2000.
8. Entre os fundos de investimento em ações estudados verifica-se que os fundos PPA são aqueles que suportam comissões de depósito e de subscrição (em média) mais elevadas, enquanto no caso das comissões de gestão a situação é inversa. Tendo em consideração todas as comissões cobradas, as aplicações em fundos PPA parecem ser as mais penalizadas pela política de comissionamento, verificando-se que o benefício fiscal obtido pelos investidores é parcialmente transferido para as entidades depositárias e de comercialização.
9. No ano de 1997, assistiu-se a um forte aumento do interesse dos investidores portugueses por OICVM estrangeiros, embora nos dois anos seguintes o peso das aplicações líquidas acumuladas no total da indústria nacional se tenha tornado quase residual. A partir de 2000, observa-se novamente um aumento do grau de aceitação destes fundos, que resultou não só do maior interesse dos investidores, mas também da entrada de grupos internacionais de gestão de activos. Saliente-se, contudo, que os valores administrados pelos OICVM estrangeiros sofreram uma queda entre Maio e Dezembro de 2001, sugerindo que a diminuição verificada no montante gerido pelos FIM nacionais não “reverteu” a favor dos fundos estrangeiros.

II. COMPORTAMENTO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM ACÇÕES

Desde meados da década de 60 que têm sido elaborados inúmeros estudos com o objectivo principal de avaliar o comportamento dos fundos de investimento. Destacam-se nesse sentido os trabalhos pioneiros de Treynor, Sharpe, Jensen e Fama, entre outros.

No caso do mercado português, os exemplos de trabalhos académicos orientados para o estudo dos fundos de investimento nacionais são reduzidos, em grande medida devido ao facto de ser uma realidade relativamente nova no nosso mercado.

Em face disso, entende-se ser de particular relevância proceder a um estudo aprofundado da realidade nacional, tentando não só avaliar a performance dos fundos de investimento, mas também, identificar os principais elementos que contribuem para essa performance.

Assim, no capítulo II.1, analisam-se as rendibilidades dos fundos, considerando e não considerando comissões. Procedem-se ainda a uma comparação da evolução das rendibilidades dos fundos face aos seus *benchmark*. No capítulo II.2, efectua-se um estudo da composição de carteira dos diversos fundos, em particular no que se refere à evolução do peso das diferentes classes de activos no total da carteira. No capítulo II.3, procede-se à estimação do modelo CAPM para os diferentes fundos de investimento, bem como ao cálculo das medidas de Jensen, Treynor e Sharpe. No capítulo II.4, testa-se a hipótese de existência de persistência nos retornos dos fundos - o denominado fenómeno *Hot-Hand*. No capítulo II.5, procede-se à avaliação da capacidade do gestor em antecipar os movimentos futuros dos preços. Por fim, procura-se identificar outras variáveis, para além da rendibilidade do mercado, que expliquem a rendibilidade dos fundos de investimento.

A amostra utilizada na análise incorpora todos os fundos de investimento que respeitem as seguintes condições: Fundos de acções; abertos; de capitalização; geridos por entidades residentes em território nacional; e que se encontravam em actividade em 25 de Setembro de 2001. Os 72 fundos de investimento considerados subdividem-se ainda em quatro grandes categorias, a saber: 12 Fundos Plano Poupança Acções (PPA); 12 Fundos Acções Portugal (AP); 19 Fundos Acções União Europeia (AUE); e 29 Fundos Acções Internacionais (AI).

Relativamente aos índices de mercado utilizados, a escolha recaiu sobre os índices identificados no prospecto como referência (*benchmark*), ou, na ausência dessa referência explícita, utiliza-se o índice que apresenta uma maior correlação com o fundo em análise. Assim, e a título de exemplo, refira-se que no

caso dos fundos PPA e AP, o *benchmark* seleccionado foi o PSI30, enquanto nos fundos AUE a escolha recaiu sobre o Eurostoxx600.

Os dados utilizados neste capítulo provêm de três fontes distintas de informação. A taxa de juro do mercado interbancário para um prazo de 3 meses (*Lisbor 3M* e *Euribor 3M*) e os valores diários das unidades de participação dos diferentes fundos de investimento foram obtidos recorrendo ao *Dathis*. Os dados mensais relativos à composição de carteira, valor global, bem como os relativos ao número de unidades de participação de cada um dos fundos foram extraídos do *site* da CMVM. Finalmente, as séries diárias dos principais índices accionistas mundiais foram extraídos da *Bloomberg*.

Saliente-se ainda que a quase totalidade da análise respeita ao período compreendido entre Janeiro de 1995 e Setembro de 2001, exceptuando-se o caso das composições de carteira (Janeiro de 1999 a Agosto de 2001).

II.1 - ANÁLISE DA RENDIBILIDADE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Um dos aspectos mais relevantes para o investidor quando aplica as suas poupanças adquirindo unidades de participação de um fundo de investimento, prende-se com a rendibilidade obtida com essa aplicação. Ao longo das últimas décadas esta questão tem sido alvo de um aceso debate na literatura económica, com muitos autores a considerarem que as rendibilidades conseguidas pela maioria dos fundos de investimento ficam aquém das que se obteriam com uma aplicação numa carteira que replicasse o índice de mercado. Segundo estes autores¹⁰¹, ainda que existam alguns estudos onde são apresentados resultados que mostram uma performance média dos fundos de investimento acima do índice de mercado, esses resultados estariam enviesados por duas ordens de razões. Em primeiro lugar, as amostras consideradas nesses estudos incluem apenas os fundos que têm um registo histórico relativamente longo, excluindo, desta forma, os fundos de investimento que em resultado de uma má performance desapareceram ou foram absorvidos por outros fundos. Em segundo lugar, esses estudos não consideram todos os custos associados a um fundo de investimento, em particular os de subscrição e resgate de unidades de participação, e que, obviamente, influenciam negativamente a performance do fundos de investimento.

Tendo em consideração o anteriormente exposto, avalia-se neste capítulo a performance dos fundos de investimento de acordo com quatro critérios, a saber: i) rendibilidade simples das unidades de participação não incluindo comissões¹⁰²; ii) rendibilidade simples das unidades de participação incluindo comissões; iii) excesso de rendibilidade das unidades de participação não incluindo comissões face ao *benchmark*; iv) e excesso de rendibilidade das unidades de participação incluindo comissões face ao *benchmark*. Nesta análise consideram-se os fundos agrupados por categorias (PPA, AP, AUE e AI).

Por fim, procura-se avaliar o impacto que a introdução de comissões de subscrição e resgate tem na ordenação (*i.e. ranking*) dos diferentes tipos de fundos de investimento.

¹⁰¹ Ver a título de exemplo Malkiel (1995).

¹⁰² Nomeadamente comissões de resgate e subscrição, uma vez que as comissões de gestão, depósito e outras estão já incluídas no valor da unidade de participação.

II.1.1 - Rendibilidade - por fundo e classe de fundo

Relativamente à rendibilidade dos fundos de investimento AP e PPA os resultados, em termos de mediana, apresentam-se positivos para a totalidade do período em análise, ainda que os fundos PPA registem uma clara vantagem face aos AP, conforme se pode observar na Tabela 24. Ao invés, os fundos AUE e AI apresentaram no mesmo período uma performance negativa. Saliente-se, no entanto, que a amplitude das rendibilidades revela-se significativamente elevada no caso dos fundos PPA, com o melhor fundo de investimento a registar uma rendibilidade positiva de 279,7% no período 1995-2001, enquanto o pior registou uma rendibilidade de apenas 70,4%.

Tabela 24 - Rendibilidade sem comissões dos Fundos Investimento - Mediana

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Desde Início
PPA	0,7%	35,1%	59,3%	30,6%	10,5%	-8,4%	-27,4%	96,5%
AP	-3,2%	30,2%	53,5%	22,2%	9,1%	-7,3%	-29,9%	60,6%
AUE	2,9%	27,0%	37,1%	16,4%	24,6%	-5,4%	-24,3%	-0,3%
AI	3,0%	15,6%	4,7%	-2,1%	29,7%	-16,7%	-19,9%	-21,4%
PSI 30	-5,2%	35,0%	74,6%	23,6%	10,2%	-11,1%	-27,8%	99,4%
Eurostoxx 600	13,5%	20,3%	39,7%	17,1%	35,9%	-5,2%	-21,4%	123,3%

Considerando as comissões de resgate e subscrição, verifica-se que as rendibilidades anuais dos fundos, em especial no caso dos fundos PPA, são claramente afectadas (Tabela 25). Refira-se que este tipo de fundo é comparativamente mais afectado pela introdução das comissões de resgate do que os restantes fundos (AP, AUE e AI), uma vez que enfrentam comissões de resgate em média superiores e aplicáveis até 6 anos após a data de subscrição do fundo.

Tabela 25 - Rendibilidade dos fundos de investimento considerando comissões - Mediana

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Desde Início
PPA	-2,7%	32,4%	52,8%	23,6%	7,5%	-12,4%	-29,4%	89,9%
AP	-5,6%	30,2%	52,0%	20,8%	6,8%	-8,3%	-30,5%	60,6%
AUE	2,9%	25,2%	35,2%	14,9%	22,1%	-5,4%	-25,1%	-0,8%
AI	1,4%	14,6%	3,2%	-2,3%	27,7%	-17,4%	-21,2%	-21,9%

As medidas de performance apresentadas anteriormente, apesar de serem as mais utilizadas e publicitadas e, em última instância, aquelas que interessam ao subscritor de unidades de participação, apresentam-se como insuficientes quando se pretende efectuar uma análise comparativa entre fundos com características diferentes e/ou fundos que iniciaram a actividade em momentos distintos do tempo.¹⁰³

¹⁰³ De facto, não é razoável comparar directamente o comportamento de um fundo de acções nacionais com um fundo de acções americanas, nem tampouco comparar o comportamento de fundos idênticos mas que iniciaram actividade em momentos diferentes, uma vez que o comportamento destes é fortemente condicionado pelo comportamento do mercado, o que significa

De forma a tentar ultrapassar esta situação, utiliza-se uma medida de rendibilidade – excesso de rendibilidade – baseada na comparação directa entre o comportamento do fundo e do *benchmark*. Assim, o excesso de rendibilidade corresponde à diferença entre a rendibilidade simples do fundo e do *benchmark* obtida num dado período de tempo .

Os resultados obtidos para o excesso de retorno apresentam-se claramente distintos dos obtidos para a rendibilidade simples (Tabela 26). Na realidade, a mediana do excesso de rendibilidade para a totalidade do período é negativa em três das quatro classes de fundos. Os fundos AI são a excepção, com um excesso de retorno positivo de 1,7% face a uma rendibilidade simples negativa de 21,4%.

Tabela 26 - Excesso de rendibilidade sem comissões dos Fundos Investimento - Mediana

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Desde Início
PPA	-0,3%	0,3%	-13,8%	7,0%	0,4%	2,7%	0,4%	-6,7%
AP	0,4%	-1,1%	-17,9%	-1,3%	-1,1%	3,9%	-2,1%	-30,3%
AUE	-10,6%	6,6%	-2,6%	2,7%	-8,5%	0,0%	-3,7%	-12,8%
AI	-4,3%	-3,9%	2,9%	-4,9%	-3,0%	0,3%	0,2%	1,7%

Saliente-se, contudo, que em termos anuais os fundos PPA apresentam um comportamento mais favorável que o *benchmark* na maioria dos anos. Para além disso, considerando os dados desagregados por fundo de investimento, verifica-se que os fundos PPA parecem ter um comportamento mais favorável do que os restantes, uma vez que apenas 33% destes fundos têm um comportamento negativo face ao *benchmark* em mais de metade do período considerado, enquanto no caso dos fundos AP, AUE e AI esses valores se elevam, respectivamente, para 66%, 50% e 40%.

Refira-se que a introdução de comissões, tal como observado anteriormente, penaliza de uma forma mais acentuada os fundos PPA (Tabela 27). De facto, com a introdução dessas comissões, 75% dos fundos PPA apresentam um excesso de rendibilidade negativo em mais de metade do período considerado. No caso dos AP, AUE e AI esse valor eleva-se, respectivamente, para 83%, 74% e 50%.

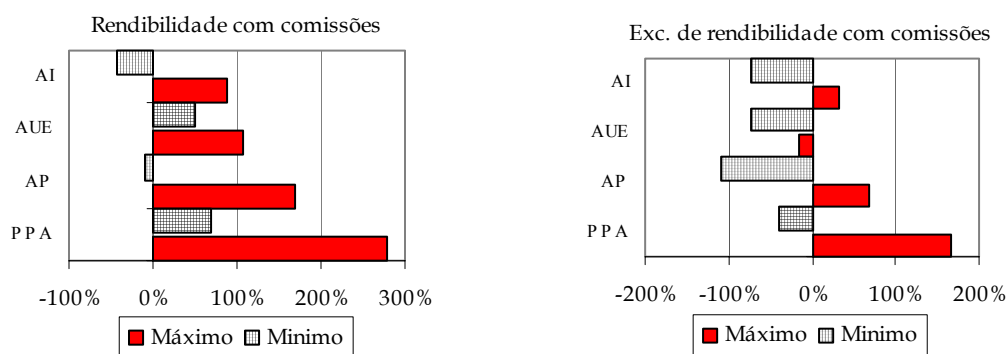
Tabela 27 - Excesso de rendibilidade com comissões dos Fundos Investimento - Mediana

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Desde Início
PPA	-4,2%	-2,7%	-16,5%	0,0%	-2,7%	-1,3%	-1,6%	-8,1%
AP	-0,5%	-4,4%	-22,6%	-2,8%	-4,2%	2,8%	-2,7%	-30,5%
AUE	-10,6%	4,9%	-4,5%	1,0%	-9,7%	-0,2%	-4,4%	-12,8%
AI	-5,7%	-5,4%	2,2%	-7,0%	-5,3%	-1,2%	-1,2%	0,8%

que um fundo que inicie a actividade numa situação de queda generalizada dos índices fica penalizado face a um fundo que inicia essa actividade num período de subida do mercado.

Importa ainda salientar a elevada amplitude do intervalo da rendibilidade e do excesso de rendibilidade para a generalidade das categorias de fundos. Assim, e a título de exemplo, constata-se que, de entre os fundos PPA que iniciaram a actividade antes de 1996, o excesso de rendibilidade incluindo comissões variou entre um mínimo de -39,7% e um máximo de 167% (Gráfico 14).

Gráfico 14 - Rendibilidade e excesso de rendibilidade máxima e mínima obtida por fundo - período 1995-2001



II.1.2 - Rendibilidade - por entidade gestora

No que se refere ao comportamento das diferentes entidades gestoras, os dados apontam também para a existência de uma forte assimetria no que se refere à rendibilidade dos fundos geridos por cada uma delas. De facto, enquanto os fundos de investimento geridos por uma das entidades gestoras apresentaram, em média, uma rendibilidade média anual de -22,4%, existe uma outra onde esse valor foi de 16,2%.¹⁰⁴

Por outro lado, considerando o excesso de rendibilidade face ao *benchmark*, verifica-se que existe uma maior homogeneidade nos resultados obtidos pelas diversas entidades, traduzida numa amplitude total do excesso de rendibilidade de apenas 18,7%, face aos 38,6% registados no caso da rendibilidade simples.

¹⁰⁴ Refira-se que estes resultados poderão estar ligeiramente enviesados, uma vez que nem todas as entidades gestoras iniciaram a actividade na mesma data nem tampouco são responsáveis pela gestão de fundos idênticos.

II.1.3 - Efeito da introdução de comissões na ordenação dos fundos

Conforme se constata, as rendibilidades obtidas considerando comissões diferem significativamente das obtidas sem as mesmas. Será, no entanto, que a introdução destas comissões altera significativamente a ordenação dos diferentes fundos?¹⁰⁵

Com o objectivo de responder a esta questão utiliza-se o *Spearman's Rank Correlation Coefficient*, que permite avaliar a correlação entre ordenações, e que pode ser apresentada de acordo com a seguinte formulação:

$$S = 1 - \left(\frac{6 \sum_{i=1}^n d_i^2}{n(n+1)(n-1)} \right)$$

com $d_i = r_i - c_i$ e onde n é o número de fundos a considerar na ordenação, r_i a ordenação do fundo i de acordo com o critério r , e c_i é a ordenação do fundo i de acordo com o critério c .

Conforme se observa pela Tabela 28, a introdução de comissões não altera significativamente a ordenação dos fundos de investimento. Na realidade, a correlação entre ordenações com comissões e ordenações sem comissões apresenta-se, para generalidade dos anos considerados, próxima dos 100%, ou seja, apesar das comissões terem um forte impacto sobre a rendibilidade efectiva dos fundos, em termos relativos (*i.e.* quando comparamos os diferentes fundos) esse impacto é negligenciável.

Tabela 28 - Correlação entre a ordenação dos fundos (em %) - rendibilidade com comissões incluídas versus não incluídas

	Rácio		Rácio		Rácio		Rácio		Rácio		Rácio		Rácio		Desde	Rácio
	1995	t	1996	t	1997	t	1998	t	1999	t	2000	t	2001	t	Inicio	t
PPA	31,4	0,7	95,2*	7,7	91,5*	6,4	97,3*	12,6	91,6*	7,2	93,7*	8,5	97,9*	15,2	87,8*	5,8
AP	100,0*		96,7*	10,0	99,1*	22,1	98,6*	18,7	91,6*	7,2	95,8*	10,6	93,0*	8,0	100,0*	
AUE	30,4	0,6	16,1	0,28	96,4*	6,3	98,8*	11,0	98,8*	11,0	98,7*	10,9	98,1*	8,7	100,0*	
AI	100,0*		70,0	1,38	100,0*		95,1*	4,3	99,8*	23,8	99,7*	19,1	98,9*	9,5	99,6*	15,9

Legenda: * estatisticamente significativo para um intervalo de confiança de 95%.¹⁰⁶

¹⁰⁵ Os fundos de investimento foram ordenados por ordem decrescente de rendibilidades.

¹⁰⁶ O teste de significância estatística dos coeficientes de correlação foi efectuado de acordo com a seguinte fórmula:

$$t_r = (r - 0) / \sqrt{\frac{(1 - r^2)}{(n - 2)}}$$

II.1.4 - Conclusões

1. Em termos gerais, as rendibilidades obtidas pelos fundos de investimento em acções geridos por entidades nacionais apresentaram-se positivas durante o período de 1995-1999, registando-se comportamento inverso no período 2000-2001, em linha com o verificado com os principais índices accionistas.
2. Da análise do excesso de retorno dos fundos face ao *benchmark* conclui-se que, em média, este se apresenta negativo, com especial destaque para os fundos de acções nacionais que durante o período 1995-2001 apresentaram um excesso de rendibilidade negativa, incluindo comissões de subscrição e resgate, de 30,5%.
3. Registam-se performances muito diferenciadas entre fundos de investimento pertencentes à mesma categoria e/ou entre fundos de investimento pertencentes à mesma entidade gestora.
4. A quase totalidade das entidades gestoras nacionais obtiveram no período 1995-2001, uma rendibilidade média anual negativa.
5. A introdução de comissões de subscrição e resgate penaliza de forma mais acentuada os fundos PPA. Apesar disso, considerando a ordenação dos fundos dentro de uma mesma categoria, verifica-se que essa ordenação se mantém praticamente inalterada quando se introduz as comissões de subscrição e de resgate.

II.2 - COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Um dos aspectos menos abordados na literatura económica relativa aos fundos de investimento, prende-se com a evolução da composição de carteira ao longo do tempo. De facto, ainda que sejam muitas vezes elaboradas estatísticas relativas à composição das carteiras dos fundos de investimento (i.e. percentagem de acções, percentagem de obrigações, etc.), não têm sido apresentados indicadores que permitam, de uma forma mais rigorosa, comparar a estrutura das carteiras ao longo do tempo.

Quando são apresentadas as composições de uma dada carteira de investimento em dois momentos distintos no tempo, a abordagem tradicional consiste apenas em avaliar a evolução percentual de um dado activo na carteira sem ser feita qualquer avaliação do grau de semelhança ou dissemelhança entre as duas carteiras. Com o objectivo de medir o grau de similaridade entre duas carteiras diferentes será utilizado o indicador de Finger-Kreinin (1979)¹⁰⁷, que na sua forma adaptada apresentará a seguinte notação:

$$\text{Indicador de FK} = S = \sum_{i=1}^n \min(S_i^A; S_i^B)$$

onde n corresponde ao número de activos existente na carteira, S_i^A representa o peso do activo i na composição da carteira no momento A e S_i^B representa o peso do activo i na composição da carteira no momento B . O indicador de FK varia entre 0 e 1, sendo que o valor mínimo corresponde a uma alteração total da carteira e o valor máximo à situação inversa.

O indicador de FK será aplicado aos fundos de investimento em acções, utilizando o critério que se segue no que se refere à escolha da carteira de referência¹⁰⁸: i) nas situações em que o fundo de investimento iniciou a sua actividade antes de 1998, a composição de referência será a correspondente ao dia 31 de Janeiro de 1999; ii) nas situações em que o fundo de investimento iniciou a sua actividade em data posterior a 31 de Dezembro de 1998, a carteira de referência será a correspondente ao segundo mês após a constituição do fundo.¹⁰⁹ Refira-se ainda que a composição de carteira foi analisada tendo

¹⁰⁷ Medida normalmente utilizada em comércio internacional para avaliar o grau de similaridade entre a estrutura de exportação de dois países.

¹⁰⁸ Recorde-se que as composições da carteira foram obtidas através da base de dados relativa a fundos de investimento existente no *site* da CMVM, correspondendo à composição de carteiras no final de cada mês (a referida base de dados continha, à data da elaboração do estudo, informação desde Janeiro de 1999 a Agosto de 2001).

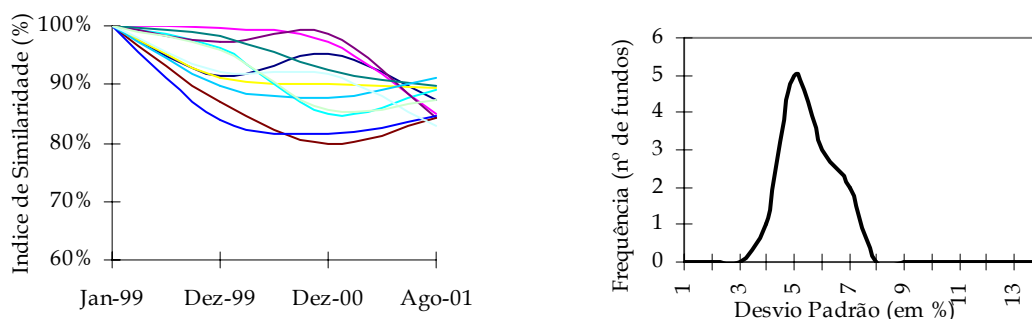
¹⁰⁹ Por exemplo, se o fundo de investimento iniciou a actividade em Abril de 1999, a carteira de referência escolhida será a correspondente ao mês de Junho de 1999. Do ponto de vista empírico, verifica-se que durante os 2 primeiros meses de actividade

por base os seguintes grandes agregados: Dívida Pública, Outros Fundos Públicos, Obrigações, Acções, Títulos de Participação, Unidades de Participação, Direitos e Outros Instrumentos de Dívida.¹¹⁰ Isto significa que a análise não tem em consideração alterações de carteira que ocorrem dentro dos agregados considerados, ou seja, se um dado fundo manteve inalterada a estrutura da carteira em termos de grandes agregados mas alterou a alocação da componente acções, o indicador de similaridade manter-se-á inalterado, ainda que tenha havido uma efectiva alteração na composição da carteira.¹¹¹

II.2.1 - Composição de Carteira - por fundo e categoria de fundo

Com base na metodologia anteriormente descrita, e tendo em consideração as limitações referidas, apresentam-se no Gráfico 15 os resultados obtidos para os fundos de investimento PPA.

Gráfico 15 - Evolução e Desvio Padrão do índice de similaridade - Fundos PPA



Notas: As séries representadas no primeiro gráfico correspondem aos valores dos indicador de similaridade calculados para cada um dos fundos PPA. O segundo gráfico corresponde ao histograma do desvio padrão do indicador de similaridade para os diferentes fundos PPA.

A quase totalidade dos fundos de investimento apresenta níveis de similaridade face à carteira de referência (31/1/99) acima dos 80%, ainda que a frequência com que a carteira de cada fundo de investimento é alterada (utilizando como *proxy* o desvio padrão do indicador FK) seja bastante diversa, variando entre um valor máximo de 6,9%, e um mínimo de apenas 3,9%.

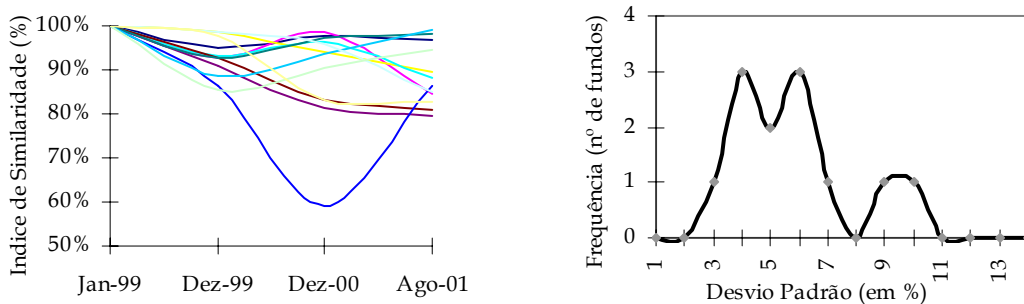
de um fundo existem fortes alterações na composição das carteiras, pelo que a escolha de uma carteira de referência neste período poderia conduzir a fortes enviesamentos da análise.

¹¹⁰ Foram feitos ajustamentos à composição da carteira, tendo por base os valores a regularizar.

¹¹¹ Existem outros problemas associados à utilização deste indicador de similaridade. De entre esses destaca-se a alteração da estrutura da carteira por simples alteração dos valores do título, sem que tenha ocorrido a compra ou venda de títulos dessa mesma carteira.

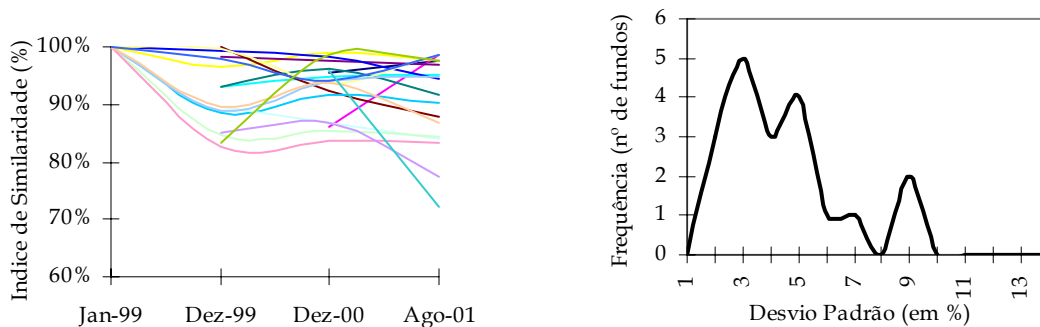
Relativamente aos fundos de investimento AP, os resultados apresentam-se em linha com o verificado para os fundos PPA (Gráfico 16), com excepção de um fundo que apresentou em Dezembro de 2000 um grau de similaridade face à carteira de referência de apenas 60%.

Gráfico 16 - Evolução e Desvio Padrão do índice de similaridade - Fundos AP



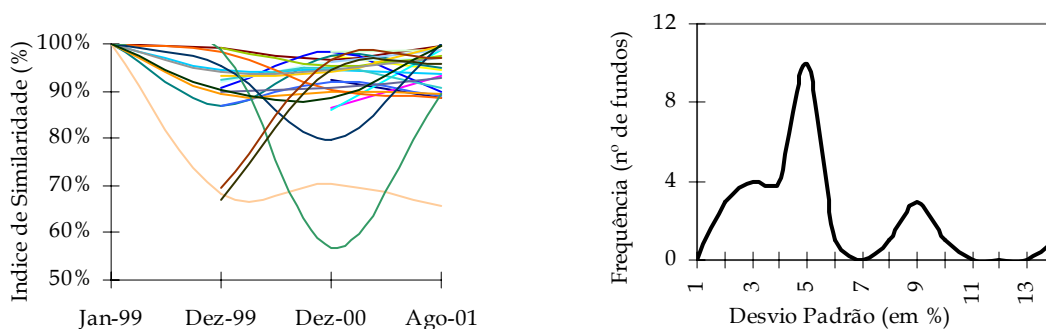
Nos fundos AUE (Gráfico 17), verifica-se a existência de uma maior estabilidade na composição de carteira, quando comparados com as outras classes de fundos. De facto, enquanto a mediana do desvio padrão do índice de similaridade para os fundos AUE se situa nos 3,8%, no caso dos PPA, AP e AI, esse valor eleva-se para 4,9%, 5,1% e 4,4%, respectivamente.

Gráfico 17 - Evolução e Desvio Padrão do índice de similaridade - Fundos AUE



Por último, e no que se refere aos fundos AI (Gráfico 18), destaca-se a existência de uma grande dispersão nos valores assumidos pelo desvio padrão do indicador de FK, variando entre um mínimo de apenas 1,6%, e um máximo de 14,4%.

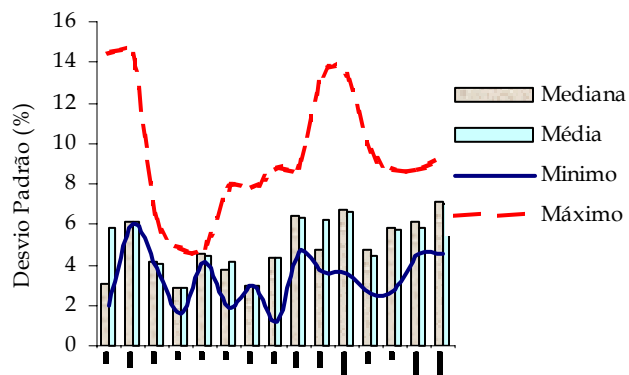
Gráfico 18 - Evolução e Desvio Padrão do índice de similaridade - Fundos AI



II.2.2 - Composição de carteira - por entidade gestora

Analisando os dados anteriores agregando-os por entidade gestora (Gráfico 19), verifica-se que os comportamentos não foram homogêneos: a entidade que menores movimentos de carteira realizou apresenta uma mediana do desvio padrão de 2,9%, enquanto a entidade gestora com comportamento inverso apresenta uma mediana do desvio padrão de 7,1%.

Gráfico 19 - Desvio Padrão do Indicador de Similaridade - Por entidade Gestora



II.2.3 - Conclusões

1. A frequência com que ocorrem alterações de carteira (em termos de classes de activos), parece ser mais acentuada nos fundos PPA e AP do que nos fundos AUE e AI.
2. Regista-se nos fundos AI um comportamento pouco homogéneo quanto à frequência das alterações de carteira.
3. O comportamento das diferentes entidades gestoras no que respeita à alteração de carteira apresenta-se bastante diverso.
4. Pela análise do comportamento individual de cada entidade gestora, conclui-se que estas apresentam um comportamento pouco homogéneo quanto à alteração de carteira dos respectivos fundos, inclusivamente quando se compara fundos pertencentes à mesma categoria.

II.3 - MEDIDAS DE AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE

Anteriormente, analisou-se a performance dos fundos de investimento tendo por base medidas de rendibilidade simples e de excesso de rendibilidade face ao *benchmark*. Contudo, os fundos de investimento diferem entre si no que respeita ao risco, o que significa que a uma maior rendibilidade poderá também estar associado um maior risco. Deste modo, uma análise mais adequada da performance de um fundo de investimento terá de ter necessariamente por base o binómio risco-rendibilidade.

No presente capítulo procede-se à análise da performance dos fundos tendo em conta essa relação, começando por aplicar o modelo CAPM que serve de base a algumas das medidas de avaliação de performance recorrentemente utilizadas.

II.3.1 - Modelo CAPM

As principais medidas utilizadas na análise da performance dos fundos de investimento têm por base o Modelo de Equilíbrio de Activos Financeiros (*Capital Asset Pricing Model - CAPM*)¹¹², desenvolvido por Sharpe (1964) e Linter (1965).

De acordo com este modelo, a rendibilidade esperada de um dado activo ou carteira está linearmente relacionada com a rendibilidade esperada do mercado, através da seguinte equação:

$$E[R_{x,t}] = R_{f,t} + \beta_x (E[R_{m,t}] - R_{f,t})$$

onde $E[R_{x,t}]$ é a rendibilidade esperada da carteira ou título x no período t; $R_{f,t}$ a rendibilidade de um activo sem risco para o período t; β_x é o risco sistémico da carteira ou título x no período t; e $E[R_{m,t}]$ é a rendibilidade esperada da carteira de mercado¹¹³ no período t.

¹¹² Os pressupostos inerentes ao modelo CAPM são os seguintes: i) o objectivo dos investidores é o de maximizar a utilidade em cada período; ii) os investidores baseiam as suas decisões tendo em conta o retorno esperado dos activos e a sua variância; iii) os investidores são avessos ao risco; iv) os investidores tem o mesmo horizonte temporal de investimento e apresentam as mesmas expectativas homogéneas acerca do risco e do retorno dos activos; v) não existem custos de transação nem impostos e a informação está acessível a todos os investidores; vi) todos os activos são infinitamente divisíveis; vii) existe uma taxa isenta de risco, idêntica para todos os investidores e à qual podem aplicar ou pedir emprestado o capital; viii) o mercado de capitais está em equilíbrio.

¹¹³ Um dos aspectos mais debatidos em relação ao modelo CAPM, prende-se com a escolha do *Benchmark*. Na realidade, o modelo CAPM baseia-se na existência de uma carteira de mercado constituída por todos os activos disponíveis ponderados pelo valor de

Uma vez que esta é uma análise *ex-ante* e as expectativas do mercado não são observáveis, a análise empírica do modelo implica a utilização de dados *ex-post*, sendo a equação anterior rescrita da seguinte forma:

$$R_{x,t} = R_{f,t} + \beta_x (R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_t \Rightarrow R_{x,t} - R_{f,t} = \beta_x (R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_t$$

onde ε_t é a uma variável residual com valor esperado de zero ($E[\varepsilon_t] = 0$), variância constante $V[\varepsilon_t] = c$ e não correlacionada com a rendibilidade de mercado, $Cov[R_m, \varepsilon_t] = 0$.

Dado que existe a probabilidade de que alguns títulos possam não estar correctamente bem avaliados (*i.e.* possibilidade do mercado não estar em equilíbrio), importa não condicionar a regressão a passar pela origem, o que significa que a equação deve apresentar a seguinte formulação¹¹⁴:

$$R_{x,t} - R_{f,t} = \alpha_x + \beta_x (R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_t$$

onde α_x é a medida de desequilíbrio da carteira ou título x ¹¹⁵.

Um α_x positivo implica que a carteira ou o título x registou uma performance (ajustada ao risco) positiva. Isto significa que na análise da performance de um fundo de investimento, e caso se verifiquem os pressupostos subjacentes ao CAPM, um α_x positivo traduz a capacidade da entidade gestora do fundo em construir uma carteira, corrigida do risco sistémico, que supera a performance do mercado.

II.3.1.1 - Modelo CAPM - resultados por fundo e categoria de fundo

Antes de se analisar os resultados obtidos com a aplicação do modelo CAPM, importa salientar que na maioria dos fundos estudados foram detectados erros de especificação - utilizando o teste de Ramsey (teste Reset) - pelo que o modelo CAPM, em rigor, não será válido para este tipo de fundos. Apesar disso, e uma vez que o objectivo central do trabalho não é o de aferir a validade do modelo, aplicou-se

cada um no total do mercado. Uma vez que essa carteira é impossível de replicar, utiliza-se o índice de mercado como *proxy*. Esta escolha está no entanto sujeita a fortes críticas de inúmeros autores, nomeadamente Roll (1977), Zimmermann and Zogg-Wetter (1992) entre outros. Ao invés, Mayers e Rice (1979) afirmaram que apesar de existirem problemas com a utilização dos índices de mercado os testes permanecem válidos.

¹¹⁴ As medidas de avaliação de performance de Jensen (1968) e Treynor (1965) derivam directamente desta formulação do modelo CAPM.

¹¹⁵ Saliente-se que o alfa é também designado por medida de Jensen (1968).

o modelo CAPM aos diferentes fundos de investimento, devendo-se, no entanto, fazer uma leitura muito cuidadosa dos resultados obtidos.

Os resultados obtidos para os fundos PPA (Tabela 29) apontam para a existência de um conjunto de 8 fundos que registaram uma rentabilidade, corrigida de risco sistémico, que superou a *performance* do mercado nos períodos considerados (isto é, em que $\alpha_x > 0$). Por oposição, 4 dos 12 fundos considerados apresentam um $\alpha_x < 0$, ou seja, a rentabilidade ajustada de risco sistémico é inferior à do mercado. Contudo, tendo em atenção a significância estatística dos parâmetros, constata-se que em apenas 2 fundos o α_x é positivo e significativamente diferente de zero, enquanto um dos fundos apresenta um α_x é negativo e significativamente diferente de zero.

Tabela 29 - Parâmetros do CAPM - Fundos PPA¹¹⁶

	Alfa	Rácio t	Beta	Rácio t
Banif***	-0,0002	-1,54	0,76*	48,12
Barclays**** a)	0,0000 b)	-0,06	0,90*	92,96
Af** a)	0,0002* b)	2,07	0,79*	22,21
Investil***	0,0000	0,19	0,84*	146,57
Bpi** a)	0,0001 d)	0,65	0,74*	19,88
CaixaGest*** a)	0,0000 d)	0,35	0,84*	22,29
Central** a)	0,0001 d)	0,86	0,63*	14,34
Bbva** a)	-0,0002* b)	-2,13	0,85*	75,25
Es** a)	-0,0001 b)	-1,11	0,86*	50,32
Finibanco****	0,0001	0,76	0,72*	36,73
Santander**** a)	0,0005* b)	5,45	0,81*	78,96
Bnc** a)	0,0001 c)	0,49	0,88*	43,00
Mediana	0,00005	0,42	0,82	45,56

Legenda: * Parâmetro estatisticamente significativo considerando um intervalo de confiança de 95%.

**Detectada autocorrelação dos resíduos e Heterocedasticidade. Efectuou-se a correcção de Newey-West.

*** Detectada autocorrelação dos resíduos tendo sido efectuada a respectiva correcção.

**** Detectada Heterocedasticidade. Efectuou-se a correcção de White.

a) Erro de especificação do modelo de acordo com o teste de Ramsey, pelo que o CAPM não é válido para este fundo.

b) Este valor do parâmetro alfa tem o sinal do parâmetro correspondente estimado para um modelo CAPM "alterado" que respeite o teste de especificação de Ramsey.

c) Este valor do parâmetro alfa tem sinal contrário ao do parâmetro correspondente estimado para um modelo CAPM "alterado" que respeite o teste de especificação de Ramsey.

d) Não foi possível encontrar uma forma funcional, introduzindo termos quadráticos ou cúbicos ao modelo CAPM, que respeite o teste de especificação de Ramsey.

Relativamente aos fundos AP (Tabela 30), constata-se que os resultados obtidos relativamente aos valores do parâmetro alfa se apresentam menos favoráveis do que os obtidos nos fundos PPA. Na realidade, 8 dos 12 fundos de investimento registaram pior comportamento do que o mercado nos períodos considerados (5 dos quais apresentam um parâmetro negativo e estatisticamente

¹¹⁶ Para cada fundo de investimento foi testada a validade do modelo CAPM através de um teste de especificação de Ramsey (Reset Test). No caso em que se rejeitou a hipótese nula, foram testadas outras formas funcionais introduzindo uma componente polinomial de grau superior a 1- CAPM "alterado". Apesar da introdução dessas componentes não ser em alguns casos suficiente para encontrar um modelo bem especificado, não se pode concluir que não exista um modelo multi-índice que satisfaça as condições de especificação impostas pelo teste Reset.

significativo), contra apenas 4 que registaram comportamento inverso, sendo que destes, apenas 1 se apresenta como estatisticamente significativo.

Tabela 30 - Parâmetros do CAPM - Fundos AP

	Alfa	Rácio t	Beta	Rácio t
Barclay Premier Acções Portugal** a)	0,0000 c)	0,16	0,85*	25,33
Banifundos**** a)	-0,0005* b)	-3,37	0,77*	50,28
AF**	-0,0001	-0,92	0,80*	56,55
Bnu Acções****	-0,0001*	-2,08	0,84*	114,72
BPI Portugal** a)	-0,0001 c)	-0,61	0,73*	19,28
CaixaGestAP**	0,0002	1,45	0,91*	63,82
CaixaGest Valorização****	-0,0002*	-2,76	0,87*	71,71
PostalAcções** a)	-0,0004* d)	-3,83	0,71*	18,93
ES Poupança Acções** a)	-0,0002* b)	-2,18	0,88*	50,43
FiniCapital** a)	0,0000 d)	-0,30	0,69*	15,27
Santander Acções Portugal** a)	0,0002* b)	2,93	0,81*	37,90
Santander Capital Portugal** a)	0,0000 d)	0,05	0,65*	16,03
Mediana	-0,0001	-0,76	0,81	44,09

Legenda: * Parâmetro estatisticamente significativo considerando um intervalo de confiança de 95%.

** Detectada autocorrelação dos resíduos e Heterocedasticidade. Correção de Newey-West.

*** Detectada autocorrelação dos resíduos. Correção de Newey-West.

**** Detectada Heterocedasticidade. Correção de White.

a) Erro de especificação do modelo de acordo com o teste de Ramsey, pelo que o CAPM não é válido para este fundo.

b) Este valor do parâmetro alfa tem o sinal do parâmetro correspondente estimado para um modelo CAPM “alterado” que respeite o teste de especificação de Ramsey.

c) Este valor do parâmetro alfa tem sinal contrário ao do parâmetro correspondente estimado para um modelo CAPM “alterado” que respeite o teste de especificação de Ramsey.

d) Não foi possível encontrar uma forma funcional, introduzindo termos quadráticos ou cúbicos ao modelo CAPM, que respeite o teste de especificação de Ramsey.

Quanto aos fundos AUE, verifica-se que 58% dos fundos de investimento apresentam um alfa negativo, sendo dois destes estatisticamente significativos (Tabela 31).

Tabela 31 - Parâmetros do CAPM - Fundos AUE

	Alfa	Rácio t	Beta	Rácio t
Banifundo Euro Acções****	-0,0006	-1,12	1,18*	19,91
BNC Acções***	-0,0005	-1,07	0,62*	20,01
AF Eurocarteira** a)	0,0001 b)	0,42	0,61*	10,00
AF Acções Euro**** a)	0,0001 b)	0,17	1,10*	33,58
Af Euro Financeiras*** a)	0,0001 b)	0,06	0,84*	23,02
Af Euro Utilities****	-0,0001	-0,22	0,47*	19,83
BNU Euro Índice**	0,0000	0,11	1,09*	44,87
BNU Gestão Activa Acções**	-0,0005	-1,60	0,89*	25,53
BPI Euro Crescimento** a)	-0,0002* c)	-2,28	0,80*	32,28
BPI Euro Valor** a)	0,0001 d)	0,53	0,68*	12,56
CaixaGest Gestão Euroacções** a)	-0,0003* c)	-2,31	1,01*	42,08
CaixaGest Acções Europa** a)	-0,0001 c)	-1,12	0,94*	58,05
Es Acções Europa**** a)	0,0002 b)	1,24	0,58*	26,54
Raiz Europa**** a)	0,0000 b)	-0,16	0,90*	45,40
Big Euro Capital***	-0,0003	-1,14	1,01*	34,08
Santander Acções Europa**** a)	0,0001 c)	0,53	1,07*	29,50
Santander Iberfundo** a)	0,0000 b)	0,28	0,72*	27,09
Mg Acções ** a)	0,0000 b)	-0,18	0,67*	24,81
Mg Acções Europa	-0,0001	-0,37	0,88*	43,24
Mediana	-0,00004	-0,18	0,88	26,54

Legenda: * Parâmetro estatisticamente significativo considerando um intervalo de confiança de 95%.

** Detectada autocorrelação dos resíduos e Heterocedasticidade. Correção de Newey-West.

*** Detectada autocorrelação dos resíduos. Correção de Newey-West.

**** Detectada Heterocedasticidade. Correção de White.

a) Erro de especificação do modelo de acordo com o teste de Ramsey, pelo que o CAPM não é válido para este fundo.

b) Este valor do parâmetro alfa tem o sinal do parâmetro correspondente estimado para um modelo CAPM "alterado" que respeite o teste de especificação de Ramsey.

c) Este valor do parâmetro alfa tem sinal contrário ao do parâmetro correspondente estimado para um modelo CAPM "alterado" que respeite o teste de especificação de Ramsey.

d) Não foi possível encontrar uma forma funcional, introduzindo termos quadráticos ou cúbicos ao modelo CAPM, que respeite o teste de especificação de Ramsey.

Finalmente, pode-se observar na Tabela 32 que dos 25 fundos de investimento AI analisados, apenas 8 apresentam um alfa positivo, ainda que não estatisticamente significativos. Ao invés, dos 17 fundos com alfa negativo, 5 deles apresentam significância estatística.

Tabela 32 - Parâmetros do CAPM - Fundos AI

	Alfa	Rácio t	Beta	Rácio t
BanifOportunidades**** a)	-0,0038* b)	-2,92	0,38	5,46
BanifundoAcçõesBrasil** a)	-0,0020* b)	-1,81	0,67	26,15
BbvaBolsaInternacional***	-0,0006*	-1,68	0,88	20,78
AfAmérica***	-0,0002	-0,37	0,59	10,31
AfJapão**** a)	0,0000 d)	0,04	0,59	6,30
AfPortfolioInternacional** a)	0,0001 b)	0,59	0,47	8,54
AfMercadosEmergentes** a)	0,0001 b)	0,35	0,48	3,65
BpiAmerica**	-0,0001	-0,66	0,74	28,81
BpiFinanceiras**	0,0000	0,06	0,76	12,55
BpiOportunidadesMundiais***	-0,0011	-1,09	0,31	7,60
BpiReestruturações	-0,0003	-0,84	0,30	8,67
BpiTecnologias** a)	-0,0021* c)	-1,95	0,65	9,54
CaixaGestGestãoLusoacções** a)	-0,0001 d)	-0,96	0,91	63,78
EsAcçõesAmerica**	0,0001	0,35	1,01	24,87
EsAcçõesGlobal***	-0,0003	-0,96	0,70	16,53
EsAcçõesRendimento***	-0,0003	-0,88	0,96	27,25
EsAllStars** a)	-0,0005 b)	-1,63	0,43	9,17
EsMercadosEmergentes**** a)	-0,0002 b)	-0,59	0,50	4,78
Big Crescimento Global	-0,0001	-0,08	0,57	20,66
BnuJapão a)	0,0002 b)	0,26	0,79	20,08
SantanderAcçõesInternacionais**** a)	0,0002 b)	0,63	0,71	19,75
SantanderBanca** a)	0,0002 b)	0,58	0,55	14,73
SantanderTelecom	-0,0003	-0,60	0,39	17,54
FinifundoBlueChips****	-0,0004*	-1,68	0,87	38,00
FinifundoSmallCaps a)	-0,0003 c)	-0,86	0,18	12,65
Mediana	-0,0003	-0,66	0,59	16,53

Legenda: * Parâmetro estatisticamente significativo considerando um intervalo de confiança de 95%.

** Detectada autocorrelação dos resíduos e Heterocedasticidade. Correção de Newey-West.

*** Detectada autocorrelação dos resíduos. Correção de Newey-West.

**** Detectada Heterocedasticidade. Correção de White.

a) Erro de especificação do modelo de acordo com o teste de Ramsey, pelo que o CAPM não é válido para este fundo.

b) Este valor do parâmetro alfa tem o sinal do parâmetro correspondente estimado para um modelo CAPM “alterado” que respeite o teste de especificação de Ramsey.

c) Este valor do parâmetro alfa tem sinal contrário ao do parâmetro correspondente estimado para um modelo CAPM “alterado” que respeite o teste de especificação de Ramsey.

d) Não foi possível encontrar uma forma funcional, introduzindo termos quadráticos ou cúbicos ao modelo CAPM, que respeite o teste de especificação de Ramsey.

Globalmente, pode-se concluir que os resultados obtidos não suportam a hipótese das entidades gestoras, no período considerado, terem “capacidade” de construir uma carteira, corrigida de risco sistémico, que ultrapasse a performance do mercado. De facto, 53% dos fundos analisados apresentam um alfa negativo, sendo que 32,5% destes são estatisticamente significativos (Tabela 33).

Tabela 33 - Valores e significância estatística dos parâmetros alfa no modelo CAPM - por categoria de fundo.

	Alfa Positivo		Alfa Positivo e Estatisticamente Significativo		Alfa Negativo		Alfa Negativo e Estatisticamente Significativo		Total
PPA	8	66,7%	2	16,7%	4	33,3%	1	8,3%	12
AP	4	33,3%	1	8,3%	8	67,3%	5	41,7%	12
AUE	8	42,1%	0	0,0%	11	57,9%	2	10,5%	19
AI	8	32,0%	0	0,0%	17	68,0%	5	20,0%	25
Total	28	41,2%	3	4,4%	40	58,8%	13	19,1%	68

II.3.1.2 - Modelo CAPM - resultados por entidade gestora

Analisando os resultados obtidos para o parâmetro alfa, por entidade gestora, verifica-se que estes se apresentam pouco homogêneos (Tabela 34).

Tabela 34 - Valores e significância estatística dos parâmetros alfa do modelo CAPM - por entidade gestora

	Alfa Negativo				Alfa Negativo e Estatisticamente Significativo				Alfa Positivo				Alfa Positivo e Estatisticamente Significativo			
	PPA	AP	AUE	AI	PPA	AP	QUE	AI	PPA	AP	AUE	AI	PPA	AP	AUE	AI
Barclays Fundo	1									1						
Banifundo	1	1	1	2		1		2								
Af Investim.		1	1	1					1		3	3	1			
Investil		1	1			1			1		1	1				
BPI Fundos		1	1	4			1	1	1		1	1				
CaixaGest		2	2	1		2	1		1	1						
Esaf	1	1		4		1					1	1				
Finivalor		1		2				1	1							
Santander									1	1	2		1	1		
Santander Fun.				1						1		2				
Central Fundos			1						1							
Big			1	1												
BBV Gest	1			1	1			1								
MG			2													
Bnc Gerfundo			1						1							
Total	4	8	11	17	1	5	2	5	8	4	8	8	2	1	0	0

No caso da Banifundos e da CaixaGest, observa-se que 5 dos fundos geridos por cada uma delas apresentam alfas negativos, sendo 3 deles estatisticamente significativos. Com comportamento inverso temos a AF que apresenta alfas positivos em 7 dos fundos geridos, ainda que apenas 1 seja estatisticamente significativo.

II.3.1.3 - Modelo CAPM – alguns problemas metodológicos

Ainda que não seja objectivo deste trabalho testar a validade empírica do modelo CAPM¹¹⁷, importa salientar que a validade dos resultados anteriormente obtidos está sujeita à hipótese de existência de permanência de estrutura. Ou seja, assume-se que ao longo do período considerado, em cada uma das regressões anteriores, os parâmetros estimados permanecem inalterados, traduzindo a hipótese dos níveis de risco dos *portfolios* considerados serem estacionários.

Contudo, autores como Klemvosky e Maness (1978), Kon e Jen (1978, 1979) e Fabozzi e Francis (1978, 1979, 1980), demonstraram que a maioria dos fundos de investimento não mantém o nível de risco constante ao longo do tempo. Os resultados obtidos para os fundos de investimento geridos por entidades nacionais também parecem confirmar esta hipótese, tendo sido detectadas quebras de estrutura na quase totalidade das séries analisadas, conforme se pode observar na Tabela 35 onde está sistematizada a informação relativa ao número de quebras de estrutura registadas pelos diferentes fundos de investimento ao longo do período.¹¹⁸

Tabela 35 - Número de quebras de estrutura do modelo CAPM¹¹⁹

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
PPA		1	2	1		2			3		1	1		1
AP	1			1	2	1	1	1	2	1			1	1
AUE	2	1	2	2		3	2		4	1		1		1
AI	1	4	10	3	4	1					2			

Dos resultados expostos fica claro que poucos são os fundos onde não se registou alteração de estrutura ao longo do período. Na realidade, apenas 1 fundo AP, 2 AUE e 1 AI apresentam esse comportamento, enquanto a quase totalidade dos fundos considerados apresentam 2 ou mais quebras de estrutura.

Para além do grande número de quebras de estrutura observado, outros três aspectos merecem particular atenção. Em primeiro lugar, parece existir um claro predomínio de situações em que se regista um aumento do risco sistémico dos fundos. Em segundo lugar, existe alguma “sintonia” quanto ao momento em que se regista a alteração de estrutura. Por fim, parece existir também alguma “sintonia” quanto ao “sentido” da alteração de estrutura.

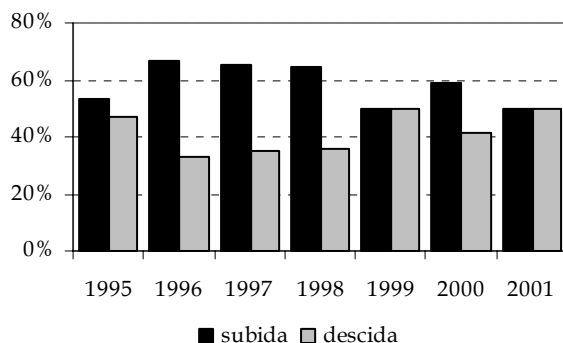
¹¹⁷ Entre as hipóteses subjacentes ao modelo CAPM, destacam-se as seguintes: a) Maior risco deve estar associado a maior retorno; b) A rentabilidade está linearmente relacionada com o Beta.

¹¹⁸ Procedeu-se à partição das séries cronológicas dos dados relativos a cada um dos fundos de investimento de forma a assegurar que as diversas regressões estimadas para cada um desses períodos apresentasse permanência na estrutura da relação entre a variável dependente e a variável independente.

¹¹⁹ Na primeira linha do quadro, lê-se o número de vezes em que houve alteração de estrutura, enquanto na 1ª coluna lê-se o tipo de fundo considerado. Atente-se ao facto de 2 fundos AP registaram 4 quebras de estrutura, enquanto apenas 1 registou 5 quebras de estrutura no período considerado.

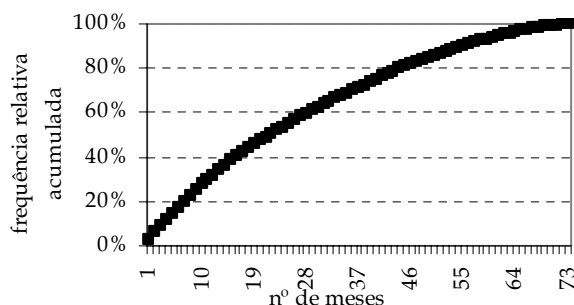
Quanto ao primeiro aspecto (Gráfico 20), verifica-se que na maioria das alterações de estrutura ocorridas se registou um aumento do parâmetro beta das regressões associadas, o que significa que, pressupondo que as alterações de estrutura resultaram de uma postura activa do gestor do fundo com o objectivo de antecipar os movimentos futuros no mercado, existe uma apetência especial desses gestores para o risco, que se traduz no aumento do risco sistémico da carteira.

Gráfico 20 - Percentagem das alterações de estrutura em que ocorre uma subida/descida do Beta



Quanto à “sintonia”, em termos do momento em que ocorreram as alterações de estrutura, verifica-se que, das 324 quebras de estrutura encontradas, cerca de 30% ocorreram em 10 dos 82 meses considerados (Gráfico 21).

Gráfico 21 - Polígono de frequência acumulada para a distribuição das quebras de estrutura



Quanto ao período em que ocorreu o maior número de quebras de estrutura (ver Tabela 36), destacam-se sete meses onde ocorreram quebras de estrutura em 9 ou mais fundos, a saber: Dezembro de 1996¹²⁰,

¹²⁰ Em 6 de Dezembro de 1996, o presidente da Reserva Federal Norte-Americana alertou em para o perigo de um ressurgimento das pressões inflacionistas nos EUA.

Outubro de 1997, Novembro e Dezembro de 1999, Janeiro e Maio de 2000¹²¹ e finalmente Maio de 2001¹²².

Tabela 36 - Número de quebras de estrutura do modelo CAPM - total dos fundos¹²³

Mês	1995			1996			1997			1998			1999			2000			2001		
	a	b	c	a	b	c	a	b	c	a	b	c	a	b	c	a	b	c	a	b	c
1				1	100	0	4	75	25	1	100	0	5	100	0	10	70	30	5	20	80
2				2	0	100	4	75	25	4	75	25	3	67	33	4	25	75	3	100	0
3				4	50	50	3	100	0	5	80	20	6	50	50	5	60	40	2	50	50
4	2	50	50	4	75	25	4	100	0	5	60	40	3	67	33	5	40	60	3	33	67
5	3	33	67	3	33	67	1	0	100	3	33	67	3	33	67	9	45	56	9	78	22
6	2	50	50	4	100	0	4	75	25	3	67	33	4	75	25	5	60	40	7	43	57
7	1	100	0	5	60	40	2	0	100	2	100	0	1	100	0	7	57	43	7	57	43
8	3	67	33	3	100	0	4	50	50	6	33	67	2	0	100	2	50	50	1	0	100
9				4	0	100	1	100	0	8	63	38				7	71	29			
10				4	100	0	9	34	67	4	25	75	5	40	60	7	72	28			
11	3	33	67	4	75	25	5	80	20	8	63	38	9	33	67	2	50	50			
12	1	100	0	10	80	20	2	100	0	7	100	0	9	33	67	5	80	20			

Legenda: a) Número de fundos que registaram alteração de estrutura.

b) De entre os fundos que sofreram alteração de estrutura, percentagem dos que registaram uma subida do Beta da regressão.

c) De entre os fundos que sofreram alteração de estrutura, percentagem dos que registaram uma descida do Beta da regressão.

Relativamente à hipótese apresentada de que as alterações de estrutura apresentam “sentido” idêntico quando se comparam os diversos fundos de investimento, os resultados parecem confirmá-la. De facto, verifica-se que, em média, quando ocorre uma alteração de estrutura num dado fundo, com o beta da regressão a registar por exemplo um aumento (diminuição), os outros fundos onde se verificaram alterações de estrutura registam alterações de sinal idêntico no beta da regressão (ver Tabela 36, coluna a), b) e c)). A título de exemplo, pode-se observar que no mês de Dezembro de 1998, todas as alterações de estrutura ocorridas (7), corresponderam a uma subida do parâmetro beta, traduzindo um aumento do risco sistémico.

Ainda assim, a distribuição deste fenómeno não é homogénea. Enquanto que em 23 meses do período compreendido entre Dezembro de 1995 e Março de 1998 (28 meses), se registou uma “sintonia” de movimento, com mais de 75% das alterações de estrutura a apresentarem sentido idêntico, no período compreendido entre Abril de 1998 e Setembro de 2001 (42 meses), esse número foi de apenas 13.

¹²¹ Durante o mês de Abril o *Nasdaq* atingiu o máximo histórico, tendo iniciado a partir dessa data uma trajectória descendente. Em Maio os receios de que essa trajectória iniciada um mês antes iria permanecer, aumentaram.

¹²² Após uma subida inesperada do indicador de confiança do consumidor (*Conference Board*), a maioria dos analistas considerou que este dado marcava o início da recuperação da actividade económica nos EUA.

¹²³ Para uma análise mais detalhada ver Anexo 5.

Outro aspecto que importa salientar prende-se com os valores assumidos pelo parâmetro alfa¹²⁴ do modelo CAPM, para os diferentes sub-períodos considerados (Tabela 37). Os resultados obtidos apontam para a existência de um número ligeiramente superior de períodos onde o alfa apresenta um valor negativo (54,4%), com os fundos AI a evidenciarem o pior comportamento (59,6%). Ainda assim, o número de períodos onde se registaram valores para o parâmetro alfa significativamente diferentes de zero é bastante reduzido (21,9%).

Tabela 37 - Valor para o parâmetro alfa e sua significância estatística

	Alfa positivo		Alfa positivo e estatisticamente significativo		Alfa negativo		Alfa negativo e estatisticamente significativo		Total dos alfas estimados
PPA	42	48,3%	17	19,5%	45	51,7%	9	10,3%	87
AP	45	50,0%	8	8,9%	45	50,0%	13	14,4%	90
AUE	54	44,6%	16	13,2%	67	55,4%	7	5,8%	121
AI	40	40,4%	4	4,0%	59	59,6%	13	13,1%	99
Total	181	45,6%	45	11,3%	216	54,4%	42	10,6%	397

De facto, a percentagem de alfas positivos e estatisticamente significativos não ultrapassou os 19,5% nos fundos PPA, enquanto que a percentagem máxima de alfas negativos e estatisticamente significativos foi de apenas 14,4% (fundos AP).

Refira-se que comparando os resultados obtidos para a totalidade do período (Tabela 33) com os observados através da estimação do CAPM para os diferentes sub-períodos (Tabela 37), verifica-se que estes se apresentam mais favoráveis que os primeiros, com exceção do caso dos fundos PPA onde a percentagem de alfas positivos caiu de 66,7% para os 48,3% (ainda que a percentagem de alfas positivos e estatisticamente significativos tenha aumentado de 16,7% para os 19,5%).

II.3.2 - Outras medidas de avaliação da performance

II.3.2.1 - Medida de Jensen

Uma forma alternativa de apresentar a medida de Jensen, é a seguinte:

$$J_{x,t} = R_{x,t} - \left[R_{f,t} + \beta_x (R_{m,t} - R_{f,t}) \right] = (R_{x,t} - R_{f,t}) - \beta_x (R_{m,t} - R_{f,t}),$$

¹²⁴ Recorde-se que alfa é uma medida de desequilíbrio da carteira e que traduz a capacidade da entidade gestora do fundo construir uma carteira, corrigida do risco sistémico, que supera a performance do mercado.

onde $J_{x,t}$ corresponde ao rácio de Jensen para o fundo x no período t , enquanto as outras variáveis têm o significado habitual. Refira-se que esta medida, ainda que equivalente ao α_x , é do ponto de vista operacional mais fácil de calcular uma vez que a única informação econométrica necessária se relaciona com o valor do parâmetro beta.¹²⁵

Esta medida, proposta por Jensen (1969), dá-nos a diferença entre o excesso de rendibilidade do fundo (face a um activo sem risco) e o excesso de retorno de uma carteira com constituição idêntica à do mercado (face a um activo sem risco) e, simultaneamente, com um beta idêntico ao do fundo.¹²⁶ Assim, essa diferença entre o prémio de risco real do fundo [$(R_{x,t} - R_{f,t})$] e o prémio de risco de uma carteira de referência [$\beta_x(R_{m,t} - R_{f,t})$], deve ser atribuído ao sucesso/insucesso do gestor aquando da selecção dos títulos constituintes do fundo.

Os resultados referentes à mediana do rácio de Jensen para os diferentes tipos de fundos de investimento encontram-se na Tabela 38.¹²⁷

Tabela 38 - Rácio de Jensen para os Fundos de Investimento - Mediana

RJ	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Desde o início
PPA	-8,6%	-1,6%	8,8%	1,1%	0,7%	-5,2%	3,3%	15,0%
AP	-7,6%	15,6%	2,7%	1,5%	-0,8%	1,3%	-6,4%	-22,4%
AUE	-7,6%	16,6%	12,0%	3,4%	-4,3%	0,6%	-5,1%	-6,6%
AI	-11,0%	3,9%	9,9%	-3,8%	6,0%	-6,8%	-10,4%	-12,8%

Pelos resultados obtidos constata-se que apenas no caso dos fundos PPA, o excesso de rendibilidade (mediana) obtido para o período 1995-2001 (face a um activo sem risco) e superior ao que se obteria caso fosse constituída uma carteira que replicasse o índice PSI30 e que tivesse um risco sistémico igual ao do fundo em análise.¹²⁸

¹²⁵ O β_x foi calculado com base na série de valores diários das unidades de participação dos fundos de investimento e no índice de mercado PSI30, com base no modelo $R_x = \phi + \beta R_m + \varepsilon$.

¹²⁶ Supondo um fundo com uma rendibilidade anual de 10% e um beta de 0,6. Se pretendemos construir uma carteira com a composição do índice mas com um beta igual ao do fundo (isto é, 0,6), então a rendibilidade dessa carteira será obtida multiplicando a rendibilidade do índice pelo beta do fundo. Se por exemplo o índice tiver uma rendibilidade anual de 8%, então a carteira com composição igual à do mercado e com um beta de 0,6 (igual risco sistémico) terá uma rendibilidade de 4,8% (0,6*8%).

¹²⁷ Saliente-se que não estão incluídas comissões de subscrição e de resgate.

¹²⁸ Estes resultados apresentam-se muito consistentes com os obtidos para o parâmetro alfa do CAPM (Tabela 29, Tabela 30, Tabela 31 e Tabela 32). Considerando, por exemplo, a mediana do valor alfa para os fundos PPA (capítulo II.3.1.1), que corresponde ao excesso de rendibilidade diária, verificamos que convertendo esse valor para uma base correspondente ao período 1995-2001, os resultados são muito próximos dos 15% (13,3%).

Saliente-se ainda que mais de metade dos fundos PPA apresentam um rácio de Jensen positivo para a totalidade do período, ainda que nos últimos dois anos este rácio se apresente negativo para a quase totalidade dos fundos. Com comportamento inverso temos os fundos AP, AUE e AI, com um rácio de Jensen negativo no período 1995-2001.

II.3.2.2 - Medida de Treynor

Uma outra medida de avaliação da performance que se baseia na denominada “*Security Market Line*” (SML)¹²⁹ foi proposta por Treynor (1965). À semelhança do indicador de Jensen, essa medida utiliza o risco de mercado (beta) como medida de risco, sendo a sua formulação apresentada da seguinte forma:

$$T_{x,t} = \frac{R_{x,t} - R_{f,t}}{\beta_{x,t}}$$

onde $T_{x,t}$ é o rácio de Treynor e as outras variáveis têm o significado habitual.

Este rácio representa o excesso de retorno, ou prémio de risco do fundo, obtido por unidade de risco sistémico. Considerando $T_{m,t}$ como o valor do rácio de Treynor para uma carteira que replica o índice de mercado, então, sempre que $T_{m,t} < T_{x,t}$ (ou $T_{m,t} > T_{x,t}$) a performance do fundo foi superior (ou inferior) à do mercado.

A aplicação da metodologia proposta por Treynor aos fundos de investimento conduziu aos resultados da Tabela 39.

Tabela 39 - Rácio de Treynor para os Fundos de Investimento - Mediana

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Desde o início
PPA	-56,0%	48,6%	67,2%	28,9%	9,0%	-14,8%	-38,8%	78,0%
AP	-34,5%	37,1%	72,6%	21,1%	6,6%	-14,0%	-40,4%	24,0%
AUE	-41,6%	46,6%	46,2%	20,0%	27,3%	-9,1%	-30,6%	-14,8%
AI	-30,8%	2,8%	-17,1%	-18,7%	55,4%	-26,3%	-39,3%	-56,7%
PSI30	-15,2%	27,7%	68,9%	19,3%	7,1%	-15,6%	-32,3%	53,0%
Eurostoxx600	3,6%	13,0%	34,0%	12,9%	32,9%	-9,7%	-26,0%	76,9%

À semelhança do verificado com o rácio de Jensen, os resultados obtidos com a aplicação do rácio de Treynor para os fundos PPA parecem ser claramente superiores aos obtidos para as restantes classes de

¹²⁹ A SML ou linha do mercado de títulos indica-nos a relação existente entre o risco e o retorno de uma carteira, sendo dada pela expressão já identificada anteriormente, ou seja: $E[R_{x,t}] = R_{f,t} + \beta_x (E[R_{m,t}] - R_{f,t})$.

fundos. De facto, o excesso de rendibilidade do fundos de investimento PPA (face a um activo sem risco) por unidade de risco sistémico é de 78%, significativamente acima dos 24% obtidos para os fundos AP ou dos 53% para o PSI30. Ainda assim, a melhor performance dos fundos de investimento PPA não se verifica de forma homogénea em todo o período considerado, registando-se, em média, um melhor comportamento dos fundos face ao *benchmark* nas situações de subida do mercado e comportamento inverso nas situações de queda (exceptuando os anos de 1997 e 2000).

II.3.2.3 - Medida de Sharpe

Contrariamente ao apresentado anteriormente, em que a medida de risco utilizada é o beta da carteira (risco sistémico), o rácio de Sharpe baseia-se no risco total da carteira e apresenta a seguinte formulação:

$$S_{x,t} = \frac{R_{x,t} - R_{f,t}}{\sigma_{x,t}}$$

onde $S_{x,t}$ representa o valor do rácio de Sharpe para o fundo de investimento x no período t , enquanto $\sigma_{x,t}$ é a medida de risco total e corresponde ao desvio padrão do fundo no período t .

Com esta medida pretende-se avaliar o excesso de rendibilidade do fundo (face a um activo sem risco) por unidade de risco total. Os resultados obtidos com a aplicação desta medida estão sintetizados na Tabela 40.

Tabela 40 - Rácio de Sharpe para os Fundos de Investimento - Mediana

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Desde o início
PPA	-1712,8%	399,5%	318,4%	104,7%	49,6%	-57,0%	-222,8%	140,3%
AP	-274,1%	465,0%	303,0%	76,1%	36,8%	-66,0%	-224,8%	47,2%
AUE	-105,2%	305,9%	181,3%	58,5%	143,5%	-47,2%	-139,4%	-37,1%
AI	-48,5%	84,4%	-4,4%	-87,5%	197,7%	-86,3%	-127,1%	-91,3%
PSI30	-204,6%	419,9%	387,1%	71,1%	42,8%	-75,5%	-215,3%	115,6%
Eurostoxx600	38,9%	143,0%	206,1%	55,3%	197,4%	-51,6%	-124,4%	170,2%

Os resultados encontram-se em linha com os obtidos através das outras medidas de performance, com os fundos PPA a apresentarem a melhor performance no período 1995-2001, enquanto os fundos AI apresentam comportamento inverso.

Curiosamente, nos anos em que os índices de mercado registaram performance positiva, os fundos PPA e AP apresentam, em média, melhor comportamento do que os fundos AUE e AI (excepto 1999), enquanto nas situações em que se regista uma queda dos índices de mercado, os fundos AUE e AI têm uma melhor performance do que os fundos PPA e AP (excepto 2000).

II.3.2.4 - Comparação entre medidas

Um aspecto particularmente relevante consiste na comparação entre as ordenações dos fundos obtidas por cada uma das medidas de avaliação de performance apresentadas anteriormente. Assim, e partindo dessas ordenações, calculou-se o coeficiente de correlação de *Spearman* tendo-se obtido os seguintes resultados para os fundos PPA (Tabela 41) .

Tabela 41 - Coeficiente de Correlação de Spearman - Fundos PPA

	Jensen - Treynor	rácio t^{130}	Jensen - Sharpe	rácio t	Treynor - Sharpe	rácio t
1995	14,3%	0,3	82,9%*	3,0	-2,9%	-0,1
1996	73,8%*	2,7	54,8%	1,6	23,8%	0,6
1997	95,2%*	8,7	61,2%*	2,2	68,5%*	2,7
1998	100,0%*		96,4%*	10,8	96,4%*	10,8
1999	88,8%*	6,1	49,7%*	1,8	78,3%*	4,0
2000	98,6%*	18,7	77,6%*	3,9	75,5%*	3,6
2001	88,8%*	6,1	47,6%*	1,7	49,0%*	1,8
Desde o início	76,2%*	3,7	66,4%*	2,8	95,8%*	10,6

Legenda: * Estatisticamente significativo para um intervalo de confiança de 95%.

Os resultados sugerem que a correlação existente entre as ordenações obtidas com as diferentes medidas de performance não apresenta uma estabilidade ao longo do tempo, verificando-se inclusive que, em alguns dos anos considerados, essa correlação não é estatisticamente diferente de zero. Ainda assim, pode-se concluir que no período 1995-2001, as correlações positivas mais elevadas entre ordenações ocorrem entre o índice de Treynor e de Sharpe (95,8%), apesar das correlações entre as ordenações do índice de Jensen e de Treynor apresentarem maior estabilidade em termos anuais.

No caso dos fundos de investimento AP (Tabela 42), os resultados apresentam-se mais robustos do que os obtidos para os fundos PPA, mantendo-se a correlação mais elevada entre o índice de Treynor e o de Sharpe, considerando todo o período.

¹³⁰ O rácio t foi calculado de acordo com a seguinte formulação: $t_r = (r - 0) / \sqrt{(1 - r^2) / (n - 2)}$, onde r corresponde ao coeficiente de correlação e n é o número de observações.

Tabela 42 - Coeficiente de Correlação de Spearman - Fundos AP

	Jensen - Treynor	rácio t	Jensen - Sharpe	rácio t	Treynor - Sharpe	rácio t
1995	75,0%*	3,0	76,7%*	3,2	81,7%*	3,7
1996	93,3%*	6,9	73,3%*	2,9	51,7%	1,6
1997	90,9%*	6,5	54,5%*	2,0	67,3%*	2,7
1998	99,3%*	26,6	97,9%*	15,2	95,8%*	10,6
1999	93,0%*	8,0	97,9%*	15,2	89,5%*	6,3
2000	98,6%*	18,7	97,2%*	13,1	95,8%*	10,6
2001	97,2%*	13,1	36,4%	1,2	26,6%	0,9
Desde o início	86,0%*	5,3	81,1%*	4,4	97,2%*	13,1

Legenda: * Estatisticamente significativo para um intervalo de confiança de 95%.

Resultado idêntico é obtido no caso dos fundos de ações AUE, salientando-se no entanto o facto das correlações entre o índice de Jensen e o de Treynor e entre o de Jensen e o de Sharpe não se apresentarem significativamente diferentes de zero quando consideramos a totalidade do período (Tabela 43).

Tabela 43 - Coeficiente de Correlação de Spearman - Fundos AUE

	Jensen - Treynor	rácio t	Jensen - Sharpe	Rácio t	Treynor - Sharpe	rácio t
1995	100,0%*		90,0%*	3,6	90,0%*	3,6
1996	80,0%*	2,3	90,0%*	3,6	90,0%*	3,6
1997	96,4%*	6,3	57,1%	1,2	53,6%	1,1
1998	74,5%*	1,9	89,1%*	3,4	70,9%	1,7
1999	94,4%*	4,9	98,3%*	9,2	96,8%*	6,7
2000	99,3%*	14,5	96,5%*	6,4	96,8%*	6,7
2001	98,1%*	8,7	79,6%*	2,3	82,1%*	2,5
Desde o início	28,9%	0,5	25,8%	0,5	97,7%*	8,0

Legenda: * Estatisticamente significativo para um intervalo de confiança de 95%.

Por último, a análise dos fundos AI (Tabela 44) parece indicar que a maior correlação entre ordenações é obtida entre o índice de Jensen e o de Treynor (1995-2001), ainda que em termos anuais se registem situações em que as ordenações obtidas com estes dois índices apresentem correlações negativas (1996 e 1997). Para este tipo de fundos, verifica-se uma apreciável sensibilidade das ordenações ao método usado.

Tabela 44 - Coeficiente de Correlação de Spearman - Fundos AI

	Jensen - Treynor	rácio t	Jensen - Sharpe	rácio t	Treynor - Sharpe	rácio t
1995	40,0%	0,6	0,0%	0,0	80,0%*	1,9
1996	-20,0%	-0,3	80,0%*	1,9	40,0%	0,6
1997	-20,0%	-0,3	80,0%*	1,9	40,0%	0,6
1998	54,5%	0,9	14,5%	0,2	70,9%	1,4
1999	84,0%*	2,2	79,3%*	1,8	78,4%*	1,8
2000	77,9%*	1,8	55,7%	0,9	75,0%	1,6
2001	92,6%*	3,5	48,2%	0,8	35,5%	0,5
Desde o início	68,6%	1,3	54,2%	0,9	67,7%	1,3

Legenda: * Estatisticamente significativo para um intervalo de confiança de 95%

Relativamente à comparação entre as ordenações obtidas com as medidas de performance apresentadas anteriormente (Jensen, Treynor e Sharpe) e a obtida com a rendibilidade dos fundos excluindo

comissões de subscrição e resgate (Tabela 45), verifica-se que, globalmente, existe uma relação positiva entre as mesmas, traduzida no facto do valor do coeficiente de correlação de Spearman ser estatisticamente nulo ou negativo em apenas 22% dos casos (a medida de Sharpe parece ser a que apresenta maior correlação com a rentabilidade simples, registando-se em 84% das situações analisadas uma relação positiva e estatisticamente significativa).

Tabela 45 - Coeficiente de Correlação de Spearman - Rendibilidade Sem Comissões *versus* Medidas de Avaliação de *Performance*

	PPA			AP			AUE			AI		
	Jensen	Treynor	Sharpe	Jensen	Treynor	Sharpe	Jensen	Treynor	Sharpe	Jensen	Treynor	Sharpe
1995	77%*	-9%	66%	93%*	58%*	75%*	100%*	96%*	82%*	0%	80%*	100%*
1996	76%*	38%	86%*	72%*	73%*	70%*	96%*	82%*	96%*	80%*	40%	100%*
1997	48%	55%	68%*	55%*	67%*	100%*	43%	36%	86%*	80%*	40%	100%*
1998	98%*	98%*	96%*	98%*	96%*	100%*	90%*	70%*	96%*	6%	44%	-5%
1999	93%*	94%*	68%*	92%*	99%*	87%*	78%*	84%*	80%*	80%*	79%*	91%*
2000	96%*	93%*	80%*	97%*	95%*	99%*	96%*	97%*	92%*	57%*	84%*	71%*
2001	57%*	24%	16%	68%*	52%*	38%	31%	22%	23%	85%*	71%*	63%*
Desde Início	63%*	92%*	89%*	76%*	94%*	96%*	24%	96%*	98%*	40%	56%*	67%*

Legenda: * Estatisticamente significativo e positivo para um intervalo de confiança de 95%.

Por outro lado, pela comparação com o excesso de rentabilidade excluindo comissões de subscrição e resgate (Tabela 46), verifica-se que em 44% das situações a correlação apresenta-se estatisticamente nula ou negativa, traduzindo uma menor aderência entre ordenações do que a obtida quando se utiliza a rentabilidade simples. Curiosamente, a medida de Sharpe parece ser agora a que se apresenta menos relacionada com o excesso de rentabilidade, registando-se em 50% das situações analisadas uma relação estatisticamente nula ou negativa.

Tabela 46 - Coeficiente de Correlação de Spearman - Excesso de Rendibilidade Sem Comissões *versus* Medidas de Avaliação de *Performance*

	Fundo PPA			Fundo AP			Fundo AUE			Fundo AI		
	Jensen	Treynor	Sharpe	Jensen	Treynor	Sharpe	Jensen	Treynor	Sharpe	Jensen	Treynor	Sharpe
1995	77%	26%	49%	78%	37%	48%	100%	100%	90%	-40%	-100%	-80%
1996	86%	38%	76%	60%	38%	93%	100%	80%	90%	0%	40%	40%
1997	-3%	-15%	5%	37%	15%	54%	43%	36%	86%	-40%	80%	0%
1998	98%	98%	96%	97%	95%	99%	78%	61%	64%	56%	-9%	-8%
1999	97%	86%	47%	97%	85%	94%	93%	92%	94%	75%	39%	59%
2000	96%	93%	80%	97%	95%	99%	96%	97%	91%	42%	2%	12%
2001	57%	24%	16%	68%	52%	38%	31%	22%	24%	46%	12%	53%
Desde Início	76%	34%	30%	84%	52%	46%	76%	-13%	-15%	44%	-19%	7%

Legenda: * Estatisticamente significativo e positivo para um intervalo de confiança de 95%.

II.3.2.5 - Conclusões

1. Os resultados obtidos com a aplicação do modelo CAPM revelam que, para a generalidade dos fundos de investimento, a capacidade dos gestores construírem uma carteira, corrigida de risco sistémico, que supere a performance do mercado é praticamente nula. Igual conclusão resulta da aplicação do modelo CAPM aos sub-períodos onde existe permanência de estrutura.
2. Fundos com características muito semelhantes, como é o caso dos fundos AP e PPA, apresentam resultados para os parâmetros alfa muito diferenciados, com os segundos a apresentarem uma percentagem de alfas negativos e estatisticamente significativos claramente superior à dos primeiros. Estes resultados podem reforçar a ideia de que existe um comportamento de gestão bastante diverso dentro de uma mesma entidade gestora.
3. As situações de autocorrelação detectadas na estimação do modelo CAPM, apontam para a possibilidade do nível de eficiência observado no mercado de capitais português ser inferior ao registado em outros mercados internacionais.
4. Os gestores parecem revelar uma forte apetência pelo risco traduzida no facto da maioria das alterações de estrutura estarem associadas a uma subida do beta do CAPM.
5. No que respeita aos períodos onde se registou uma maior incidência de situações de subida do beta do CAPM, destacam-se os seguintes: Outubro de 1996 a Abril de 1997; Novembro de 1997 a Abril de 1998; Novembro de 1998 a Abril de 1999; e Junho de 2000 a Dezembro de 2000. Quanto aos períodos onde se registou uma maior incidência de descida dos betas, destacam-se: Agosto de 1999 a Dezembro de 1999; Fevereiro de 2000 a Maio de 2000.
6. O ano de 2001 foi caracterizado por uma clara irregularidade no que respeita à alteração do beta do CAPM, o que em certa medida traduz a elevada incerteza registada no mercado accionista e a dificuldade acrescida em antecipar a evolução futura dos preços dos activos.
7. Os resultados anteriores apontam para uma trajectória de assunção de risco por parte dos gestores que pode ser dividida da seguinte forma:
 - 1ª fase (Janeiro de 1996 - Julho de 1999) - assistiu-se a uma clara orientação dos gestores no sentido de assumirem maior risco, acompanhando a evolução favorável dos mercados accionistas;

- 2ª fase (Agosto de 1999 – Maio de 2000) – em resultado de eventuais receios de que a trajectória de forte subida dos principais índices accionistas poderia não ser sustentável, alguns gestores de fundos assumiram uma postura mais defensiva;
 - 3ª fase (Junho de 2000 – Dezembro de 2000) – depois de se ter registado em Abril a inversão da trajectória ascendente dos principais índices accionistas, facto que gerou fortes perdas na maioria dos fundos de investimento, os gestores de fundos voltaram a assumir maior risco baseados, eventualmente, em duas ideias:
 - necessidade de recuperar rapidamente das perdas ocorridas durante o mês de Abril;
 - queda dos índices accionistas teria um carácter de muito curto prazo.
 - 4ª fase (Janeiro de 2001- Setembro de 2001) – Incerteza relativamente ao futuro próximo da economia mundial, conduziu a alterações, quer no sentido de descida quer no de subida, dos níveis de exposição ao risco.
8. Da comparação entre as ordenações obtidas com as medidas de Jensen, Treynor ou Sharpe e as obtidas com a rendibilidade simples excluindo comissões, conclui-se que estas não diferem significativamente. Ao invés, quando a comparação é feita com a ordenação obtida utilizando o excesso de rendibilidade sem comissões observam-se diferenças significativas nas ordenações.

II.4 - O FENÓMENO *HOT-HAND*

A literatura económica recente não tem sido unânime na avaliação do chamado fenómeno *Hot-Hand*¹³¹. Enquanto estudos de Grinblatt e Titman (1992), Goetzmann e Ibbotson (1994) e Hendrics, Patel e Zeckhauser (1993) apresentam resultados claramente favoráveis a esta hipótese, Malkiel (1995) sugere que esses estudos podem estar enviesados. Segundo ele, esse enviesamento resulta, em primeiro lugar, do facto da maioria dos estudos considerarem na amostra apenas os fundos de investimento “sobreviventes”, isto é, não consideram os fundos que entretanto desapareceram. Em segundo lugar, a persistência de resultados acima da média para alguns fundos poderia resultar do facto dos custos de gestão associados aos diferentes fundos de investimento poderem variar. Na realidade, quando consideramos dois fundos de investimento com carteiras iguais, aquele que tiver menores custos associados apresentará, inevitavelmente, uma melhor performance.

Por outro lado, os resultados de Malkiel (1995) relativamente aos EUA, considerando uma amostra onde foram incluídos todos os fundos de investimento, sobreviventes ou não, apresentaram-se contraditórios. De facto, considerando apenas a década de 70, parece existir um fenómeno de *Hot-Hand*, resultado que em grande medida vem reforçar a ideia defendida em alguns trabalhos relativamente à possível predictibilidade da rendibilidade dos fundos registada durante este período. Por oposição, se considerarmos apenas a década de 80, parece existir um fenómeno de *Cold-Hand*, ou seja, um fundo que apresenta rendibilidades abaixo da média num dado ano, continua a apresentar comportamento semelhante em anos subsequentes.

Como forma de averiguar da possibilidade de existência do fenómeno de *Hot-Hand* no mercado português de fundos de investimento, utilizar-se-á duas metodologias¹³²: Metodologia A e Metodologia B.

A metodologia A baseia-se na construção de uma matriz com quatro quadrantes, onde são apresentadas as possíveis combinações de rendibilidade simples¹³³ que um fundo de investimento pode obter em dois anos consecutivos, ou seja, positivo-positivo (PP), positivo-negativo (PN), negativo-positivo (NP), e negativo-negativo (NN). A título de exemplo, refira-se que a situação (PP) que corresponde a um fundo de investimento que obteve uma rendibilidade positiva no ano N e voltou a

¹³¹ Este é um fenómeno segundo o qual os fundos de investimento que obtêm rendibilidades superiores à média num dado ano, continuam a beneficiar dessa superioridade em anos subsequentes.

¹³² Ver Goetzmann e Ibbotson (1994) e Malkiel (1995).

¹³³ A utilização da rendibilidade simples pode conduzir a alguns enviesamentos na análise uma vez que a performance positiva (negativa) de um dado fundo pode simplesmente resultar do facto do mercado ter também registado uma performance favorável (desfavorável) nesse período. Deste modo, foi também utilizado como medida de rendibilidade o excesso de retorno dos fundos de investimento face a um *benchmark*.

obter uma rentabilidade positiva no ano N+1 – considera-se que existe persistência de performance positiva (*Hot-Hand*)¹³⁴. Ao invés, as situações (NN), correspondem a um fundo de investimento que obteve uma rentabilidade negativa quer no ano N, quer em N+1 (*Cold-Hand*).

A metodologia B baseia-se também na construção de uma matriz de quatro quadrantes, dividindo-se, no entanto, os fundos que obtêm uma rentabilidade acima da mediana (vencedores) daqueles que obtêm uma rentabilidade abaixo da mediana (perdedores)¹³⁵. Neste caso, as quatro situações possíveis que podem ocorrer para um dado fundo de investimento em dois anos consecutivos são: vencedor-vencedor (VV); vencedor-perdedor (VP); perdedor-vencedor (PV); e perdedor-perdedor (PP). Assim, quando um fundo de investimento obtém uma rentabilidade acima da mediana em dois anos consecutivos (VV), considera-se que existe persistência de performance positiva (*Hot-Hand*).

II.4.1 - Metodologia A

Utilizando a primeira metodologia mencionada (dividindo os fundos consoante tenham obtido rentabilidades positivas ou negativas), os principais resultados encontram-se expressos na tabela seguinte¹³⁶:

Tabela 47 - Teste à persistência da performance dos Fundos de Investimento – Rentabilidade Simples

		Rentabilidade sem comissões				Rentabilidade com comissões				
		Ano seguinte				Ano seguinte				
				% positivo repetido	Z-Test Positivos Repetidos			% positivo repetido	Z-Test Positivos Repetidos	Z-Test Negativos Repetidos
		Positiva	Negativa			Positiva	Negativa			
PPA	Positiva	37	12	75,5%*	3,6	30	12	71,4%*	2,8	
	Negativa	1	9		2,5	7	10			0,7
AP	Positiva	32	13	71,1%*	2,8	31	13	70,5%*	2,7	
	Negativa	8	11		0,7	8	12			0,9
AUE	Positiva	31	16	66,0%*	2,2	27	17	61,4%	1,5	
	Negativa	5	15		2,2	4	15			2,5
AI	Positiva	16	22	42,1%	-1,0	14	22	38,9%	-1,3	
	Negativa	9	25		2,7	11	25			2,3
Todos	Positiva	116	63	64,8%*	4,0	102	64	61,4%*	2,9	
	Negativa	23	60		4,1	30	62			3,3

Legenda: * Estatisticamente significativo considerando um intervalo de confiança de 95% ($z < -1,96$ ou $z > 1,96$).

¹³⁴ O teste z para persistência de performance foi calculado de acordo com a metodologia de Goetzmann e Ibbotson (1994) e Malkiel (1995). Assim, assumindo que “p” corresponde à probabilidade de um fundo vencedor continuar a sê-lo e assumindo a independência das rentabilidades dos diferentes fundos, não existirá persistência nos vencedores caso “p” seja igual a 0,5. Ao invés se a hipótese de $p=0,5$ for rejeitada, então pode-se concluir que existe um fenómeno de *Hot-Hand*. Como a variável aleatória Y (número de fundos vencedores) tem uma distribuição binomial $b(n,p)$, pode ser construído um teste binomial para avaliar se a probabilidade “p” é maior do que 0,5. Refira-se que quando $n > 20$ a variável aleatória $Z = (Y - np) / \sqrt{np(1-p)}$, terá uma distribuição aproximadamente normal com média zero e desvio padrão 1.

¹³⁵ Esta metodologia apresenta-se mais robusta do que a anterior uma vez que na Metodologia A assume-se que a rentabilidade média é de zero, o que na realidade pode não se verificar.

¹³⁶ Para uma análise mais detalhada ver Anexo 6.

Conforme se pode constatar, os resultados parecem revelar a existência do fenómeno *Hot-Hand* no período 1995-2001, quer quando se considera comissões de subscrição e resgate, quer quando não se considera. De facto, a percentagem de situações em que um fundo se apresenta como vencedor num ano, repetindo essa performance no ano subsequente, é de mais de 60% nos fundos PPA, AP e AUE, traduzindo a possibilidade de existir persistência de rendibilidades positivas para o período em causa.¹³⁷

Saliente-se, no entanto, que parece existir, simultaneamente, um fenómeno de *Cold-Hand* no caso dos fundos PPA¹³⁸, AUE e AI, facto que é aliás reforçado quando se agrega todos os fundos de investimento de acções. Na realidade em mais de 60% dos casos onde se regista uma rendibilidade positiva num dado ano, regista-se uma rendibilidade positiva no ano subsequente, enquanto em cerca de 70% dos anos onde se regista uma rendibilidade negativa de um dado fundo, no ano subsequente essa rendibilidade permanece negativa.

Estes resultados devem, no entanto, ser analisados com algum cuidado, uma vez que a performance positiva (negativa) de um dado fundo de investimento pode resultar simplesmente do facto do mercado ter registado uma performance também positiva (negativa) nesse período. Com o objectivo de ultrapassar esta situação, foi avaliada a persistência do excesso de retorno positivo dos fundos de investimento face ao *benchmark*. Os resultados para o período 1995-2001 encontram-se expressos na tabela que se segue¹³⁹.

Tabela 48 - Teste à persistência da performance dos Fundos de Investimento - Excesso de Rendibilidade

		Excesso de Rendibilidade sem comissões					Excesso de Rendibilidade com comissões				
		Ano seguinte					Ano seguinte				
				%	Z-Test	Z-Test			%	Z-Test	Z-Test
		Positiva	Negativa	positivo repetido	Positivos Repetidos	Negativos Repetidos	Positiva	Negativa	positivo repetido	Positivos Repetidos	Negativos Repetidos
PPA	Positiva	17	13	56,7%	0,7		9	10	47,4%	-0,2	
	Negativa	16	13			-0,6	11	29			2,8
AP	Positiva	9	16	36,0%	-1,4		6	12	33,3%	-1,4	
	Negativa	15	24			1,4	12	34			3,2
AUE	Positiva	11	16	40,7%	-1,0		9	16	36,0%	-1,4	
	Negativa	14	22			1,3	15	23			1,3
AI	Positiva	12	17	41,4%	-0,9		10	16	38,5%	-1,2	
	Negativa	21	18			-0,5	17	25			1,2
Todos	Positiva	49	62	44,1%	-1,2		34	54	38,6%*	-2,1	
	Negativa	66	77			0,9	55	111			4,3

Legenda: * Estatisticamente significativo considerando um intervalo de confiança de 95% ($z < -1,96$ ou $z > 1,96$).

¹³⁷ Considerando uma análise do fenómeno em termos anuais (ver Anexo 6), verifica-se que este poderá ter ocorrido em 1996, 1997 e 1998 no caso dos fundos PPA, AP e AUE, ainda que estes resultados possam não ser estatisticamente validos pelo facto da amostra ser bastante reduzida.

¹³⁸ Não considerando as comissões de subscrição e resgate.

¹³⁹ Recorde-se que existe persistência de excesso de retorno positivo quando um fundo regista em dois anos consecutivos uma rendibilidade acima do *benchmark*.

Os resultados obtidos são claramente diferentes dos obtidos anteriormente. A possibilidade de persistência de excesso de retornos positivos não se verifica, quer nas situações em que se incluíram comissões de resgate, quer nas situações em que estas não foram incluídas. Ao invés, parece existir um fenómeno de persistência de excesso de retorno negativo, em particular nos fundos PPA e AP, conforme se pode concluir dos resultados do teste Z (2,8 e 3,2 respectivamente).

A possibilidade de existência de um fenómeno de *Cold Hand* (considerando o excesso de retorno dos fundos face ao *benchmark*), é reforçada quando se consideram todos os fundos de investimento (com comissões incluídas). De facto, em 67% das situações em que se registou um excesso de retorno negativo face ao *benchmark*, observou-se situação semelhante no ano subseqüente ($z=4,3$).

II.4.2 - Metodologia B

O resultados obtidos com a metodologia B (considerando a persistência de rendibilidades acima da mediana)¹⁴⁰, não parecem indiciar a existência do fenómeno *Hot-Hand* no período 1995-2001, nem tampouco o fenómeno inverso de *Cold-Hand* (Tabela 49).

Tabela 49 - Teste à persistência da performance dos Fundos de Investimento - Rendibilidade Simples

		Rendibilidade sem comissões					Rendibilidade com comissões				
		Ano seguinte					Ano seguinte				
				%	Z-Test	Z-Test			%	Z-Test	Z-Test
		Vencedor	Perdedor	Vencedor repetido	Vencedor Repetidos	Perdedor Repetidos	Vencedor	Perdedor	Vencedor repetido	Vencedor Repetidos	Perdedor Repetidos
PPA	Vencedor	17	13	56,7%	0,7		16	14	53,3%	0,4	
	Perdedor	15	14			-0,2	16	13			-0,6
AP	Vencedor	20	14	58,8%	1,0		19	15	55,9%	0,7	
	Perdedor	15	16			0,2	16	15			-0,2
AUE	Vencedor	23	13	63,9%	1,7		22	12	64,7%	1,7	
	Perdedor	14	16			0,4	13	15			0,4
AI	Vencedor	19	19	50,0%	0,0		19	19	50,0%	0,0	
	Perdedor	18	16			-0,3	18	16			-0,3
Todos	Vencedor	79	59	57,2%	1,7		76	60	55,9%	1,4	
	Perdedor	62	62			0,0	63	59			-0,4

Legenda: * Estatisticamente significativo considerando um intervalo de confiança de 95% ($z < -1,96$ ou $z > 1,96$).

Os resultados obtidos através desta segunda abordagem considerando o excesso de rendibilidade dos fundos face ao *benchmark* (Tabela 50), não se apresentam totalmente consistentes com os anteriores. De facto, enquanto nenhum tipo de fundos revela persistência de performance de acordo com a

¹⁴⁰ Recorde-se que o vencedor é definido como um fundo de investimento que obteve uma rendibilidade (ou excesso de rendibilidade) acima da mediana, enquanto o perdedor é aquele que obteve uma rendibilidade (ou excesso de rendibilidade) abaixo da mediana num dado período de tempo. Neste caso haverá persistência na performance quando um dado fundo se apresenta como vencedor em dois períodos consecutivos.

metodologia B, já o mesmo não se passa para a metodologia A no caso dos fundos PPA e AP (considerando comissões).

Tabela 50 - Teste à persistência da performance dos Fundos de Investimento - Excesso de Rendibilidade

		Excesso de Rendibilidade sem comissões					Excesso de Rendibilidade com comissões				
		Ano seguinte					Ano seguinte				
				%	Z-Test	Z-Test			%	Z-Test	Z-Test
		Vencedor	Perdedor	Vencedor repetido	Vencedor Repetidos	Perdedor Repetidos	Vencedor	Perdedor	Vencedor repetido	Vencedor Repetidos	Perdedor Repetidos
PPA	Vencedor	17	13	56,7%	0,7		15	15	50,0%	0,0	
	Perdedor	13	16			0,6	15	14			-0,2
AP	Vencedor	22	12	64,7%	1,7		19	15	55,9%	0,7	
	Perdedor	12	19			1,3	15	16			0,2
AUE	Vencedor	19	14	57,6%	0,9		20	14	58,8%	1,0	
	Perdedor	12	17			0,9	12	16			0,8
AI	Vencedor	17	18	48,6%	-0,2		17	18	48,6%	-0,2	
	Perdedor	17	16			-0,2	18	15			-0,5
Todos	Vencedor	75	57	56,8%	1,6		71	62	53,4%	0,8	
	Perdedor	54	68			1,3	60	61			0,1

Legenda: * Estatisticamente significativo considerando um intervalo de confiança de 95% ($z < -1,96$ ou $z > 1,96$).

Considerando os dados agrupados por entidade gestora, verifica-se que os resultados apontam para a existência de apenas duas entidades onde se verificou o fenómeno de *Hot-Hand* e de uma entidade onde parece haver um fenómeno de *Cold-Hand*.¹⁴¹

¹⁴¹ Resultados estatisticamente significativos considerando um intervalo de confiança de 95%.

II.4.3 - Conclusões

1. Globalmente, constata-se a impossibilidade de confirmar empiricamente a existência de um fenómeno de *Hot-Hand* no caso dos fundos de investimento geridos por entidades nacionais, facto que contraria a hipótese de ineficiência de mercados. Ainda assim, os resultados obtidos para os fundos PPA e AP, ainda que não totalmente conclusivos, apontam para a possível existência de um fenómeno de *Hot-Hand*, o que pode revelar, e uma vez que tal não acontece com os fundos AUE e AI, que o mercado accionista português apresenta níveis de eficiência inferiores aos das principais praças mundiais.
2. Da análise dos resultados por entidade gestora, verifica-se que, das 15 entidades gestoras consideradas, apenas duas revelam capacidade para obter excessos de rendibilidade acima da mediana em anos consecutivos – *Hot-Hand*.
3. Com comportamento inverso – *Cold-Hand* – destaca-se apenas uma entidade gestora, resultado que se apresenta em linha com as estimações do parâmetro alfa. De facto, em todos os fundos geridos por esta entidade o alfa estimado para o modelo CAPM apresenta-se negativo e estatisticamente significativo.
4. A não existência de um fenómeno de *Hot-Hand* generalizado reforça mais uma vez a ideia de que performances passadas não são garantias de performances futuras.

II.5 - PERFORMANCE DO FUNDO E *TIME ABILITY*

De acordo com Brinson, Hood e Beebower (1986, 1991), a escolha de uma dada carteira envolve quatro etapas fundamentais, a saber:

- i) Decidir as classes de activos a incluir na carteira;
- ii) Decidir o peso, em termos de longo prazo, que cada classe de activos deverá ter na carteira;
- iii) Alterar estrategicamente o peso de cada classe de activos na carteira de forma a capturar o excesso de rendibilidade resultante de flutuações de curto prazo no preço das classes de activos (*market timing*);
- iv) Selecção individual de activos dentro de uma dada classe de activos (selecção de activos).

Segundo aqueles autores, as duas primeiras decisões correspondem à Política de Investimento, enquanto as duas últimas correspondem à Estratégia de Investimento.¹⁴²

Relativamente à avaliação da Estratégia de Investimento, nomeadamente no que se refere à componente selecção de activos, uma das medidas comunmente utilizada é o parâmetro alfa do modelo CAPM. Assim, um alfa positivo (negativo) traduz a “habilidade” (“inabilidade”) do gestor em seleccionar esses activos, assumindo-se que os níveis de risco da carteira permanecem estacionários ao longo do tempo.

Quanto à avaliação do denominado *market timing* (“habilidade” do gestor alterar, deliberadamente, os níveis de risco em antecipação a um movimento geral dos preços¹⁴³), Treynor e Mazuy (1966) desenvolveram uma metodologia que se baseia na adição de um termo quadrático ao modelo CAPM. De acordo com estes autores, se os gestores conseguirem antecipar os movimentos gerais do mercado, eles podem aumentar (diminuir) o risco da carteira quando esperam uma subida (descida) geral dos preços dos activos. A formulação proposta pelos autores é a seguinte:

$$R_{x,t} - R_{f,t} = \alpha_x + \phi_x (R_{m,t} - R_{f,t}) + \delta_x (R_{m,t} - R_{f,t})^2 + \varepsilon_t$$

¹⁴² Estes autores desenvolveram uma metodologia para medir a performance das diferentes actividades que compõem o processo de decisão de investimento. De acordo com os resultados obtidos, a Política de Investimento tem um papel claramente superior ao da Estratégia de Investimento, explicando cerca de 94% das rendibilidades (resultados semelhantes foram obtidos por Sharpe (1992)).

¹⁴³ O gestor, em antecipação à evolução do mercado, escolhe muitas vezes entre activos com alto ou baixo beta, ou entre activos com alto ou baixo risco, alterando desta forma o risco total da carteira. Recorde-se que os resultados obtidos para os fundos de investimento geridos por entidades nacionais, confirmam a hipótese do risco das respectivas carteiras não ser estacionário ao longo do tempo.

onde as variáveis têm o significado habitual, mas em que δ_x representa a “habilidade” do gestor antecipar os movimentos do mercado (*market timing*). Assim, um $\delta_x > 0$ significa que o gestor foi capaz de antecipar correctamente a evolução do mercado, enquanto um $\delta_x < 0$ tem o significado oposto.

II.5.1 - Resultados por fundo e categoria de fundo

Os resultados obtidos com a aplicação desta metodologia aos fundos PPA apresentam-se sintetizados na Tabela 51.

Tabela 51 - Parâmetros do CAPM (ajustamento quadrático) - Fundos PPA

	α_x	Rácio t	ϕ_x	rácio t	δ_x	rácio t
Banif***	-0,0002	-0,93	0,76*	63,15	-0,27	-0,70
Barclays**** a)	0,0001	0,57	0,86*	27,89	-0,74	-0,44
Af** a)	0,0004*	2,43	0,79*	20,90	-0,94	-1,17
Investil**	0,0000	0,08	0,84*	94,04	0,06	0,32
Bpi** a)	0,0001	0,47	0,74*	19,09	-0,08	-0,08
CaixaGest** a)	0,0001	0,92	0,84*	21,32	-0,70	-0,80
Central** a)	0,0005*	1,99	0,62*	13,06	-2,48*	-1,91
Bbva**** a)	-0,0001	-1,23	0,84*	83,91	-0,53	-1,56
Es** a)	-0,0002*	-1,99	0,86*	56,79	0,81	1,47
Finibanco****	0,0001	0,44	0,72*	36,73	0,35	0,60
Santander**** a)	0,0004*	3,89	0,82*	77,98	0,62	1,43
Bnc** a)	-0,0002	-1,02	0,88*	45,59	1,85*	2,38
Mediana	0,0001	0,45	0,83	40,46	-0,24	-0,26

Legenda: * Parâmetro estatisticamente significativo considerando um intervalo de confiança de 95%.

** Detectada autocorrelação dos resíduos e Heterocedasticidade. Correção de Newey-West.

*** Detectada autocorrelação dos resíduos. Correção de Newey-West.

**** Detectada Heterocedasticidade. Correção de White.

a) Erro de especificação do modelo de acordo com o teste de Ramsey, pelo que o CAPM “alargado” não é válido para este fundo.

Em relação aos fundos de investimento PPA, os resultados parecem indiciar alguma dificuldade dos gestores dos fundos em anteciparem a evolução futura do mercado, dado que a mediana do valor do parâmetro δ_x se apresenta negativa. Ainda assim, dos 7 fundos onde se regista um parâmetro δ_x negativo apenas um deles se apresenta estatisticamente significativo.

Os resultados obtidos para os fundos AP (Tabela 52) revelaram-se mais robustos quanto à hipótese dos gestores não revelarem “habilidade” para antecipar as movimentações futuras no mercado. De facto, dos 12 fundos estudados apenas 1 apresenta um parâmetro δ_x positivo e estatisticamente significativo, enquanto 3 deles apresentam um parâmetro δ_x negativo e estatisticamente significativo.

Tabela 52 - Parâmetros do CAPM (ajustamento quadrático) - Fundos AP

	α_x	rácio t	ϕ_x	rácio t	δ_x	rácio t
Barclay Premier Acções Portugal** a)	-0,0004*	-2,04	0,86*	34,57	3,18*	1,91
Banifundos**** ¹⁴⁴	-0,0003*	-1,89	0,76*	49,51	-1,20*	-2,61
AF**	0,0000	-0,39	0,80*	54,28	-0,23	-0,50
Bnu Acções****	-0,0001*	-1,83	0,84*	113,33	-0,12	-0,58
BPI Portugal** a)	0,0003*	1,77	0,58*	13,20	-2,33*	-2,52
CaixaGestAP**	0,0002	1,44	0,91*	64,47	-0,02	-0,05
CaixaGest Valorização****	-0,0002*	-2,08	0,87*	72,79	-0,47	-1,19
PostalAcções** a)	-0,0002	-1,52	0,70*	18,21	-1,75*	-2,08
ES Poupança Acções** a)	-0,0004*	-2,79	0,88*	57,35	0,73	1,27
FiniCapital**** a)	-0,0006*	-1,70	0,71*	17,80	2,91	1,25
Santander Acções Portugal** a)	0,0000	0,32	0,82*	47,70	1,41	1,44
Santander Capital Portugal** a)	-0,0002	-0,71	0,65*	17,00	1,24	0,70
Mediana	-0,0002	-1,68	0,81	48,60	-0,07	-0,28

Legenda: * Parâmetro estatisticamente significativo considerando um intervalo de confiança de 95%.

** Detectada autocorrelação dos resíduos e Heterocedasticidade. Correção de Newey-West.

*** Detectada autocorrelação dos resíduos. Correção de Newey-West.

**** Detectada Heterocedasticidade. Correção de White.

a) Erro de especificação do modelo de acordo com o teste de Ramsey, pelo que o CAPM “alargado” não é válido para este fundo.

Quanto aos fundos AUE (Tabela 53) verifica-se que nenhum revela, do ponto de vista estatístico, “habilidade” do gestor para antecipar os movimentos futuros dos preços, sendo que em 5 dos fundos considerados, o parâmetro δ_x é negativo e estatisticamente significativo.

¹⁴⁴ Refira-se que de entre todos os fundos AP, este é o único que apresenta uma comissão de gestão variável.

Tabela 53 - Parâmetros do CAPM (ajustamento quadrático) - Fundos AUE

	α_x	rácio t	ϕ_x	rácio t	δ_x	Rácio t
Banifundo Euro Acções****	-0,0012*	-2,03	1,20*	21,35	3,60	1,62
BNC Acções***	-0,0004	-0,90	0,61*	14,81	-0,41	-0,29
AF Eurocarteira** a)	0,0005*	2,29	0,59*	9,57	-4,07*	-2,22
AF Acções Euro**** a)	0,0003	0,98	1,09*	31,62	-1,69	-1,06
Af Euro Financeiras*** a)	0,0006	1,51	0,83*	22,32	-4,02*	-2,61
Af Euro Utilities	0,0002	0,56	0,46*	22,44	-1,42	-1,62
BNU Euro Indice**	-0,0001	-0,63	1,09*	42,48	0,97	1,37
BNU Gestão Activa Acções**	-0,0003	-1,05	0,89*	25,04	-1,00	-1,04
BPI Euro Crescimento** a)	0,0000	-0,09	0,80*	32,32	-1,79	-1,59
BPI Euro Valor** a)	0,0004	1,66	0,67*	12,22	-2,72	-1,66
CaixaGest Gestão Euroacções** a)	0,0000	-0,03	1,00*	40,18	-1,74	-1,55
CaixaGest Acções Europa** a)	0,0001	1,27	0,94*	60,01	-1,64*	-2,73
Es Acções Europa**** a)	0,0004*	1,97	0,57*	26,23	-1,59	-1,16
Raiz Europa**** a)	-0,0001	-0,66	0,91*	46,25	0,74	0,65
Big Euro Capital**	-0,0006*	-1,83	1,00*	21,23	2,02	1,39
Santander Acções Europa****	-0,0002	-0,71	1,08*	37,16	2,37	0,97
Santander Iberfundo**	0,0003*	1,78	0,71*	27,58	-2,39*	-2,60
Mg Acções ** a)	0,0002	0,99	0,66*	24,94	-2,13*	-2,13
Mg Acções Europa	-0,0003	-0,98	0,89*	42,54	1,16	1,58
Mediana	-0,000005	-0,03	0,89	26,23	-1,59	-1,06

Legenda: * Parâmetro estatisticamente significativo considerando um intervalo de confiança de 95%.

** Detectada autocorrelação dos resíduos e Heterocedasticidade. Correção de Newey-West.

*** Detectada autocorrelação dos resíduos. Correção de Newey-West.

**** Detectada Heterocedasticidade. Correção de White.

a) Erro de especificação do modelo de acordo com o teste de Ramsey, pelo que o CAPM “alargado” não é válido para este fundo.

Salienta-se ainda o facto de se registar em 3 entidades gestoras, alguma assimetria na “habilidade” para antecipar os movimentos futuros dos preços. De facto, em todas estas entidades verifica-se que os parâmetros δ_x estimados para cada um dos 2 fundos geridos por cada entidade apresentam sinais contrários, revelando assim um *time ability* distinto. Atente-se que para esta situação poderá ter contribuído a circunstância da data de início dos fundos não ser idêntica.

Por fim, as conclusões anteriormente obtidas parecem ficar reforçadas pela análise dos resultados para os fundos AI (Tabela 54). Assim, dos 25 fundos analisados, 84% apresentam um parâmetro δ_x negativo, sendo que apenas 33% são estatisticamente significativos.

Tabela 54 - Parâmetros do CAPM (ajustamento quadrático) - Fundos AI

	α_x	rácio t	ϕ_x	rácio t	δ_x	rácio t
BanifOportunidades**** a)	-0,0016	-0,90	0,42	8,89	-2,50*	-1,81
BanifundoAçõesBrasil** a)	-0,0021	-2,00	0,68	26,21	0,13	0,17
BbvaBolsaInternacional***	-0,0007	-1,63	0,88	20,50	1,20	0,51
AfAmérica***	-0,0006	-0,92	0,58	10,33	2,10	1,08
AfJapão**** a)	0,0012	1,16	0,63	9,14	-3,60	-1,22
AfPortfolioInternacional** a)	0,0005	2,00	0,46	8,23	-3,48*	-1,90
AfMercadosEmergentes** a)	0,0002	0,96	0,50	4,00	-0,76	-1,18
BpiAmerica**	0,0001	0,48	0,74	28,19	-1,92*	-2,29
BpiFinanceiras**	0,0001	0,26	0,75	12,47	-0,82	-0,33
BpiOportunidadesMundiais***	0,0002	0,19	0,33	8,14	-1,39*	-2,00
BpiReestruturações	-0,0001	-0,23	0,29	8,30	-1,71	-0,88
BpiTecnologias**	0,0002	0,16	0,80	15,82	-2,40*	-3,01
CaixaGestGestãoLusoações** a)	-0,0001	-0,82	0,91	59,70	-0,07	-0,12
EsAçõesAmerica**	-0,0001	-0,15	1,00	25,02	1,28	0,51
EsAçõesGlobal***	-0,0001	-0,21	0,76	24,40	-1,59	-0,89
EsAçõesRendimento***	0,0000	0,17	0,95	25,66	-2,51	-1,46
EsAllStars** a)	-0,0002	-0,61	0,42	9,35	-2,01	-1,38
EsMercadosEmergentes**** a)	0,0000	0,06	0,53	5,16	-0,83	-0,78
Big Crescimento Global	0,0005	0,58	0,58	20,68	-0,74	-1,43
BnuJapão	0,0008	1,33	0,79	20,26	-3,18*	-2,58
SantanderAçõesInternacionais**** a)	0,0007	1,73	0,70	19,98	-2,97	-1,68
SantanderBanca** a)	0,0005	1,43	0,55	14,39	-1,30*	-1,87
SantanderTelecom	0,0000	-0,07	0,39	17,56	-0,48	-1,10
FinifundoBlueChips****	-0,0002	-0,86	0,87	35,40	-1,04	-0,65
FinifundoSmallCaps	0,0003	0,75	0,19	13,10	-0,96*	-3,44
Mediana	0,00002	0,06	0,63	17,01	-1,04	-0,65

Legenda: * Parâmetro estatisticamente significativo considerando um intervalo de confiança de 95%.

** Detectada autocorrelação dos resíduos e Heterocedasticidade. Correção de Newey-West.

*** Detectada autocorrelação dos resíduos. Correção de Newey-West.

**** Detectada Heterocedasticidade. Correção de White.

a) Erro de especificação do modelo de acordo com o teste de Ramsey, pelo que o CAPM "alargado" não é válido para este fundo.

Analisando os resultados em termos globais (Tabela 55), verifica-se que existe um claro enviesamento negativo dos resultados, com a percentagem de parâmetros δ_x negativos a ultrapassar os 70%, sendo que destes cerca de 35,4% são estatisticamente significativos.

Tabela 55 - Valor do parâmetro δ_x e sua significância estatística

	δ_x positivo		δ_x positivo e estatisticamente significativo		δ_x negativo		δ_x negativo e estatisticamente significativo		Total dos δ_x estimados
PPA	5	41,6%	1	8,3%	7	58,3%	1	8,3%	12
AP	5	41,6%	1	8,3%	7	58,3%	3	25,0%	12
AUE	6	31,6%	0	0%	13	68,4%	5	26,3%	19
AI	4	16,0%	0	0%	21	84,0%	8	32,0%	25
Total	20	29,4%	2	2,9%	48	70,6%	17	25,0%	68

Importa ainda referir que parece existir uma relação entre os valores obtidos para o parâmetros δ_x nos diversos fundos e o ano de início de actividade desses mesmos fundos, conforme se pode observar na

Tabela 56. A título de exemplo, refira-se que 100% (12) e 75% (18 em 24) dos fundos que iniciaram a actividade, respectivamente em 1998 e 1995, apresentam um parâmetro negativo, o que poderá significar que a “habilidade” do gestor em antecipar movimentos futuros nos preços depende mais do momento em que o fundo iniciou a sua actividade do que de alguma particularidade intrínseca ao gestor.

Tabela 56 – Valor do parâmetro δ_x e ano de início da actividade do fundo

Sinal do Parâmetro δ_x		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
PPA	Negativo	3	2	1	1			
	Positivo	3		1		1		
AP	Negativo	6			1			
	Positivo	3		2				
AUE	Negativo	5		2	3	3		
	Positivo					4	2	
AI	Negativo	4			7	6	4	1
	Positivo					1	3	
Total	Negativo	18	2	3	12	9	4	1
	Positivo	6		3		6	5	

Apesar dos resultados anteriores estarem em linha com a maioria dos estudos empíricos feitos sobre esta matéria (segundo os quais não ficou demonstrada a capacidade dos gestores anteciparem os movimentos futuros do mercado), convirá salientar que a metodologia de análise proposta por Treynor e Mazuy (1966) apresenta algumas limitações importantes. Em primeiro lugar, a validade dos resultados depende da existência de estabilidade de estrutura, por forma a garantir que os parâmetros encontrados se apresentem válidos para todo o período. Contudo, tal hipótese não se verifica na maioria das equações estimadas, pelo que a existência de quebras de estrutura obrigaria à estimação, para cada fundo em análise, de um número de modelos igual a N+1 quebras de estrutura. Em segundo lugar, o parâmetro δ_x , apesar de permitir “identificar” a “habilidade” do gestor em antecipar os movimentos futuros dos preços, não permite avaliar se essa “habilidade” resultou de uma alteração estratégica do peso de cada classe de activos na carteira ou, alternativamente, da alteração estratégica do peso de cada activo em cada classe de activos. De facto, o risco total de uma carteira pode aumentar mesmo sem se alterar o peso de cada uma das classes de activos no total da carteira, bastando para tal que se aumente, dentro de uma dada classe de activos, a exposição a activos de maior risco.¹⁴⁵

Isto significa que o *market timing*, observado através do valor do parâmetro δ_x , incorpora duas componentes, a saber: uma componente (C1), que resulta da alteração do peso de cada classe no total

¹⁴⁵ Contrariamente ao defendido por alguns autores, considera-se que o parâmetro não identifica exclusivamente a capacidade do gestor em antecipar os movimentos do mercado, alterando estrategicamente o peso de cada classe de activos. De facto, este parâmetro mede a capacidade do gestor antecipar os movimentos do mercado, através da alteração estratégica do peso de cada classe e/ou do peso de cada activo em cada uma das classes.

da carteira, *ceteris paribus*; e uma componente (C2), que resulta da alteração do peso dos activos dentro de uma classe de activos, *ceteris paribus*.

Em face do anteriormente exposto, importa identificar uma metodologia que permita, não só avaliar a capacidade do gestor em antecipar movimentos futuros de preços, mas também se o sucesso do gestor a esse nível se deveu a alterações estratégicas do peso das classes de activos na carteira, *ceteris paribus*, ou, alternativamente, a alterações estratégicas do peso de cada activo dentro de uma classe de activos, *ceteris paribus*.

Neste sentido, procurou-se utilizar os dados relativos à composição de carteira agregando-os num indicador - indicador de similaridade de Finger-Kreinin¹⁴⁶ -, cujo desvio padrão servirá de *proxy* da actividade do gestor em termos de alteração de carteira. Entende-se que quanto maior for a volatilidade apresentada pelo indicador de similaridade, mais activa terá sido a gestão no período considerado e, por oposição, quanto menor for essa volatilidade menos activa terá sido essa gestão. Assim, os dados relativos ao desvio padrão do indicador de similaridade serão cruzados com a informação relativa à rentabilidade simples do fundo de acordo com o seguinte modelo:

$$R_{x,t} = \sigma_t + \lambda(DESPAD)_{x,t},$$

onde $R_{x,t}$ é a rentabilidade do fundo x no semestre t (com t = 1,2...6), λ mede a sensibilidade da rentabilidade a alterações no desvio padrão do indicador de similaridade, e $(DESPAD)_{x,t}$ corresponde ao desvio padrão do indicador de similaridade do fundo x no semestre t. O período em análise vai de Janeiro de 1999 a Junho de 2001 (6 semestres), tendo sido consideradas as rentabilidades simples semestrais dos fundos de investimento em acções e o desvio padrão semestral do índice de similaridade.¹⁴⁷

Os resultados obtidos para os diferentes tipos de fundos de acções encontram-se sintetizados na Tabela 57.

¹⁴⁶ Para uma explicação mais detalhada relativamente a este indicador ver Capítulo II.2.

¹⁴⁷ O cálculo do desvio padrão semestral do índice de similaridade teve por base o valor mensal do índice de similaridade.

Tabela 57 - Rendibilidade e desvio padrão do índice de similaridade (OLS)

Tipo de Fundo	σ_t	Rácio t	λ	Rácio t	R ²
PPA*	-0,03*	-5,27	0,58*	3,81	0,11
AP*	-0,03*	-4,68	0,40*	2,01	0,09
AUE	-0,02*	-3,67	0,29*	1,95	0,04
AI	-0,03*	-5,03	0,34*	2,88	0,06

Legenda: * Detectada autocorrelação dos resíduos. Correção de Newey-West¹⁴⁸.

Conforme se pode observar, e ainda que o poder explicativo do modelo seja muito reduzido, parece existir uma relação positiva e estatisticamente significativa entre desvio-padrão do índice de similaridade e a rendibilidade do fundo de investimento, o que significa que de acordo com este modelo, uma gestão activa de carteira conduz, eventualmente, a uma melhor performance do fundo do que aquela que seria obtida caso fosse adoptado um modelo passivo de gestão de carteira.

Recorde-se, no entanto, que o conceito de gestão activa de carteira que se assume deve ser restringido apenas às alterações de composição de carteira no que se refere aos grandes agregados (acções, obrigações, direitos, etc.), o que significa que não estão a ser considerados os movimentos de carteira que ocorrem dentro desses grandes agregados¹⁴⁹.

Desta forma, os resultados obtidos apontam para a hipótese de que os gestores, através da alteração estratégica do peso das classes de activos no total da carteira, revelam alguma capacidade em antecipar os movimentos futuros dos preços.

Assim, conjugando os resultados anteriores, que permitem avaliar a componente C1 (do *market timing*), com os obtidos através da metodologia de Treynor e Mazuy (1966), que mede de uma forma global o *market timing* (C1+C2), podem-se retirar algumas conclusões relativamente à componente C2 (do *market timing*). As conclusões que podemos obter através do cruzamento desta informação, estão expressas na tabela que se segue.

¹⁴⁸ Foi detectada a existência de autocorrelação dos resíduos nestes modelos, o que significa que ainda que não enviesado, o estimador OLS não é eficiente. Em face disto recorre-se ao estimador de Newey-West, dado pela seguinte expressão:

$$\sum_{NW}^{\hat{}} = (X'X)^{-1} \hat{\Omega} (X'X)^{-1}$$

¹⁴⁹ Na realidade, o efeito total da alteração da composição de carteira (quer em termos de classes de activos, quer em termos de activos dentro dessas classes) na rendibilidade dessa carteira, foi anteriormente medido através do modelo CAPM com ajustamento quadrático.

Tabela 58 - Combinações possíveis nas componentes do *market timing*

	δ_x (C1+C2)	λ (C1)	(C2)
Cenário 1	+	+	O efeito da componente C2 pode ser positivo, negativo ou nulo
Cenário 2	+	-	O efeito da componente C2 é positivo
Cenário 3	-	+	O efeito da componente C2 é negativo
Cenário 4	-	-	O efeito da componente C2 pode ser positivo, negativo ou nulo

A título de exemplo, considere-se o cenário 2, onde o parâmetro δ_x assume um valor positivo, traduzindo uma capacidade do gestor em antecipar os movimentos futuros dos preços (C1+C2), enquanto o sinal negativo do parâmetro λ , consubstancia a hipótese das alterações realizadas no peso de cada classe de activos, *ceteris paribus*, terem um contributo negativo para a rendibilidade do fundo. Assim, conjugando estes dois efeitos, conclui-se que a capacidade do gestor em antecipar os movimentos futuros dos preços resultou, não de alterações no peso de cada classe no total da carteira (*ceteris paribus*), mas de alterações estratégicas no peso dos activos dentro de uma dada classe de activos (*ceteris paribus*). No quadro que se segue apresenta-se a síntese dos principais resultados.

Tabela 59 - Principais resultados para a componente C1 e C2 do *market timing*

	δ_x (C1+C2) ¹⁵⁰	λ (C1)	(C2)
PPA	-	+	O efeito da componente C2 é negativo
AP	-	+	O efeito da componente C2 é negativo
AUE	-	+	O efeito da componente C2 é negativo
AI	-	+	O efeito da componente C2 é negativo

Os resultados obtidos (Tabela 59) apontam para a hipótese das alterações efectuadas pelos gestores no peso de cada activo dentro de uma dada classe de activos (*ceteris paribus*) terem um efeito negativo na rendibilidade do fundo, enquanto as alterações feitas no peso de cada classe (*ceteris paribus*) têm efeitos positivos nos preços. Isto pode significar que os gestores, apesar de revelarem alguma capacidade na escolha do peso que cada classe de activos deverá ter na carteira, não evidenciam capacidade estratégica para alterar o peso de cada activo dentro de uma classe de activos. Associando a este resultado o obtido através da análise do parâmetro alfa do modelo CAPM, verifica-se que a capacidade dos gestores seleccionarem activos e escolherem, em cada momento do ciclo económico, o peso que estes devem ter numa dada classe de activos, é muito reduzido.

¹⁵⁰ A escolha do sinal para o parâmetro δ_x teve por base o valor mediano do parâmetro em cada categoria de fundos. Saliente-se no entanto, que na maioria dos fundos o valor obtido para este parâmetro não se apresenta estatisticamente diferente de zero. Para além disso, a utilização do valor mediano não é do ponto de vista estatístico muito robusta, sendo deste ponto de vista mais aconselhável realizar uma análise *Panel Data* uma vez que os dados são, simultaneamente, *time series e cross-section*.

II.5.2 - Conclusões

1. Não ficou demonstrada a “habilidade” dos gestores anteciparem movimentos futuros dos preços dos activos no mercado, conforme resulta da análise dos valores assumidos pelos parâmetros do termo quadrático dos modelos CAPM estimados.
2. Parece existir uma clara associação entre a data de início de actividade dos fundos de investimento e os valores assumidos pelo parâmetro quadrático do CAPM, o que poderá significar que uma eventual “habilidade” ou “inabilidade” dos gestores anteciparem os movimentos futuros dos preços não resulte de nenhuma particularidade intrínseca ao gestor.
3. Sugere-se a possibilidade de existir uma relação positiva entre rendibilidade dos fundos e alterações de carteira em termos de classes de activos. Isto poderá traduzir a capacidade dos gestores dos fundos, alterando o peso de cada classe de activos no total da carteira (*ceteris paribus*), anteciparem os movimentos futuros nos preços do mercado. Por outro lado, a capacidade dos gestores anteciparem esses movimentos, alterando os pesos dos activos numa dada classe de activos (*ceteris paribus*), parece reduzida.

II.6 - OUTROS DETERMINANTES DA RENDIBILIDADE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Até agora tem-se procurado explicar a performance dos fundos com base em medidas que incorporam a rendibilidade do mercado e a rendibilidade de activos sem risco (i.e. modelo CAPM). Contudo, diversos estudos (realizados noutros mercados), têm demonstrado a existência de outros factores que contribuem de forma significativa para explicar a rendibilidade dos fundos de investimento¹⁵¹. Refira-se que os resultados obtidos com a aplicação do teste Reset ao modelo CAPM, também apontam no mesmo sentido para o caso português.

Assim, e de forma a identificar que variáveis, para além da rendibilidade do mercado, podem contribuir para explicar a performance dos fundos de investimento, proceder-se-á ao teste de um conjunto de formas funcionais que, por um lado, incorporam como variável dependente a rendibilidade mensal dos fundos de investimento e, por outro lado, incorporam como variáveis independentes as seguintes variáveis: valor global líquido do fundo (VFUN); número de unidades de participação (NUNIPAR); indicador de similaridade de Finger-Kreinin (ISMI); percentagem da carteira constituída por direitos (DIREITOS); percentagem da carteira constituída por acções (AC); e percentagem da carteira constituída por liquidez (LIQUIDEZ)¹⁵².

A primeira forma funcional testada (Modelo A)¹⁵³ incorpora o valor global do fundo (VFUN) como variável explicativa, pretendendo-se com isto avaliar em que medida a dimensão de um fundo pode ser determinante da rendibilidade do mesmo.

$$\text{Modelo A: } R_{x,t} - R_{f,t} = \alpha_x + \beta_x (R_{m,t} - R_{f,t}) + \phi_1 \ln(VFUN) + \varepsilon_t$$

em que α_x representa uma medida de desequilíbrio da carteira X; o coeficiente β_p corresponde ao valor do risco sistemático da carteira; $R_{p,t}$ é a rendibilidade da carteira no período t; $R_{f,t}$ é a rendibilidade do activo sem risco para o período t; $R_{m,t}$ é a rendibilidade da carteira de mercado, ϕ_1 é a

¹⁵¹ A este propósito refiram-se os modelos multi-índice propostos por King (1966), ou Chen, Roll e Ross (1986).

¹⁵² Os dados utilizados para a estimação econométrica dos modelos teóricos propostos correspondem ao período que se iniciou em 1 de Janeiro de 1999 e apresentam periodicidade mensal. Para além disso, foram utilizados apenas os dados dos fundos de investimento PPA e AP.

¹⁵³ Uma forma funcional equivalente foi testada por Alves, P. (2000).

sensibilidade da rentabilidade da carteira face a variações do logaritmo do valor global da mesma (VFUN); ε_t é a variável residual com valor esperado igual a zero.

Os resultados obtidos encontram-se em linha com os obtidos por Alves (2000), demonstrando-se que a dimensão não serve como factor explicativo da rentabilidade dos fundos analisados, uma vez que nenhum dos parâmetros ϕ_1 se apresenta estatisticamente diferente de zero (Anexo 7 – Tabela 1 e 2). Ainda assim, regista-se na maioria dos fundos PPA analisados uma sensibilidade negativa da rentabilidade face ao valor global, enquanto na maioria dos fundos AP essa relação é inversa.

Uma vez que o valor global do fundo depende da rentabilidade do mesmo, a introdução da variável (VFUN) como explicativa da rentabilidade do fundo poderá conduzir a problemas de endogeneidade¹⁵⁴. De forma a ultrapassar esta situação, considerámos vantajoso introduzir uma variável que, por um lado, reflecta a dimensão do fundo, e por outro, não dependa da rentabilidade do mesmo. Assim, escolhemos o número de unidades de participação do fundo (NUNIP), tendo sido testada a seguinte forma funcional.¹⁵⁵

$$\text{Modelo B: } R_{x,t} - R_{f,t} = \alpha_x + \beta_x (R_{m,t} - R_{f,t}) + \phi_2 \ln(NUNIP) + \varepsilon_t$$

Os resultados obtidos apresentam-se em linha com os obtidos com o modelo A, na medida em que nenhum dos parâmetros ϕ_2 se apresenta estatisticamente significativo (Anexo 7 – Tabela 3 e 4). Ainda assim, importa salientar que no caso dos fundos PPA a relação negativa que se registava em 58% dos fundos entre dimensão (medida pelo VFUN) e rentabilidade dos fundos, estende-se agora a 75% dos fundos.

Curiosamente, se associarmos as variáveis VFUN e NUNIP de acordo com o modelo C os resultados apresentam-se ligeiramente diferentes (Anexo 7 – Tabela 5 e 6).

$$\text{Modelo C: } R_{x,t} - R_{f,t} = \alpha_x + \beta_x (R_{m,t} - R_{f,t}) + \phi_1 \ln(VFUN) + \phi_2 \ln(NUNIP) + \varepsilon_t$$

¹⁵⁴ Esta hipótese de endogeneidade da variável independente pode ser testada através do teste de Hausman. No caso de tal acontecer o estimador OLS será enviesado e inconsistente.

¹⁵⁵ Onde ϕ_2 representa a sensibilidade da rentabilidade do fundo ao logaritmo do número de unidades de participação e as outras variáveis têm o significado habitual.

Ainda que os parâmetros ϕ_1 e ϕ_2 sejam, na generalidade dos casos, não estatisticamente diferentes de zero, destacam-se quatro aspectos. Em primeiro lugar, verifica-se que dos 24 fundos analisados, apenas 2 deles (PPA) apresentam um $\phi_1 > 0$ e estatisticamente significativo, enquanto 3 deles (2 PPA e 1 AP) apresentam um $\phi_2 < 0$ e estatisticamente significativo. Em segundo lugar, em dois dos fundos PPA o sinal dos parâmetros ϕ_1 e ϕ_2 é positivo, o que pode significar que nestes casos existe uma efectiva relação positiva entre dimensão e rendibilidade. Em terceiro lugar, saliente-se que em 83% dos fundos PPA e AP considerados, o sinal do parâmetro ϕ_2 é negativo. Por fim, verifica-se que em 71% dos fundos considerados (91% no caso dos fundos AP), o sinal do parâmetro ϕ_1 apresenta-se positivo, enquanto o parâmetro ϕ_2 tem sinal negativo.

Ainda que pouco robustos, os resultados anteriores parecem apontar para a existência de uma relação negativa entre rendibilidade e dimensão, em particular quando se utiliza o número de unidades de participação (NUNIP) como variável explicativa.

De forma a avaliar se a relação entre rendibilidade e dimensão assume “sinal” constante para qualquer nível de dimensão, introduz-se uma componente quadrática de dimensão aos modelos A, B e C:

$$\text{Modelo A2: } R_{x,t} - R_{f,t} = \alpha_x + \beta_x (R_{m,t} - R_{f,t}) + \phi_1 \ln(VFUN) + \phi_{12} [\ln(VFUN)]^2 + \varepsilon_t$$

$$\text{Modelo B2: } R_{x,t} - R_{f,t} = \alpha_x + \beta_x (R_{m,t} - R_{f,t}) + \phi_2 \ln(NUNIP) + \phi_{22} [\ln(NUNIP)]^2 + \varepsilon_t$$

$$\text{Modelo C2: } R_{x,t} - R_{f,t} = \alpha_x + \beta_x (R_{m,t} - R_{f,t}) + \phi_1 \ln(VFUN) + \phi_{12} [\ln(VFUN)]^2 + \phi_2 \ln(NUNIP) + \phi_{22} [\ln(NUNIP)]^2 + \varepsilon_t$$

Os resultados obtidos¹⁵⁶, ainda que não sejam estatisticamente significativos, apontam para a inexistência de uma relação de “sinal” constante entre rendibilidade e dimensão. De facto, na maioria dos fundos analisados os valores para o parâmetro do termo não quadrático e do termo quadrático, apresentam-se, respectivamente, com sinal positivo e negativo, o que poderá significar que, até um determinado valor para a dimensão, a rendibilidade cresce com o aumento da mesma, enquanto a partir desse nível de dimensão a relação se inverte.

¹⁵⁶ Saliente-se que dos 24 fundos, só foi possível obter estimativas para 15 deles uma vez que a estimação das regressões para os restantes modelos apresentava problemas de multicolinearidade. Para dados mais detalhados ver Anexo 7 – Tabelas 7 a 12.

Do anteriormente exposto poder-se-ia concluir que existe uma dimensão óptima para os fundos de investimento. Contudo, e tal já acontecia nos modelos A e B e C, as estimativas dos parâmetros associados às variáveis dimensão não se apresentam estatisticamente significativas, pelo que qualquer conclusão que aponte para uma relação entre rendibilidade e dimensão não é robusta (i.e., estatisticamente válida).¹⁵⁷

Com o quarto modelo proposto (modelo D) pretende-se avaliar o impacto que o afastamento da carteira efectiva de um fundo de investimento em relação a uma carteira de referência, medido pelo Indicador de Similaridade de Finger-Kreinin (ISIM)¹⁵⁸, tem na rendibilidade do mesmo.

$$\text{Modelo D: } R_{x,t} - R_{f,t} = \alpha_x + \beta_x (R_{m,t} - R_{f,t}) + \phi_3 ISMI + \varepsilon_t$$

Os resultados obtidos (Anexo 7 – Tabela 13 e 14), ainda que estatisticamente não significativos, parecem apontar, em particular no caso dos PPA, para a existência de uma relação positiva entre o (ISIM) e a rendibilidade, o que significa que quanto menor for o afastamento entre a carteira efectiva e a carteira de referência, maior será a rendibilidade obtida.¹⁵⁹

A introdução no modelo anterior da variável (VFUN), parece não conduzir a um aumento da capacidade explicativa do modelo. De facto, os resultados obtidos para o modelo E, mostram que o parâmetro ϕ_3 , ainda que assumindo em média valores negativos, não se apresenta estatisticamente diferente de zero (Anexo 7 – Tabela 15 e 16).

$$\text{Modelo E: } R_{x,t} - R_{f,t} = \alpha_x + \beta_x (R_{m,t} - R_{f,t}) + \phi_1 \ln(VFUN) + \phi_3 ISMI + \varepsilon_t$$

¹⁵⁷ De acordo com diversos estudos (ver Bernstein (2001)) o número de títulos incorporados numa carteira não deve ser excessivamente grande, uma vez que se tal acontecer a gestão da carteira torna-se extremamente complexa. Assim, se o valor do fundo for muito elevado e a dimensão do mercado (onde os títulos constitutivos da carteira são adquiridos) for pequena, o número de títulos a adquirir poderá ter de ser muito elevado, dificultando assim a gestão do fundo e contribuindo negativamente para a performance do mesmo.

¹⁵⁸ Recorde-se que anteriormente foi analisada a relação entre desvio padrão do índice de similaridade de FK (*proxy* do dinamismo da gestão) e rendibilidade dos fundos. A utilização directa do índice de similaridade não pode, no entanto, ser entendida como medida do nível de actividade dos gestores do fundo.

¹⁵⁹ Um aspecto que não foi possível avaliar prende-se com a relação entre data da carteira de referência e data de início de actividade do fundo. De facto, se a relação positiva entre rendibilidade e indicador de similaridade for mais evidente nos casos em que as carteiras de referência correspondem a um momento próximo da data de início da actividade do fundo, então pode-se concluir que a política de investimento (na componente escolha inicial dos títulos), tem mais importância do que a estratégia de investimento (na componente, alteração dos títulos que compõem a carteira).

De forma a averiguar qual o impacto da utilização de Direitos¹⁶⁰ na rendibilidade dos fundos, introduzimos no modelo CAPM a variável (DIREITOS)¹⁶¹, de acordo com a seguinte forma funcional:

$$\text{Modelo F: } R_{x,t} - R_{f,t} = \alpha_x + \beta_x (R_{m,t} - R_{f,t}) + \phi_4 \text{DIREITOS} + \varepsilon_t$$

Também aqui os resultados parecem pouco consistentes (Anexo 7 – Tabela 17 e 18). De facto, ainda que mais de 50% dos fundos analisados apresentem valores de $\phi_4 < 0$, revelando que a utilização dos direitos contribuiu negativamente para a performance dos fundos, o que é certo é que estes valores não podem ser considerados estatisticamente significativos, pelo que a introdução desta variável no modelo CAPM tradicional não melhora o poder explicativo do mesmo.

Para avaliar o impacto que a componente accionista da carteira (AC)¹⁶² e componente liquidez (Liquidez)¹⁶³ têm na rendibilidade do fundo, foram testados os seguintes modelos¹⁶⁴:

$$\text{Modelo G: } R_{x,t} - R_{f,t} = \alpha_x + \beta_x (R_{m,t} - R_{f,t}) + \phi_5 AC + \varepsilon_t$$

$$\text{Modelo H: } R_{x,t} - R_{f,t} = \alpha_x + \beta_x (R_{m,t} - R_{f,t}) + \phi_6 LIQUIDEZ + \varepsilon_t$$

Os resultados obtidos com a aplicação do modelo G apontam para uma relação positiva entre componente accionista e rendibilidade na maioria dos fundos considerados, ainda que estes resultados não possam ser considerados estatisticamente significativos¹⁶⁵ (Anexo 7 – Tabela 19 e 20). Por outro lado, os resultados para o parâmetro ϕ_6 (Modelo H), ainda que não significativos, apresentam-se em 60% dos casos negativos (Anexo 7 – Tabela 21 e 22).

¹⁶⁰ De forma a averiguar se a utilização de direitos tem sido feita com objectivos de cobertura de risco, ou, inversamente, com o objectivo de aumentar a exposição da carteira ao risco, teria de ser testada a relação (variância dos fundos *versus* Direitos).

¹⁶¹ Recorde-se que a variável (DIREITOS) corresponde ao peso que os direitos detidos pelo fundo de investimento têm no valor total da carteira desse fundo.

¹⁶² A variável (AC) corresponde ao peso que a componente acções tem no valor global do fundo.

¹⁶³ A variável (LIQUIDEZ) corresponde ao peso que a liquidez tem no valor total do fundo.

¹⁶⁴ Outras formas funcionais foram testadas, no entanto, os resultados obtidos não se apresentam dignos de referência.

¹⁶⁵ A única excepção ocorre com o fundo PPA da Central, onde foi encontrada uma relação positiva e estatisticamente significativa entre percentagem de acções na carteira e rendibilidade do fundo.

Por fim, apresentam-se os resultados obtidos considerando todas as variáveis anteriores, à exceção da variável AC (percentagem da carteira constituída por liquidez)¹⁶⁶, de acordo com a seguinte forma funcional:

$$\text{Modelo I: } R_{x,t} - R_{f,t} = \alpha_x + \beta_x(R_{m,t} - R_{f,t}) + \phi_1 \ln(VFUN) + \phi_2 \ln(NUNIP) + \phi_3 ISM + \phi_4 DIREITOS + \phi_6 LIQUIDEZ + \varepsilon_t$$

Ainda que os valores obtidos para os diferentes parâmetros não se apresentem na generalidade das estimações estatisticamente significativos (excepto no caso do beta), importa salientar alguns aspectos que se entendem como relevantes:

- a) A rendibilidade parece ser positivamente sensível a variações da dimensão do fundo, quando consideramos como *proxy* o valor do fundo (VFUN). De facto, 83,3% dos parâmetros associados assumem valores positivos (Phi1 - Tabela 60), sendo dois deles estatisticamente significativos¹⁶⁷;
- b) Quando se utiliza como *proxy* de dimensão o número de unidades de participação do fundo (NUNIP) a relação entre rendibilidade e dimensão apresenta-se inversa, com 79,2% dos parâmetros negativos (Phi2 - Tabela 60), quatro dos quais estatisticamente significativos¹⁶⁸;
- c) Parece existir uma relação positiva entre rendibilidade e afastamento da carteira do fundo face à carteira de referência (Janeiro de 1999), conforme resulta do facto de 75% dos parâmetros Phi3 estimados (Tabela 60) apresentarem valores negativos.¹⁶⁹ Estes resultados são substancialmente diferentes dos obtidos com o modelo D, onde se apontava para a existência de uma relação positiva entre rendibilidade e índice de similaridade;
- d) A utilização de direitos, ao invés de permitir a cobertura de risco, têm contribuído negativamente para a performance dos fundos (quase 60% dos parâmetros Phi4 são negativos ainda que não estatisticamente significativos);
- e) De igual forma o aumento da liquidez da carteira contribuiu negativamente para a performance dos fundos. Estes resultados apresentam-se consistentes com os obtidos com o modelo H.

¹⁶⁶ A utilização em simultâneo da variável AC e LIQUIDEZ conduziria a problemas de multicolinearidade, pelo que se utiliza apenas a variável LIQUIDEZ.

¹⁶⁷ Para um nível de significância de 0,1. Para uma análise mais detalhada ver Anexo 7 – Tabela 23 e 24.

¹⁶⁸ Para um nível de significância de 0,1.

¹⁶⁹ Apesar de apenas dois deles serem estatisticamente significativos.

Tabela 60 - Sinal dos Parâmetros Estimados para o Modelo I

		Alfa	Beta*	Phi1	Phi2	Phi3	Phi4	Phi6
PPA	Positivo	9	12	9	2	4	6	6
	Negativo	3	0	3	10	8	6	6
AP	Positivo	6	12	11	3	2	4	3
	Negativo	6	0	1	9	10	8	9
Total	Positivo	15	24	20	5	6	10	9
	Negativo	9	0	4	19	18	14	15
	Positivo	62,5%	100,0%	83,3%	20,8%	25,0%	41,7%	37,5%
	Negativo	37,5%	0,0%	16,7%	79,2%	75,0%	58,3%	62,5%

II.6.1 - Conclusões

1. A dimensão do fundo, medida quer pelo valor líquido do fundo quer pelo número de unidades de participação, não pode ser considerada uma variável explicativa da rendibilidade dos fundos para os níveis de significância usuais.
2. Não existe uma relação estatisticamente significativa, entre rendibilidade do fundo e semelhança da carteira do fundo face a uma carteira de referência, o que significa que um maior ou menor afastamento da carteira do fundo face à carteira original não tem impacto estatisticamente significativo na rendibilidade obtida.
3. Não fica demonstrada a existência de uma relação entre utilização de direitos e rendibilidade. Saliente-se contudo, que, a existir essa relação, ela deveria ser do ponto de vista teórico positiva, uma vez que estamos na presença de um mercado financeiro relativamente completo, ou seja, onde existem activos que proporcionam *Cash-Flows* positivos para quase todos os estados de natureza.
4. Não fica provada qualquer relação estatisticamente significativa entre rendibilidade e peso da componente acções ou liquidez no total da carteira.

CONCLUSÃO

Apesar de relativamente recente, a indústria dos fundos de investimento registou um desenvolvimento muito acelerado, tanto em valores sob gestão, como em número de fundos constituídos. Este crescimento foi mais acentuado até 1998. O ano de 2000 está ligado a uma quebra significativa da indústria, em grande medida resultado do mau comportamento do segmento accionista do mercado de capitais. Apesar da evolução favorável registada na indústria de fundos, os particulares e as empresas não financeiras continuam a preferir, em termos absolutos, os depósitos bancários em detrimento dos fundos de investimento (ainda que, em termos relativos, a evolução dos últimos anos tenha sido favorável aos fundos de investimento).

A indústria dos fundos de investimento imobiliário nacional apresenta, tal como em outros países da UE, uma expressão reduzida quando comparada com a dos fundos mobiliários. Apesar do aumento significativo dos montantes sob gestão, a dimensão média dos FII nacionais é bastante inferior à média europeia. Contudo, em termos de importância no produto interno a indústria dos FII nacional apresenta-se claramente acima dessa média. Apesar dos níveis de concentração serem moderados, as comissões médias cobradas pelas Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento Imobiliário aos fundos aumentaram significativamente no período 1996-2001 (14 pontos base). O aumento das comissões cobradas resulta do efeito conjugado do aumento dos activos sob gestão e do aumento da taxa média de gestão cobrada.

No que se refere aos fundos de investimento mobiliário, Portugal é, de entre os países da UE, um dos que apresenta menores valores de activos sob gestão. O mesmo se passa no que respeita ao valor *per capita* dos FIM e do peso dos respectivos valores sob gestão no PIB. No entanto, até finais de 1998 a indústria dos fundos de investimento mobiliário registou em Portugal um assinalável crescimento. O ano de 1999 foi um ano de viragem, assistindo-se nos dois anos seguintes a uma redução dos montantes globais sob gestão. Em simultâneo, verificou-se um crescimento das aplicações nos mercados estrangeiros em detrimento das aplicações no mercado nacional. Nos últimos anos registou-se ainda uma forte alteração na composição dos FIM, consubstanciada numa redução das aplicações em activos de curto prazo (excepto papel comercial) e das aplicações em dívida pública. Ao invés, assistiu-se a um claro crescimento das aplicações em dívida privada e em acções, ainda que estas últimas tenham perdido alguma importância relativa nos 3 últimos anos em resultado do comportamento negativo do mercado accionista.

Contrariamente ao verificado nos fundos imobiliários, em 2000 e 2001 os níveis de concentração aumentaram significativamente na indústria dos fundos de investimento mobiliário e podem mesmo ser considerados elevados. Paralelamente, tem-se verificado que o crescimento recente das comissões cobradas tem sido superior ao dos activos sob administração.

Parece ser assim de concluir que os fundos de investimento mobiliário não têm sido tão dinamizadores do mercado de capitais português como se antevia. Por um lado, as aplicações dos fundos têm vindo a ser progressivamente redireccionadas para mercados externos, em prejuízo do mercado de capitais português. Por outro lado, não têm conseguido captar as poupanças dos investidores particulares e tal poderá resultar de um nível de comissionamento inadequado por parte das entidades gestoras de fundos, depositárias e sociedades corretoras.

No caso específico dos fundos de acções, outros factores poderão estar na origem do relativo desinteresse dos investidores particulares. De entre eles destaca-se o facto da maioria dos fundos de acções terem registado, especialmente nos últimos dois anos, uma *performance* negativa mesmo quando comparada com os principais *benchmarks*.

A dificuldade dos gestores de fundos de acções em superarem o mercado de forma sistemática é aliás confirmada pelos resultados obtidos com a aplicação do modelo CAPM os quais revelam que, para a generalidade dos fundos de investimento, a capacidade dos gestores construírem uma carteira, corrigida de risco sistémico, que supere a performance do mercado é praticamente nula. De igual forma, não fica demonstrada a capacidade dos gestores anteciparem movimentos futuros dos preços dos activos no mercado, conforme resulta da análise dos valores assumidos pelos parâmetros do termo quadrático dos modelos CAPM estimados.

Se a estes resultados, associarmos o facto de não ter sido possível confirmar empiricamente a existência do chamado fenómeno de *Hot-Hand*, pode-se concluir pela hipótese de que os mercados accionistas são eficientes, pelo menos nas suas versões menos extremas – *semi-strong* e *weak-efficient*.

BIBLIOGRAFIA

Alves, Paulo (2000), "O papel da Dimensão no Desempenho de Carteiras de Valores Mobiliários – Uma Aplicação aos Fundos de Acções Nacionais", *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº , ,

Bernstein, W. (2000), "The Intelligent Asset Allocator", McGraw Hill.

Chen, N. , Roll, R., Ross, S., (Julho 1986) "Economic Forces and Stock Market", *Journal of Business*, 59 , pp. 386-403.

Elton, E. , Gruber, M. (1995), *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, 5ª Edição, John Wiley & Sons, Inc.

King, Benjamine (Janeiro 1966) "Market and Industry Factors in Stock Price Behavior", *Journal of Business*, 39, pp. 139-140.

Shiller, R. (2000), "Irrational Exuberance", Broadway Books.

Veiga, Alexandre (1999), "Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário", Almedina.

Relatório estatístico do Banco de Portugal – informação sobre fundos de investimento.

Consulta de diversos *sites* e legislação sobre fundos de investimento.

III. ANEXOS

ANEXO 1

Tabela 1 - Evolução dos activos sob gestão pelos FII e número de fundos, na União Europeia

Unidade: 10⁶ €

Países ^{a)}	1996		1997		1998		1999		2000		Jun-01	
	Activos	Nº fundos	Activos	Nº fundos	Activos	Nº fundos	Activos	Nº fundos	Activos	Nº fundos	Activos	Nº fundos
Alemanha	37.554	14	40.083	15	43.104	16	50.402	17	47.919	19	49.972	19
Bélgica	610	3	809	3	1.861	12	2.751	20	2.773	20	2.782	20
Espanha	86	n.d.	114	n.d.	396	5	871	5	1.216	5	1.327	4
Holanda	n.d.	20	n.d.	20	n.d.	20	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	16.581	33
Luxemburgo	n.d.	n.d.	2.262	n.d.	2.267	8	2.605	10	3.235	11	3.188	11
Portugal	2.301	48	2.416	48	2.610	40	3.087	39	3.370	40	3.597	42
Reino Unido	n.d.	n.d.	341	3	325	3	580	3	796	2	915	2
Total	40.551	85	46.025	89	50.560	104	60.296	94	59.309	97	78.362	131

Fonte: FEFSI, CMVM

Nota: Não existem dados disponíveis para os restantes os países europeus.

Tabela 2 - Alguns indicadores da actividade dos FII na União Europeia (1996-2000)

Países	FII/PIB				
	1996	1997	1998	1999	2000
Alemanha	2.00%	2.15%	2.24%	2.54%	2.36%
Bélgica	0.29%	0.38%	0.83%	1.18%	1.13%
Espanha	0.02%	0.02%	0.08%	0.15%	0.20%
Luxemburgo	n.d.	14.69%	13.82%	14.39%	15.78%
Portugal	2.60%	2.57%	2.62%	2.88%	2.97%
Reino Unido	n.d.	0.03%	0.03%	0.04%	0.05%
Total	1.52%	1.20%	1.25%	1.42%	1.30%
Países	FII per capita (€)				
	1996	1997	1998	1999	2000
Alemanha	459	489	525	614	584
Bélgica	60	79	182	269	270
Espanha	2	3	10	22	31
Luxemburgo	n.d.	5 373	5 315	6 023	7 369
Portugal	232	243	262	309	337
Reino Unido	n.d.	6	5	10	13
Total	287	230	251	299	294

Fonte: CMVM, FEFSI, Comissão Europeia.

Tabela 3 – Evolução dos activos sob gestão pela indústria dos FIM na União Europeia, EUA e Japão

Unidade: 10⁶ €

Membros	Dez-99	Quota	Jun-00	Quota	Dez-00	Quota	Jun-01	Quota	Dez-01	Quota
<i>Alemanha</i>	760 212	19.29%	802 304	19.01%	808 911	18.34%	801 292	17.87%	796 051	17.79%
<i>Austria</i>	75 218	1.91%	83 310	1.97%	78 878	1.79%	81 750	1.82%	81 656	1.82%
<i>Bélgica</i>	70 528	1.79%	76 720	1.82%	80 011	1.81%	83 388	1.86%	82 280	1.84%
<i>Dinamarca</i>	27 400	0.70%	32 770	0.78%	34 483	0.78%	37 059	0.83%	37 974	0.85%
<i>Espanha</i>	207 072	5.25%	198 970	4.71%	184 193	4.18%	179 914	4.01%	180 847	4.04%
<i>Finlândia</i>	10 505	0.27%	14 357	0.34%	13 474	0.31%	14 286	0.32%	14 507	0.32%
<i>França</i>	708 290	17.97%	795 790	18.86%	847 500	19.22%	874 200	19.49%	875 400	19.56%
<i>Grécia</i>	40 495	1.03%	37 614	0.89%	33 721	0.76%	27 914	0.62%	29 074	0.65%
<i>Holanda</i>	101 800	2.58%	101 800 ⁽¹⁾	2.41%	115 846	2.63%	116 439	2.60%	111 600 ⁽³⁾	2.49%
<i>Irlanda</i>	94 492	2.40%	94 492 ⁽¹⁾	2.24%	208 220	4.72%	249 213	5.56%	279 719 ⁽²⁾	6.25%
<i>Itália</i>	475 298	12.06%	474 312	11.24%	453 222	10.28%	429 513	9.58%	411 028	9.18%
<i>Luxemburgo</i>	734 518	18.64%	850 765	20.16%	874 586	19.83%	918 426	20.48%	928 447	20.74%
<i>Portugal</i>	24 087	0.61%	22 481	0.53%	21 558	0.49%	20 719	0.46%	21 266	0.48%
<i>Reino Unido</i>	528 181	13.40%	546 370	12.95%	571 407	12.96%	571 776	12.75%	551 791	12.33%
<i>Suécia</i>	82 675	2.10%	88 438	2.10%	83 531	1.89%	78 390	1.75%	74 118	1.66%
Total	3 940 771	100.00%	4 220 493	100,00%	4 409 541	100,00%	4 484 279	100,00%	4 475 758	100,00%
<i>EUA</i>	6 814 991	-	7 449 592	-	7 485 491	-	8 186 337	-	n.d.	-
<i>Japão</i>	500 451	-	596 757	-	464 262	-	565 939	-	n.d.	-

Fonte: CMVM, FEFSI, ICI

Legenda: (1) Valor igual ao de Dezembro de 1999; (2) Valor referente a Novembro de 2001; (3) Valor do final de Junho de 2001.

Tabela 4 – Evolução dos activos sob gestão pelos FIM harmonizados

Unidade: 10⁶ €

Membros	Dez-96	Quota	Dez-97	Quota	Dez-98	Quota	Dez-99	Quota	Jun-00	Quota	Dez-00	Quota	Jun-01	Quota	Dez-01	Quota
<i>Alemanha</i>	110 097	8.08%	133 661	7.64%	166 834	7.53%	235 709	7.55%	260 542	7.96%	252 578	7.39%	246 101	7.03%	239 666	6.84%
<i>Austria</i>	31 779	2.33%	40 822	2.33%	54 333	2.45%	75 218	2.41%	83 310	2.55%	60 006	1.76%	62 356	1.78%	61 930	1.77%
<i>Bélgica</i>	22 042	1.62%	30 602	1.75%	48 236	2.18%	65 019	2.08%	71 514	2.19%	74 611	2.18%	78 026 ⁽¹⁾	2.23%	77 017	2.20%
<i>Dinamarca</i>	7 500	0.55%	11 865	0.68%	16 604	0.75%	27 351	0.88%	32 721	1.00%	34 434	1.01%	37 059	1.06%	37 974	1.08%
<i>Espanha</i>	114 325	8.40%	161 628	9.23%	203 780	9.20%	206 201	6.61%	197 951	6.05%	182 977	5.35%	178 587	5.11%	179 359	5.12%
<i>Finlândia</i>	2 020	0.15%	3 222	0.18%	4 106	0.19%	10 248	0.33%	14 100	0.43%	13 474	0.39%	14 286	0.41%	14 507	0.41%
<i>França</i>	426 117	31.29%	454 475	25.96%	503 105	22.70%	651 700	20.88%	739 200	22.59%	766 100	22.41%	805 100	23.01%	800 200	22.84%
<i>Grécia</i>	12 612	0.93%	23 539	1.34%	26 982	1.22%	36 129	1.16%	34 086	1.04%	30 888	0.90%	25 722	0.74%	26 795	0.76%
<i>Holanda</i>	53 959	3.96%	64 801	3.70%	75 100	3.39%	101 800	3.26%	101 800 ⁽²⁾	3.11%	99 265	2.90%	99 858	2.85%	94 600 ⁽³⁾	2.70%
<i>Irlanda</i>	5 970	0.44%	20 241	1.16%	n.d.	-	94 492	3.03%	n.d.	-	145 310	4.25%	181 822	5.20%	212 651 ⁽⁴⁾	6.07%
<i>Itália</i>	103 859	7.63%	182 609	10.43%	371 913	16.78%	472 449	15.14%	474 312	14.49%	449 929	13.16%	425 139	12.15%	403 678	11.52%
<i>Luxemburgo</i>	271 774	19.96%	351 912	20.10%	434 914	19.63%	656 618	21.04%	768 702	23.49%	792 781	23.19%	835 156	23.87%	851 060	24.29%
Portugal	11 937	0.88%	15 984	0.91%	19 247	0.87%	19 571	0.63%	18 431	0.56%	17 603	0.51%	17 415	0.50%	18 641	0.53%
<i>Reino Unido</i>	159 551	11.72%	213 324	12.19%	243 607	10.99%	385 971	12.37%	387 859	11.85%	415 465	12.15%	413 736	11.83%	411 988	11.76%
<i>Suécia</i>	28 263	2.08%	41 700	2.38%	47 136	2.13%	82 675	2.65%	88 090	2.69%	83 166	2.43%	77 884	2.23%	73 551	2.10%
Total UE	1 361 805	100%	1 750 385	100%	2 215 897	100%	3 121 151	100%	3 272 618	100%	3 418 587	100%	3 498 247	100%	3 503 617	100%

Fonte: FEFSI, CMVM

Legenda: (1) Inclui 7.046 milhões de euro em fundos de pensões; (2) Valor igual ao de Dezembro de 1999; (3) Valor referente ao final de Junho de 2001; (4) Valor referente ao final de Novembro de 2001.

Tabela 5 - Alguns indicadores da actividade dos FIM na União Europeia (1999-2001)

Países UE	FIM total/PIB		
	1999	2000	2001 p
Alemanha	38.3%	39.8%	38.0%
Áustria	38.2%	38.3%	38.2%
Bélgica	30.2%	32.5%	31.7%
Dinamarca	16.6%	19.6%	20.7%
Espanha	36.8%	30.4%	28.0%
Finlândia	8.7%	10.2%	10.4%
França	52.7%	60.8%	60.2%
Grécia	34.6%	27.8%	22.5%
Holanda	27.2%	28.8%	25.7%
Irlanda	107.7%	202.0%	238.7%
Itália	42.9%	38.9%	33.5%
Luxemburgo	4058.1%	4266.3%	4126.4%
Portugal	22.5%	19.0%	17.5%
Reino Unido	39.0%	37.3%	35.8%
Suécia	36.5%	33.9%	30.3%
Total UE	49.3%	51.9%	50.7%
EUA	78.6%	69.7%	74.7%
Japão	11.8%	9.0%	11.9%
TOTAL	53.9%	50.7%	53.9%

Fonte: CMVM, FEFSI, Comissão Europeia.

Nota: Os valores referentes ao PIB no ano de 2001 são previsões.

Países UE	FIM total per capita (€)		
	1999	2000	2001 p
Alemanha	9 264	9 853	9 698
Áustria	9 295	9 726	10 062
Bélgica	6 897	7 799	7 996
Dinamarca	5 151	6 462	7 091
Espanha	5 253	4 667	4 577
Finlândia	2 033	2 603	2 798
França	11 677	13 912	14 309
Grécia	3 845	3 199	2 753
Holanda	6 439	7 280	6 969
Irlanda	25 232	54 983	73 110
Itália	8 245	7 857	7 120
Luxemburgo	1 698 308	1 992 223	2 083 588
Portugal	2 411	2 155	2 123
Reino Unido	8 877	9 565	9 200
Suécia	9 333	9 416	8 342
Total UE	10 441	11 655	11 804
EUA	24 974	27 159	29 442
Japão	3 950	3 659	4 454
TOTAL	14 487	15 828	16 866

Fonte: CMVM, FEFSI, Comissão Europeia.

Nota: Os valores referentes à população no ano de 2001 são previsões.

Tabela 6 - Alguns indicadores da actividade dos FIM harmonizados na União Europeia (1996-2001)

Países UE	FIM harmonizados/PIB					
	1996	1997	1998	1999	2000	2001 p
Alemanha	5.9%	7.2%	8.7%	11.9%	12.4%	11.4%
Áustria	17.4%	22.5%	28.8%	38.2%	29.1%	29.0%
Bélgica	10.4%	14.2%	21.6%	27.8%	30.3%	29.7%
Dinamarca	5.2%	8.0%	10.7%	16.5%	19.6%	20.7%
Espanha	23.8%	32.7%	38.9%	36.6%	30.2%	27.7%
Finlândia	2.0%	3.0%	3.6%	8.4%	10.2%	10.4%
França	34.8%	36.6%	38.9%	48.5%	54.9%	55.0%
Grécia	12.9%	22.0%	24.9%	30.9%	25.4%	20.8%
Holanda	16.6%	19.5%	21.4%	27.2%	24.7%	21.8%
Irlanda	10.4%	28.7%	n.d.	107.7%	140.9%	181.4%
Itália	10.7%	17.7%	34.8%	42.6%	38.6%	32.9%
Luxemburgo	1900.5%	2285.1%	2651.9%	3627.7%	3867.2%	3782.5%
Portugal	13.5%	17.0%	19.3%	18.3%	15.5%	15.4%
Reino Unido	17.2%	18.3%	19.3%	28.5%	27.1%	26.8%
Suécia	13.7%	19.8%	22.1%	36.5%	33.7%	30.0%
Total UE	19.7%	24.0%	29.1%	39.0%	40.2%	39.7%

Fonte: CMVM, FEFSI, Comissão Europeia.

Nota: Os valores do PIB referentes a 2001 constituem previsões.

Países UE	FIM harmonizados per capita (€)					
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Alemanha	1 344	1 629	2 034	2 873	3 077	2 920
Áustria	3 943	5 057	6 726	9 295	7 399	7 632
Bélgica	2 170	3 006	4 728	6 358	7 273	7 485
Dinamarca	1 425	2 245	3 132	5 142	6 453	7 091
Espanha	2 911	4 110	5 176	5 231	4 636	4 539
Finlândia	394	627	797	1 984	2 603	2 798
França	7 115	7 556	8 329	10 744	12 576	13 080
Grécia	1 204	2 242	2 566	3 430	2 930	2 537
Holanda	3 476	4 152	4 783	6 439	6 238	5 907
Irlanda	1 646	5 529	n.d.	25 232	38 371	55 581
Itália	1 809	3 175	6 460	8 196	7 799	6 993
Luxemburgo	653 932	835 895	1 019 728	1 518 192	1 805 879	1 909 919
Portugal	1 202	1 607	1 931	1 959	1 760	1 861
Reino Unido	2 713	3 615	4 112	6 487	6 955	6 869
Suécia	3 197	4 714	5 325	9 333	9 375	8 278
Total UE	3 635	4 659	5 885	8 269	9 036	9 240

Fonte: CMVM, FEFSI, Comissão Europeia.

Nota: Os valores referentes à população no ano de 2001 são previsões.

Tabela 7 – Activos sob gestão pelos FIM harmonizados, por categorias – Dezembro 2001

País	Fundos acções⁽¹⁾	Fundos obrigações	Fundos mistos	Fundos de tesouraria	Outros⁽²⁾	Total
<i>Alemanha</i>	124 583	60 063	18 006	34 382	2 632	239 666
<i>Austria</i>	12 641	39 341	9 060	888	0	61 930
<i>Bélgica</i>	46 258	10 559	18 879	1 288	33	77 017
<i>Dinamarca</i>	17 131	18 950	1 866	27	0	37 974
<i>Espanha</i>	49 177	53 158	31 690	43 848	1 486	179 359
<i>Finlândia</i>	6 197	2 159	3 116	3 035	0	14 507
<i>França</i>	206 800	138 700	197 000	257 700	0	800 200
<i>Grécia</i>	5 470	5 587	6 045	9 693	0	26 795
<i>Holanda⁽³⁾</i>	55 200	21 000	10 100	n.d.	8 300	94 600
<i>Irlanda⁽⁴⁾</i>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	212 651
<i>Itália</i>	110 635	158 932	87 459	46 652	0	403 678
<i>Luxemburgo</i>	318 196	328 184	62 196	91 175	51 309	851 060
<i>Portugal</i>	2 231	6 467	1 006	7 631	1 306 ⁽⁵⁾	18 641
<i>Reino Unido</i>	310 238	41 988	30 370	1 749	27 643	411 988
<i>Suécia</i>	52 444	3 714	12 694	3 922	777	73 551
Total UE	1 317 201	888 802	489 487	501 990	306 137	3 503 617

Fonte: CMVM, FEFSI

Legenda: (1) Inclui também os Fundos poupança-acções; (2) Inclui os Fundos de Poupança-reforma/educação e outro tipo de fundos; (3) Dados referentes a finais de Junho de 2001; (4) Dados referentes a finais de Novembro de 2001; (5) Inclui apenas os montantes aplicados em fundos de poupança-reforma.

ANEXO 2

Tabela 1 - Decomposição percentual da composição da carteira das SGFII (1º semestre 1997)

Entidade gestora	Quota	Imóveis	Outros Valores	Participações, em SI	Liquidez	OV a regularizar
Banco Efisa SA	2.3%	81.0%	0.0%	0.0%	16.3%	2.7%
Banco Mello SA	0.3%	75.4%	17.9%	0.0%	6.6%	0.0%
Barclays - Gestão de fundos imobiliários SA	0.4%	76.5%	0.0%	0.0%	24.0%	-0.5%
BCP Investimentos - Fundos Imobiliários SA	8.5%	72.7%	4.9%	0.0%	14.4%	8.0%
BNC Predifundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Imob. SA	0.2%	75.3%	17.4%	0.0%	7.5%	-0.3%
Companhia Gestora Fundo Imobiliário Urbifundo SA	1.9%	91.2%	0.0%	0.0%	5.8%	3.0%
Correia & Viegas - Soc. Gest. Fundo Invest. Imob. SA	0.2%	106.3%	0.0%	0.0%	22.0%	-28.3%
ESAF - Espírito Santo Fundos Invest. Imobiliário SA	13.2%	78.0%	7.1%	0.0%	11.0%	3.9%
F.Turismo - Sociedade Gestora de FII SA	0.7%	11.3%	0.0%	0.0%	72.2%	16.5%
Finimus - Soc. Gestora de Fundos Imobiliários SA	1.3%	78.7%	0.0%	0.0%	26.7%	-5.4%
Fundimo - Soc. Gestora de Fundos de Inv. Imob. SA	10.0%	84.6%	0.0%	0.0%	16.0%	-0.7%
GEF - Gestão de Fundos Imobiliários SA	0.3%	95.4%	0.7%	0.0%	2.9%	1.0%
Geoger - Soc. Gestora Fundos Invest. Imobiliário SA	0.2%	104.3%	0.0%	0.0%	7.4%	-11.7%
Gesfimo - Espírito Santo Irmãos SGFII SA	0.4%	76.9%	0.0%	0.0%	16.1%	7.0%
Gestamorim - Soc. Gest. Fundos Invest. Imobiliário SA	1.1%	79.1%	12.3%	0.0%	1.4%	7.2%
Gestiprimus - Soc. Gest. Fundos Invest. Imobiliário SA	0.8%	59.9%	0.0%	0.0%	39.7%	0.4%
Gices - Soc. Gestora de Fundos Inv. Imobiliário SA	0.3%	161.0%	0.0%	0.0%	12.7%	-73.7%
Imopólis - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	2.8%	87.5%	0.0%	0.0%	14.4%	-1.9%
Imorendimento - Soc. Gestora Fundos Invest. Imobil. SA	0.5%	93.4%	0.4%	0.0%	6.3%	-0.1%
Imosotto - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	10.7%	92.4%	6.2%	0.0%	4.3%	-2.9%
Refundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	0.8%	101.7%	0.0%	0.0%	-1.8%	0.1%
Selecta - Soc. Gestora de Fundos Invest.Imobil. SA	1.2%	48.2%	0.0%	0.0%	18.0%	33.8%
Siloip - Soc. Gest. Fundo Valores e Invest. Prediais SA	6.4%	88.2%	0.7%	0.0%	12.1%	-1.0%
Sociedade Gestora Fundo Primeiro Imobiliário SA	0.5%	73.6%	0.0%	0.0%	27.4%	-1.0%
Sociedade Gestora Imovest - Fundo Invest. Imob. SA	6.1%	75.6%	0.0%	0.0%	26.2%	-1.8%
Sofinac - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	4.8%	77.9%	24.0%	0.0%	0.1%	-2.0%
Sonaegest - Soc. Gestora Fundos de Investimento. SA	3.0%	96.0%	0.0%	0.0%	11.0%	-7.0%
TDF - SGFII SA	20.3%	94.3%	0.0%	0.0%	3.2%	2.4%
Tottafimo - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	0.7%	87.9%	0.0%	0.0%	13.4%	-1.3%
Vila Gale Gest - Soc. Gestora Fundos Inv. Imob. SA	0.2%	79.6%	0.0%	0.1%	25.7%	-5.5%
Total	100.0%	84.5%	3.4%	0.0%	11.0%	1.1%

Fonte: CMVM

Legenda: Participações em SI - Participações em Sociedades Imobiliárias; OV a Regularizar - Outros Valores a Regularizar.

Tabela 2 - Decomposição percentual da composição da carteira das SGFII (2º semestre 1997)

Entidade gestora	Quota	Imóveis	Outros Valores	Participações, em SI	Liquidez	OV a regularizar
Banco Efisa SA	1.8%	91.1%	0.0%	0.0%	11.6%	-2.7%
Banco Mello SA	0.2%	76.0%	0.0%	0.0%	24.1%	-0.1%
Barclays - Gestão de fundos imobiliários SA	0.3%	76.0%	0.0%	0.0%	24.7%	-0.6%
BCP Investimentos - Fundos Imobiliários SA	10.2%	63.4%	3.7%	8.2%	13.8%	11.0%
BNC Predifundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Imob. SA	0.2%	76.6%	11.3%	0.0%	12.6%	-0.6%
Companhia Gestora Fundo Imobiliário Urbifundo SA	1.7%	92.4%	0.0%	0.0%	5.3%	2.4%
Correia & Viegas - Soc. Gest. Fundo Invest. Imob. SA	0.2%	171.2%	0.0%	0.0%	2.9%	-74.0%
ESAF - Espírito Santo Fundos Invest. Imobiliário SA	14.4%	81.2%	10.9%	0.0%	8.0%	-0.1%
F.Turismo - Sociedade Gestora de FII SA	1.0%	25.1%	0.0%	0.0%	63.3%	11.5%
Finimus - Soc. Gestora de Fundos Imobiliários SA	1.5%	72.2%	0.0%	0.0%	28.9%	-1.0%
Fundimo - Soc. Gestora de Fundos de Inv. Imob. SA	9.4%	89.6%	0.0%	0.0%	17.9%	-7.5%
GEF - Gestão de Fundos Imobiliários SA	0.3%	213.3%	0.0%	0.0%	-1.7%	-111.6%
Geoger - Soc. Gestora Fundos Invest. Imobiliário SA	0.2%	106.6%	0.0%	0.0%	1.6%	-8.3%
Gesfimo - Espírito Santo Irmãos SGFII SA	0.4%	76.1%	0.0%	0.0%	16.7%	7.2%
Gestamorim - Soc. Gest. Fundos Invest. Imobiliário SA	1.0%	92.1%	0.0%	0.0%	15.8%	-7.9%
Gestiprimus - Soc. Gest. Fundos Invest. Imobiliário SA	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	99.3%	0.7%
Gices - Soc. Gestora de Fundos Inv. Imobiliário SA	0.3%	114.7%	0.0%	0.0%	13.2%	-28.0%
Imopólis - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	2.6%	89.1%	0.0%	0.0%	10.6%	0.2%
Imorendimento - Soc. Gestora Fundos Invest. Imobil. SA	0.2%	97.9%	0.0%	0.0%	7.3%	-5.2%
Imosotto - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	9.7%	91.9%	3.8%	0.0%	6.3%	-2.0%
Refundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	0.7%	103.1%	0.0%	0.3%	-3.9%	0.5%
Selecta - Soc. Gestora de Fundos Invest. Imobil. SA	1.1%	81.4%	0.0%	0.0%	15.6%	3.0%
Silvip - Soc. Gest. Fundo Valores e Invest. Prediais SA	6.0%	86.2%	0.7%	0.0%	12.5%	0.6%
Sociedade Gestora Fundo Primeiro Imobiliário SA	0.4%	72.4%	0.0%	0.0%	30.3%	-2.7%
Sociedade Gestora Imovest - Fundo Invest. Imob. SA	5.6%	77.7%	0.0%	0.0%	25.3%	-2.9%
Sofinac - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	4.4%	70.5%	26.3%	0.0%	4.4%	-1.1%
Sonaegest - Soc. Gestora Fundos de Investimento SA	2.8%	92.9%	0.0%	0.0%	9.0%	-2.0%
TDF - SGFII SA	21.7%	87.3%	0.0%	2.9%	12.4%	-2.6%
Tottafimo - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	0.6%	98.3%	2.9%	0.0%	0.2%	-1.3%
Vila Gale Gest - Soc. Gestora Fundos Inv. Imob. SA	0.2%	52.9%	0.0%	0.1%	50.6%	-3.6%
Total	100.0%	82.6%	0.0%	1.5%	13.4%	-1.1%

Fonte: CMVM

Legenda: Participações em SI - Participações em Sociedades Imobiliárias; OV a Regularizar - Outros Valores a Regularizar.

Tabela 3 - Decomposição percentual da composição da carteira das SGFII (1º semestre 1998)

Entidade gestora	Quota	Imóveis	Outros Valores	Participações, em SI	Liquidez	OV a regularizar
AF Investimentos - Fundos Imobiliários SA	10,6%	56,1%	3,1%	7,1%	25,3%	8,4%
BNC Predifundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Imob. SA	0,2%	75,0%	4,6%	0,0%	20,8%	-0,4%
Banco Efisa SA	1,7%	75,8%	0,0%	0,0%	26,5%	-2,3%
Banco Mello SA	0,0%	92,6%	0,0%	0,0%	13,2%	-5,8%
Barclays - Gestão de Fundos Imobiliários SA	0,3%	75,0%	0,0%	0,0%	25,4%	-0,4%
Companhia Gestora Fundo Imobiliario Urbifundo SA	1,5%	92,1%	0,0%	0,0%	8,4%	-0,5%
Correia & Viegas - Soc. Gest. Fundo Invest. Imob. SA	0,2%	178,8%	0,0%	0,0%	0,3%	-79,1%
ESAF - Espírito Santo Fundos Invest. Imobiliário SA	14,9%	87,4%	2,1%	0,0%	8,9%	1,6%
F.Turismo - Sociedade Gestora de FII. SA	0,9%	46,6%	0,0%	0,0%	44,2%	9,2%
Finimus - Soc. Gestora de Fundos Imobiliários SA	1,7%	66,7%	2,1%	0,0%	29,9%	1,2%
Fundimo-Soc. Gestora de Fundos de Inv. Imob. SA	8,6%	78,4%	0,0%	0,0%	22,2%	-0,6%
GEF - Gestão de Fundos Imobiliarios SA	0,3%	175,1%	0,0%	0,0%	9,9%	-85,0%
Geoger - Soc. Gestora Fundos Invest. Imobiliario SA	0,1%	108,8%	0,0%	0,0%	2,0%	-10,8%
Gesfimo - Espírito Santo. Irmãos. SGFII SA	0,3%	75,7%	0,0%	0,0%	19,8%	4,4%
Gestamorim - Soc. Gest. Fundos Invest. Imobiliario SA	0,8%	85,8%	19,3%	0,0%	4,1%	-9,1%
Gestiprimus - Soc. Gest. Fundos Invest. Imobiliario SA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gices - Soc. Gestora de Fundos Inv. Imobiliário SA	0,2%	109,1%	0,0%	0,0%	16,9%	-26,1%
Imopólis - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	2,4%	94,3%	0,0%	0,0%	6,2%	-0,4%
Imorendimento - Soc. Gestora Fundos Invest. Imobil. SA	0,2%	42,1%	0,0%	0,0%	62,4%	-4,5%
Imosotto - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	8,6%	92,2%	0,1%	0,0%	10,0%	-2,3%
Margueira - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	7,2%	94,9%	0,0%	0,0%	1,3%	3,8%
Refundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	0,6%	104,8%	0,0%	0,3%	-5,6%	0,5%
Selecta - Soc. Gestora de Fundos Invest. Imobil. SA	1,0%	85,0%	0,0%	0,0%	12,1%	2,9%
Silvoip - Soc. Gest. Fundo Valores e Invest. Prediais. SA	5,3%	84,8%	0,7%	0,0%	13,3%	1,2%
Sociedade Gestora Fundo Primeiro Imobiliário SA	0,4%	67,6%	0,0%	0,0%	33,4%	-1,0%
Sociedade Gestora Imovest - Fundo Invest. Imob. SA	5,1%	76,7%	0,0%	0,0%	26,7%	-3,4%
Sofinac - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	3,9%	71,9%	24,0%	0,0%	4,8%	-0,7%
Sonaegest - Soc. Gestora Fundos de Investimento SA	2,5%	94,9%	0,0%	0,0%	12,9%	-7,8%
TDF - Soc. Gestora de Fundos Inv. Imob. SA	19,5%	97,7%	0,0%	2,9%	4,2%	-4,8%
Tottafimo - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	0,5%	97,0%	0,0%	0,0%	4,9%	-1,9%
Vila Galé Gest - Soc. Gestora Fundos Inv. Imob. SA	0,3%	61,5%	0,0%	0,8%	41,1%	-3,4%
Total	100,0%	84,8%	1,8%	1,3%	12,7%	-0,6%

Fonte: CMVM

Legenda: Participações em SI - Participações em Sociedades Imobiliárias; OV a Regularizar - Outros Valores a Regularizar.

Tabela 4 - Decomposição percentual da composição da carteira das SGFII (2º semestre 1998)

Entidade gestora	Quota	Imóveis	Outros Valores	Participações, em SI	Liquidez	OV a regularizar
AF Investimentos - Fundos Imobiliários SA	9,3%	60,6%	3,6%	5,0%	24,3%	6,5%
BNC Predifundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Imob. SA	0,2%	75,5%	15,7%	0,0%	9,4%	-0,6%
Banco Efisa SA	1,8%	73,9%	0,0%	0,0%	28,0%	-1,9%
Banco Mello SA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Barclays - Gestão de Fundos Imobiliários SA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Companhia Gestora Fundo Imobiliario Urbifundo SA	1,6%	92,2%	0,0%	0,0%	8,6%	-0,8%
Correia & Viegas - Soc. Gest. Fundo Invest. Imob. SA	0,3%	136,5%	0,0%	0,0%	27,3%	-63,8%
ESAF - Espírito Santo Fundos Invest. Imobiliário SA	18,7%	72,7%	1,3%	5,8%	20,7%	-0,4%
F.Turismo - Sociedade Gestora de FII. SA	1,0%	57,1%	0,0%	0,0%	34,2%	8,7%
Finimus - Soc. Gestora de Fundos Imobiliários SA	2,3%	57,3%	1,6%	0,0%	31,5%	9,6%
Fundimo - Soc. Gestora de Fundos de Inv. Imob. SA	9,4%	88,7%	0,0%	0,0%	12,6%	-1,3%
GEF - Gestão de Fundos Imobiliarios SA	0,4%	150,0%	0,0%	0,0%	23,2%	-73,1%
Geoger - Soc. Gestora Fundos Invest. Imobiliario SA	0,1%	110,8%	0,0%	0,0%	1,1%	-11,9%
Gesfimo - Espírito Santo. Irmãos. SGFII SA	0,3%	75,6%	0,0%	0,0%	20,1%	4,3%
Gestamorim - Soc. Gest. Fundos Invest. Imobiliario SA	0,8%	65,4%	0,0%	0,0%	17,7%	16,8%
Gestiprimus - Soc. Gest. Fundos Invest. Imobiliario SA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gices - Soc. Gestora de Fundos Inv. Imobiliário SA	0,2%	127,1%	0,0%	0,0%	3,9%	-30,9%
Imopólis - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	3,4%	74,2%	0,0%	0,0%	25,3%	0,5%
Imorendimento - Soc. Gestora Fundos Invest. Imobil. SA	0,2%	34,2%	0,0%	0,0%	68,7%	-2,9%
Imosotto - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	8,9%	91,9%	0,0%	0,0%	10,1%	-2,0%
Refundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	1,1%	77,2%	0,0%	0,2%	19,0%	3,6%
Selecta - Soc. Gestora de Fundos Invest. Imobil. SA	1,0%	88,0%	0,0%	0,0%	23,2%	-11,1%
Siloip - Soc. Gest. Fundo Valores e Invest. Prediais SA	5,5%	86,0%	0,7%	0,0%	11,9%	1,4%
Sociedade Gestora Fundo Primeiro Imobiliário SA	0,4%	68,4%	0,0%	0,0%	33,1%	-1,5%
Sociedade Gestora Imovest - Fundo Invest. Imob. SA	5,4%	76,9%	0,0%	0,0%	26,9%	-3,7%
Sofinac - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	3,9%	77,1%	4,6%	0,0%	19,7%	-1,4%
Sonaegest - Soc. Gestora Fundos de Investimento SA	2,6%	94,6%	0,0%	0,0%	8,0%	-2,5%
TDF - Soc. Gestora de Fundos Inv. Imob. SA	20,2%	95,5%	0,0%	1,6%	5,5%	-2,6%
Tottafimo - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	0,6%	95,5%	0,0%	0,0%	6,5%	-2,0%
Vila Galé Gest - Soc. Gestora Fundos Inv. Imob. SA	0,3%	79,9%	0,0%	0,7%	16,4%	3,1%
Total	100,0%	81,8%	0,9%	1,9%	16,2%	-0,7%

Fonte: CMVM

Legenda: Participações em SI - Participações em Sociedades Imobiliárias; OV a Regularizar - Outros Valores a Regularizar.

Tabela 5 - Decomposição percentual da composição da carteira das SGFII (1º semestre 1999)

Entidade gestora	Quota	Imóveis	Outros Valores	Participações, em SI	Liquidez	OV a regularizar
AF Investimentos - Fundos Imobiliários SA	8,0%	67,4%	3,8%	5,3%	21,4%	2,0%
BNC Predifundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Imob. SA	0,2%	76,3%	0,0%	0,0%	24,2%	-0,5%
Banco Efisa SA	1,5%	79,2%	0,0%	0,0%	32,6%	-11,8%
Companhia Gestora Fundo Imobiliario Urbifundo SA	1,5%	90,7%	0,0%	0,0%	10,1%	-0,8%
Correia & Viegas - Soc. Gest. Fundo Invest. Imob. SA	0,4%	93,4%	0,0%	0,0%	52,8%	-46,3%
ESAF - Espírito Santo Fundos Invest. Imobiliário SA	23,7%	62,8%	13,4%	6,4%	16,7%	0,7%
F.Turismo - Sociedade Gestora de FII SA	0,9%	65,3%	0,0%	0,0%	25,6%	9,1%
Finimus - Soc. Gestora de Fundos Imobiliários SA	3,2%	50,5%	0,5%	0,0%	47,0%	1,9%
Fundimo - Soc. Gestora de Fundos de Inv. Imob. SA	9,2%	82,4%	0,0%	0,0%	18,6%	-1,0%
GEF - Gestão de Fundos Imobiliários SA	0,3%	182,9%	48,9%	0,0%	0,0%	-131,8%
Geoger - Soc. Gestora Fundos Invest. Imobiliário SA	0,1%	111,8%	0,0%	0,0%	0,0%	-11,8%
Gesfimo - Espírito Santo. Irmãos. SGFII SA	0,3%	82,3%	0,0%	0,0%	13,6%	4,1%
Gestamorim - Soc. Gest. Fundos Invest. Imobiliário SA	0,8%	42,8%	0,0%	0,0%	33,2%	24,0%
Gices - Soc. Gestora de Fundos Inv. Imobiliário SA	0,2%	115,4%	0,0%	0,0%	3,3%	-18,6%
Imopólis - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	4,0%	80,9%	0,0%	0,0%	19,4%	-0,2%
Imorendimento - Soc. Gestora Fundos Invest. Imobil. SA	0,2%	34,1%	0,0%	0,0%	66,3%	-0,4%
Imosotto - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	8,1%	91,4%	0,0%	0,0%	10,8%	-2,2%
MC Imovest - Soc. Gestora Fundo Inv. Imob. SA	5,0%	79,8%	0,0%	0,0%	23,7%	-3,5%
Refundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	1,0%	90,5%	0,0%	0,2%	5,5%	3,8%
Selecta - Soc. Gestora de Fundos Invest. Imobil. SA	0,9%	84,9%	0,0%	0,0%	18,3%	-3,1%
Silvip - Soc. Gest. Fundo Valores e Invest. Prediais SA	5,2%	85,6%	0,7%	0,0%	13,0%	0,8%
Sociedade Gestora Fundo Primeiro Imobiliário SA	0,2%	30,9%	0,0%	0,0%	54,0%	15,1%
Sofinac - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	3,5%	81,5%	0,0%	0,0%	19,5%	-1,0%
Sonaegest - Soc. Gestora Fundos de Investimento SA	2,5%	90,2%	0,0%	0,0%	10,5%	-0,7%
TDF - Soc. Gestora de Fundos Inv.Imob. SA	18,4%	97,7%	0,0%	0,0%	4,9%	-2,7%
Tottafimo - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	0,5%	92,2%	0,0%	0,0%	9,1%	-1,3%
Vila Galé Gest - Soc. Gestora Fundos Inv. Imob. SA	0,3%	84,7%	0,0%	0,6%	11,9%	2,8%
Total	100,0%	79,2%	3,7%	1,9%	16,2%	-1,1%

Fonte: CMVM

Legenda: Participações em SI - Participações em Sociedades Imobiliárias; OV a Regularizar - Outros Valores a Regularizar.

Tabela 6 - Decomposição percentual da composição da carteira das SGFII (2º semestre 1999)

Entidade gestora	Quota	Imóveis	Outros Valores	Participações, em SI	Liquidez Emprést,	OV a regularizar	
AF Investimentos - Fundos Imobiliários SA	7,3%	61,9%	3,9%	5,4%	26,2%	0,0%	2,6%
BNC Predifundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Imob. SA	0,2%	76,2%	0,0%	0,0%	24,5%	0,0%	-0,7%
Banco Efisa SA	1,4%	86,2%	0,0%	0,0%	19,0%	0,0%	-5,3%
Companhia Gestora Fundo Imobiliario Urbifundo SA	1,5%	91,7%	0,0%	0,0%	9,6%	0,0%	-1,3%
Correia & Viegas - Soc. Gest. Fundo Invest. Imob. SA	0,3%	98,2%	0,0%	0,0%	49,3%	0,0%	-47,5%
ESAF - Espírito Santo Fundos Invest. Imobiliário SA	27,9%	55,6%	20,0%	7,4%	14,3%	0,0%	2,6%
F.Turismo - Sociedade Gestora de FII SA	0,9%	74,1%	0,0%	0,0%	26,4%	0,0%	-0,6%
Finimus - Soc. Gestora de Fundos Imobiliários SA	3,3%	56,4%	0,5%	0,0%	39,7%	0,0%	3,4%
Fundimo - Soc. Gestora de Fundos de Inv. Imob. SA	8,8%	89,0%	0,0%	0,0%	12,2%	0,0%	-1,2%
GEF - Gestão de Fundos Imobiliários SA	0,4%	167,3%	12,3%	0,0%	47,2%	0,0%	-126,8%
Geoger - Soc. Gestora Fundos Invest. Imobiliário SA	0,1%	102,5%	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%	-2,9%
Gesfimo - Espírito Santo Irmãos. SGFII SA	0,3%	77,0%	0,0%	0,0%	16,8%	0,0%	6,2%
Gestamorim - Soc. Gest. Fundos Invest. Imobiliário SA	0,0%	105,3%	0,0%	0,0%	5,9%	0,0%	-11,3%
Gices - Soc. Gestora de Fundos Inv. Imobiliário SA	0,1%	118,6%	0,0%	0,0%	3,1%	0,0%	-21,7%
Imopólis - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	4,0%	98,7%	5,0%	0,0%	10,2%	0,0%	-13,9%
Imorendimento - Soc. Gestora Fundos Invest. Imobil. SA	0,2%	79,4%	0,0%	0,0%	26,2%	0,0%	-5,6%
Imosotto - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	7,5%	90,0%	0,0%	0,0%	11,4%	0,0%	-1,4%
MC Imovest - Soc. Gestora Fundo Inv. Imob. SA	4,8%	78,2%	0,0%	0,0%	25,6%	0,0%	-3,9%
Norfin - Soc. Gest. Fundos Invest. Imobiliários SA	0,7%	49,9%	0,0%	0,0%	50,2%	0,0%	-0,1%
Refundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	1,0%	95,0%	0,0%	0,2%	3,0%	0,0%	1,8%
Selecta - Soc. Gestora de Fundos Invest. Imobil. SA	0,8%	75,6%	0,0%	0,0%	14,3%	0,0%	10,0%
Silvip - Soc. Gest. Fundo Valores e Invest. Prediais SA	5,0%	82,8%	0,6%	0,0%	15,7%	0,0%	0,8%
Sociedade Gestora Fundo Primeiro Imobiliário SA	0,1%	22,8%	0,0%	0,0%	78,8%	0,0%	-1,5%
Sofinac - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	3,0%	76,3%	0,0%	0,0%	25,8%	0,0%	-2,1%
Sonaegest - Soc. Gestora Fundos de Investimento SA	2,3%	92,4%	0,0%	0,0%	8,7%	0,0%	-1,1%
TDF - Soc. Gestora de Fundos Inv. Imob. SA	17,1%	103,7%	0,0%	0,0%	3,3%	0,0%	-7,0%
Tottafimo - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	0,5%	88,4%	0,0%	0,0%	13,3%	0,0%	-1,7%
Vila Galé Gest - Soc. Gestora Fundos Inv. Imob. SA	0,3%	97,4%	0,0%	0,6%	9,0%	0,0%	-6,9%
Total	100,0%	78,3%	6,2%	2,5%	15,0%	0,0%	-1,9%

Fonte: CMVM

Legenda: Participações em SI - Participações em Sociedades Imobiliárias; OV a Regularizar - Outros Valores a Regularizar.

Tabela 7 - Decomposição percentual da composição da carteira das SGFII (1º semestre 2000)

Entidade gestora	Quota	Imóveis	Outros Valores	Participações, em SI	Liquidez	OV a regularizar
AF Investimentos - Fundos Imobiliários SA	5,7%	78,4%	4,7%	0,0%	17,5%	-0,6%
BNC Predifundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Imob. SA	0,2%	74,7%	0,0%	0,0%	25,7%	-0,5%
BPN Imofundos - SGFII SA	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	62,5%	37,5%
Banco Efisa SA	1,4%	84,4%	0,0%	0,0%	11,7%	3,9%
Companhia Gestora Fundo Imobiliario Urbifundo SA	1,4%	92,2%	0,0%	0,0%	9,0%	-1,2%
Correia & Viegas - Soc. Gest. Fundo Invest. Imob. SA	0,3%	104,9%	0,0%	0,0%	39,9%	-44,8%
ESAF - Espírito Santo Fundos Invest. Imobiliário SA	29,5%	63,4%	14,7%	8,5%	13,8%	-0,4%
F. Turismo - Sociedade Gestora de FII SA	1,3%	48,8%	0,0%	0,0%	51,6%	-0,4%
Finimus - Soc. Gestora de Fundos Imobiliários SA	3,2%	55,9%	0,5%	0,0%	39,8%	3,8%
Fundimo - Soc. Gestora de Fundos de Inv. Imob.. SA	8,7%	88,5%	0,0%	0,0%	12,4%	-1,0%
GEF - Gestão de Fundos Imobiliários SA	0,3%	203,0%	0,0%	0,0%	40,2%	-143,2%
Geoger - Soc. Gestora Fundos Invest. Imobiliário SA	0,1%	101,3%	0,0%	0,0%	35,3%	-36,6%
Gesfimo - Espírito Santo Irmãos. SGFII SA	0,2%	76,6%	0,0%	0,0%	20,4%	3,0%
Gestamorim - Soc. Gest. Fundos Invest. Imobiliário SA	0,0%	104,8%	0,0%	0,0%	0,2%	-5,0%
Gices - Soc. Gestora de Fundos Inv. Imobiliário SA	0,1%	113,8%	0,0%	0,0%	10,0%	-23,8%
Imopólis - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	4,9%	81,9%	3,4%	0,0%	21,1%	-6,3%
Imorendimento - Soc. Gestora Fundos Invest. Imobil. SA	0,2%	81,4%	0,0%	0,0%	22,8%	-4,2%
MC Imovest - Soc. Gestora Fundo Inv. Imob. SA	4,6%	78,0%	0,0%	0,0%	25,2%	-3,2%
Norfin - Soc. Gest. Fundos Invest. Imobiliários SA	1,2%	42,0%	0,0%	0,0%	39,2%	18,9%
Refundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	1,3%	78,8%	0,0%	0,2%	21,7%	-0,6%
Selecta - Soc. Gestora de Fundos Invest. Imobil. SA	0,8%	67,7%	0,0%	0,0%	35,7%	-3,4%
Silvip - Soc. Gest. Fundo Valores e Invest. Prediais SA	4,8%	82,0%	0,6%	0,0%	16,4%	1,0%
Sociedade Gestora Fundo Primeiro Imobiliário SA	0,0%	29,9%	0,0%	0,0%	68,0%	2,1%
Sofinac - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	2,9%	76,8%	0,0%	0,0%	23,6%	-0,4%
Sonaegest - Soc. Gestora Fundos de Investimento SA	2,3%	90,3%	0,0%	0,0%	10,9%	-1,2%
TDF - Soc. Gestora de Fundos Inv. Imob. SA	16,4%	100,6%	0,0%	0,0%	4,7%	-5,3%
Tottafimo - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	0,5%	85,3%	0,0%	0,0%	16,7%	-2,0%
Vila Galé Gest - Soc. Gestora Fundos Inv. Imob. SA	0,3%	95,1%	0,0%	0,5%	8,8%	-4,4%
Total	100,0%	79,0%	4,8%	2,5%	15,6%	-1,9%

Fonte: CMVM

Legenda: Participações em SI - Participações em Sociedades Imobiliárias; OV a Regularizar - Outros Valores a Regularizar.

Tabela 8 - Decomposição percentual da composição da carteira das SGFII (2º semestre 2000)

Entidade gestora	Quota	Imóveis	Outros Valores	Participações, em SI	Liquidez	OV a regularizar
AF Investimentos - Fundos Imobiliários SA	12,8%	84,6%	2,0%	0,0%	12,9%	0,4%
BNC Predifundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Imob. SA	0,3%	75,1%	0,0%	0,0%	25,5%	-0,6%
BPN Imofundos - SGFII SA	0,5%	8,7%	0,0%	0,0%	6,3%	85,0%
Banco Efisa SA	1,4%	86,4%	0,0%	0,0%	9,5%	4,1%
Companhia Gestora Fundo Imobiliario Urbifundo SA	1,4%	91,5%	0,0%	0,0%	9,7%	-1,2%
Correia & Viegas - Soc.Gest.Fundo Invest. Imob. SA	0,3%	111,4%	0,0%	0,0%	43,0%	-54,4%
ESAF - Espírito Santo Fundos Invest. Imobiliário SA	26,9%	76,4%	0,0%	9,1%	9,8%	4,8%
F.Turismo - Sociedade Gestora de FII SA	1,3%	53,3%	0,0%	0,0%	47,2%	-0,5%
Finimus - Soc. Gestora de Fundos Imobiliários SA	3,2%	73,8%	0,5%	0,0%	27,4%	-1,7%
Fundimo - Soc. Gestora de Fundos de Inv. Imob. SA	9,2%	98,1%	0,0%	0,0%	18,1%	-16,2%
GEF - Gestão de Fundos Imobiliários SA	0,3%	199,9%	0,0%	0,0%	44,7%	-144,6%
Geoger - Soc. Gestora Fundos Invest. Imobiliário SA	0,1%	73,7%	0,0%	0,0%	49,5%	-23,2%
Gesfimo - Espírito Santo Irmãos SGFII SA	0,2%	71,2%	0,0%	0,0%	30,4%	-1,6%
Gestamorim - Soc. Gest. Fundos Invest. Imobiliário SA	0,0%	107,2%	0,0%	0,0%	3,2%	-10,4%
Gices - Soc. Gestora de Fundos Inv. Imobiliário SA	0,1%	69,3%	0,0%	0,0%	15,3%	15,4%
Imopólis - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	5,5%	79,8%	3,0%	0,0%	15,4%	1,8%
Imorendimento - Soc. Gestora Fundos Invest. Imobil. SA	0,2%	96,6%	0,0%	0,0%	3,9%	-0,5%
MC Imovest - Soc. Gestora Fundo Inv. Imob. SA	4,5%	86,0%	0,0%	0,0%	16,9%	-2,8%
Norfin - Soc. Gest. Fundos Invest. Imobiliários SA	2,2%	43,9%	0,0%	0,0%	41,6%	14,5%
Refundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	1,3%	75,8%	0,0%	0,2%	25,1%	-1,0%
Selecta - Soc. Gestora de Fundos Invest. Imobil. SA	0,8%	83,8%	0,0%	0,0%	20,1%	-3,9%
Silvip - Soc. Gest. Fundo Valores e Invest. Prediais SA	4,7%	81,9%	0,6%	0,0%	15,7%	1,7%
Sociedade Gestora Fundo Primeiro Imobiliário SA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	97,9%	2,1%
Sofinac - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	2,7%	80,3%	0,0%	0,0%	20,9%	-1,2%
Sonaegest - Soc. Gestora Fundos de Investimento SA	2,9%	89,4%	0,0%	0,0%	6,7%	3,8%
TDF - Soc. Gestora de Fundos Inv. Imob. SA	16,1%	99,9%	0,0%	2,7%	1,9%	-4,4%
Tottafimo - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	0,4%	82,6%	0,0%	0,0%	22,9%	-5,5%
Vila Galé Gest - Soc. Gestora Fundos Inv. Imob. SA	0,5%	98,8%	0,0%	0,3%	8,3%	-7,4%
Total	100,0%	84,1%	0,5%	2,9%	13,3%	-0,7%

Fonte: CMVM

Legenda: Participações em SI - Participações em Sociedades Imobiliárias; OV a Regularizar - Outros Valores a Regularizar.

Tabela 9 - Decomposição percentual da composição da carteira das SGFII (1º semestre 2001)

Entidade gestora	Quota	Imóveis	Outros Valores	Participações, em SI	Liquidez	OV a regularizar
AF Investimentos - Fundos Imobiliários SA	11,5%	80,5%	2,1%	0,0%	17,4%	0,1%
BNC Predifundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Imob. SA	0,4%	74,5%	0,0%	0,0%	25,9%	-0,4%
BPN Imofundos - SGFII SA	1,3%	55,6%	0,0%	0,0%	28,0%	16,4%
Banco Efisa SA	1,3%	84,1%	0,0%	0,0%	11,8%	4,1%
Banif Imo - Soc. Gest. Fundos Invest. Imobiliário SA	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	0,0%
Companhia Gestora Fundo Imobiliario Urbifundo SA	1,2%	97,1%	0,0%	0,0%	3,8%	-0,9%
Correia & Viegas - Soc. Gest. Fundo Invest. Imob. SA	0,3%	123,1%	0,0%	0,0%	16,9%	-39,9%
ESAF - Espírito Santo Fundos Invest. Imobiliário SA	27,8%	82,9%	0,0%	8,9%	5,5%	2,7%
F. Turismo - Sociedade Gestora de FII SA	1,5%	57,3%	9,1%	0,0%	34,6%	-1,0%
Finimus - Soc. Gestora de Fundos Imobiliários SA	3,1%	75,0%	0,4%	0,0%	26,0%	-1,5%
Fundimo - Soc. Gestora de Fundos de Inv. Imob. SA	9,8%	92,6%	0,0%	0,0%	20,5%	-13,1%
GEF - Gestão de Fundos Imobiliários SA	0,3%	192,8%	0,0%	0,0%	34,6%	-127,4%
Geoger - Soc. Gestora Fundos Invest. Imobiliário SA	0,1%	44,1%	0,0%	0,0%	60,1%	-4,1%
Gesfimo - Espírito Santo Irmãos SGFII SA	0,2%	76,3%	0,0%	0,0%	24,7%	-1,1%
Gestamorim - Soc. Gest. Fundos Invest. Imobiliário SA	0,0%	107,5%	0,0%	0,0%	2,2%	-9,7%
Gices - Soc. Gestora de Fundos Inv. Imobiliário SA	0,1%	37,8%	0,0%	0,0%	22,1%	40,2%
Imopólis - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	5,1%	86,5%	1,5%	1,7%	3,4%	6,9%
Imorendimento - Soc. Gestora Fundos Invest. Imobil. SA	0,5%	76,3%	0,0%	0,0%	24,8%	-1,1%
Norfin - Soc. Gest. Fundos Invest. Imobiliários SA	2,2%	73,1%	0,0%	0,0%	16,6%	10,2%
Refundos - Sociedade Gestora Fundos Investimentos Imobiliários SA	1,3%	77,4%	0,0%	0,2%	20,4%	2,1%
Santander Imovest - Soc. Gest. Fundos Inves. Imobil. SA	5,4%	73,4%	0,0%	0,0%	29,0%	-2,3%
Selecta - Soc. Gestora de Fundos Invest. Imobil. SA	0,8%	80,9%	0,0%	0,0%	20,2%	-1,1%
Silvip - Soc. Gest. Fundo Valores e Invest. Prediais SA	4,5%	81,6%	0,6%	0,0%	15,4%	2,4%
Sociedade Gestora Fundo Primeiro Imobiliário SA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	98,1%	1,9%
Sofinac - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	2,5%	78,6%	0,0%	0,0%	21,9%	-0,5%
Sonaegest - Soc. Gestora Fundos de Investimento SA	2,5%	95,3%	0,0%	0,0%	5,6%	-0,9%
TDF - Soc. Gestora de Fundos Inv. Imob. SA	15,1%	98,4%	0,0%	2,7%	2,2%	-3,2%
Vila Galé Gest - Sociedade Gestora Fundos Investimento Imobiliários SA	0,5%	101,9%	0,0%	0,7%	21,1%	-23,7%
Total	100,0%	84,7%	0,5%	3,0%	12,7%	-0,9%

Fonte: CMVM

Legenda: Participações em SI - Participações em Sociedades Imobiliárias; OV a Regularizar - Outros Valores a Regularizar.

Tabela 10 - Decomposição percentual da composição da carteira das SGFII (2º semestre 2001)

Entidade gestora	Quota	Imóveis	Outros Valores	Participações, em SI	Liquidez Emprést,	OV a regularizar	
AF Investimentos - Fundos Imobiliários SA	9,9%	82,0%	2,1%	0,0%	17,0%	0,0%	-1,2%
BNC Predifundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Imob. SA	0,3%	75,1%	0,0%	0,0%	25,5%	0,0%	-0,6%
BPN Imofundos - SGFII SA	5,7%	29,4%	0,0%	43,9%	9,1%	0,0%	17,7%
Banco Efisa SA	1,2%	82,0%	0,0%	0,0%	15,1%	0,0%	3,0%
Banif Imo - Soc. Gest. Fundos Invest. Imobiliário SA	0,5%	37,3%	0,0%	0,0%	29,1%	0,0%	33,6%
Companhia Gestora Fundo Imobiliario Urbifundo SA	1,1%	96,2%	0,0%	0,0%	4,7%	0,0%	-0,9%
Correia & Viegas - Soc. Gest. Fundo Invest.Imob. SA	0,3%	133,4%	0,0%	0,0%	12,2%	0,0%	-45,6%
ESAF - Espírito Santo Fundos Invest. Imobiliário SA	27,3%	78,5%	0,0%	8,9%	9,1%	0,0%	3,5%
F. Turismo - Sociedade Gestora de FII. SA	1,3%	69,1%	0,1%	0,0%	31,5%	0,0%	-0,7%
Finimus - Soc. Gestora de Fundos Imobiliários SA	2,8%	75,5%	0,4%	0,0%	25,6%	0,0%	-1,5%
Fundimo - Soc. Gestora de Fundos de Inv. Imob. SA	9,8%	93,7%	0,0%	0,0%	11,8%	0,0%	-5,5%
GEF - Gestão de Fundos Imobiliários SA	0,2%	171,3%	0,0%	0,0%	38,9%	0,0%	-110,1%
Geoger - Soc. Gestora Fundos Invest. Imobiliário SA	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	81,2%	0,0%	18,8%
Gesfimo - Espírito Santo Irmãos SGFII SA	0,2%	76,2%	0,0%	0,0%	25,2%	0,0%	-1,4%
Gestamorim - Soc. Gest. Fundos Invest. Imobiliário SA	0,0%	107,6%	0,0%	0,0%	0,5%	0,0%	-8,0%
Imopólis - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	5,1%	91,2%	1,4%	2,7%	0,6%	-1,2%	5,2%
Imorendimento - Soc. Gestora Fundos Invest. Imobil. SA	0,5%	82,9%	0,0%	0,0%	19,9%	0,0%	-2,8%
Norfin - Soc. Gest. Fundos Invest. Imobiliários SA	2,7%	54,7%	0,0%	0,0%	30,8%	0,0%	14,4%
Refundos - Sociedade Gestora Fundos Investimentos Imobiliários SA	1,3%	82,2%	0,0%	0,1%	12,3%	0,0%	5,4%
Santander Imovest - Soc. Gest. Fundos Inves. Imobil. SA	6,7%	69,7%	0,0%	0,0%	33,1%	0,0%	-2,8%
Selecta - Soc. Gestora de Fundos Invest. Imobil. SA	0,7%	79,1%	0,0%	13,9%	5,2%	0,0%	1,8%
Silvip - Soc. Gest. Fundo Valores e Invest. Prediais SA	4,1%	83,2%	1,2%	0,0%	13,7%	0,0%	1,8%
Sofinac - Soc. Gestora Fundos Invest. Imob. SA	2,2%	77,5%	0,0%	0,0%	23,2%	0,0%	-0,7%
Sonaegest - Soc. Gestora Fundos de Investimento SA	2,3%	97,9%	0,0%	0,0%	6,6%	0,0%	-4,5%
TDF - Soc. Gestora de Fundos Inv. Imob. SA	13,2%	97,2%	0,0%	2,7%	2,2%	0,0%	-2,0%
Vila Galé Gest - Sociedade Gestora Fundos Investimento Imobiliários SA	0,5%	83,4%	0,0%	0,6%	21,5%	0,0%	-5,5%
Total	100,0%	80,3%	0,3%	5,5%	12,7%	-0,1%	1,3%

Fonte: CMVM

Legenda: Participações em SI - Participações em Sociedades Imobiliárias; OV a Regularizar - Outros Valores a Regularizar.

ANEXO 3

Tabela 1 - Decomposição percentual da composição da carteira das SGFIM (2º semestre 1995)

Entidade gestora	Quota	DP	Outros FP	Obrigações	Acções	TP	UP's	Direitos	Outros ID	Liquidez
Barclays Fundos SA	3.3%	30,1%	0,0%	10,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	49,7%	10,0%
BBV Gest - Soc. Gestora de Fundos Inv. Mobil. SA	0.7%	29,7%	0,7%	5,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	55,1%	8,8%
BCI - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliario SA	1.7%	19,1%	1,9%	26,8%	24,2%	0,0%	0,0%	0,0%	11,0%	17,1%
BCP Investimentos - Fundos Mobiliários. SA	28.5%	9,5%	0,8%	11,3%	3,9%	0,0%	0,6%	0,0%	33,6%	40,3%
BNC Gerfundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.1%	28,2%	8,5%	46,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,2%	8,7%
BPI Fundos - Gestão de Fundos de Inves. Mobiliario SA	3.5%	45,8%	1,2%	25,6%	6,5%	0,0%	2,2%	0,0%	4,4%	14,2%
Caixagest - Tecnicas de Gestão de Fundos SA	24.6%	24,3%	3,9%	9,8%	1,2%	0,5%	0,9%	0,0%	29,3%	30,2%
Central Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.6%	15,2%	0,4%	22,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	26,4%	35,5%
Chemical Fundos. SA	0.0%	25,0%	3,5%	19,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	15,7%	36,4%
CPG - Comp. Port. Gestão Fundos Invest. Mobiliario SA	2.8%	16,3%	1,9%	48,6%	9,2%	4,8%	0,0%	0,0%	0,2%	19,2%
DB Fundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobil. SA	0.0%	1,4%	0,3%	1,3%	5,7%	0,0%	0,0%	0,0%	91,3%	0,0%
ESAF - Espirito Santo Fundos Invest. Mobiliario SA	13.5%	10,1%	3,4%	9,9%	1,1%	0,4%	31,8%	0,0%	0,0%	43,4%
Eurovalor - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliario SA	1.5%	13,4%	1,4%	37,1%	4,4%	0,0%	0,0%	0,0%	20,1%	23,6%
Gerifirme - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliário SA	3.2%	14,2%	0,0%	2,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	41,6%	41,4%
Hispano Portuguesa - Soc. Gest. Fundos Invest. Mob. SA	0.2%	0,0%	0,0%	4,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	79,6%	15,5%
Investil - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliario SA	4.6%	28,4%	2,0%	23,4%	3,6%	1,3%	0,0%	0,0%	14,2%	27,1%
M. Fundos - Gestora Fundos Invest. Mobiliario SA	0.1%	9,8%	3,8%	31,1%	10,0%	0,9%	0,0%	0,0%	0,5%	43,9%
MG Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobiliario SA	0.5%	10,1%	2,7%	28,7%	1,1%	0,7%	0,0%	0,0%	54,3%	2,5%
Plurifundos - Soc. Gest. Fundos Inv. Mobiliario SA	3.6%	77,2%	4,2%	12,4%	0,4%	0,6%	0,0%	0,0%	1,2%	4,1%
Primogest - Gestão de Fundos Mobiliarios SA	0.5%	22,3%	1,0%	47,5%	5,3%	7,6%	0,0%	0,0%	0,0%	16,3%
SIFTA - Soc. Gestão Fundo Tesouraria Atlantica SA	0.8%	12,3%	3,3%	17,9%	0,0%	0,4%	0,0%	0,0%	42,3%	23,8%
Soc. Gest. Fund. Inv. Mob. Credit Lyonnais Portugal SA	2.0%	20,6%	0,5%	13,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	65,2%	0,2%
Sogeval - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobiliario SA	0.6%	25,4%	10,7%	29,9%	2,1%	1,1%	0,0%	0,0%	17,0%	13,8%
Tottafundos SA	1.6%	19,9%	1,4%	11,9%	56,0%	0,0%	1,4%	0,1%	2,1%	7,1%
Uniger - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobiliario SA	1.6%	82,5%	1,0%	12,8%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	3,3%
Total	100.0%	20,9%	2,2%	13,8%	3,6%	0,4%	4,7%	0,0%	23,9%	30,4%

Fonte: CMVM

Legenda: DP - Dívida Pública; Outros FP - Outros Fundos Públicos; TP - Títulos de Participação; UP's - Unidades de Participação; Outros ID - Outros Instrumentos de Dívida.

Nota: Dado os valores pouco significativos da componente "outros valores a regularizar", esta não é apresentada na tabela supra, pelo que os montantes das restantes rubricas foram reponderadas tendo em consideração o valor daquela componente.

Tabela 2 - Decomposição percentual da composição da carteira das SGFIM (1º semestre 1996)

Entidade gestora	Quota	DP	Outros FP	Obrigações	Ações	TP	UP's	Direitos	Outros ID	Liquidez
Banifundos - Soc. Gestora de Fundos Inv. Mobil. SA	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	83.8%	16.2%
Barclays Fundos SA	3.4%	46.0%	5.7%	10.7%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	24.2%	12.7%
BBV Gest - Soc. Gestora de Fundos Inv. Mobil. SA	1.1%	73.4%	0.8%	14.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	9.4%
BCI - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliario SA	1.9%	17.1%	0.7%	36.8%	19.2%	0.0%	0.1%	0.0%	11.6%	14.5%
BCP Investimentos - Fundos Mobiliários SA	24.8%	12.0%	1.2%	23.9%	6.1%	0.0%	3.7%	0.0%	41.6%	11.5%
BNC Gerfundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.1%	29.9%	3.7%	46.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.7%	13.8%
BPI Fundos - Gestão de Fundos de Inves. Mobiliario SA	4.5%	38.5%	4.6%	21.2%	7.1%	0.0%	10.0%	0.0%	5.8%	12.8%
Caixagest - Tecnicas de Gestão de Fundos. SA	26.6%	26.2%	3.4%	12.8%	1.5%	0.4%	2.7%	0.0%	38.8%	14.2%
Central Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.8%	17.6%	2.3%	22.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.4%	27.1%
Chemical Fundos. SA	0.0%	26.8%	4.0%	23.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.6%	28.6%
CPG - Comp. Port. Gestão Fundos Invest. Mobiliario SA	3.7%	4.2%	1.0%	48.8%	12.8%	3.2%	0.0%	0.0%	28.7%	1.3%
DB Fundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobil. SA	0.1%	2.7%	0.2%	0.6%	12.5%	0.0%	0.0%	0.0%	82.9%	1.1%
ESAF - Espirito Santo Fundos Invest. Mobiliario SA	10.3%	15.0%	4.0%	20.4%	1.6%	0.7%	35.0%	0.0%	2.4%	20.9%
Eurovalor - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliario SA	2.4%	10.3%	0.9%	38.5%	3.5%	0.0%	0.0%	0.0%	28.6%	18.2%
Gerifirme - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliário SA	3.5%	0.4%	14.2%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	63.5%	18.8%
Hispano Portuguesa - Soc. Gest. Fundos Invest. Mob. SA	0.0%	27.9%	0.0%	3.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	66.4%
Investil - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliario SA	5.1%	28.1%	1.4%	25.1%	3.5%	1.3%	0.0%	0.0%	21.7%	19.0%
M. Fundos - Gestora Fundos Invest. Mobiliario SA	0.4%	15.0%	3.7%	26.7%	3.3%	0.2%	0.0%	0.0%	22.4%	28.7%
MG Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobiliario SA	0.8%	9.0%	2.8%	36.3%	1.0%	0.4%	0.0%	0.0%	1.0%	49.5%
Plurifundos - Soc. Gest. Fundos Inv. Mobiliario SA	4.0%	67.7%	3.8%	13.3%	0.5%	0.6%	1.1%	0.0%	2.4%	10.6%
Primogest - Gestão de Fundos Mobiliarios SA	0.7%	7.3%	0.6%	40.9%	5.1%	3.3%	0.0%	0.0%	34.4%	8.4%
SIFTA - Soc. Gestão Fundo Tesouraria Atlantica SA	0.9%	10.4%	2.5%	14.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	54.2%	18.2%
Soc. Gest. Fund. Inv. Mob. Credit Lyonnais Portuga. SA	1.2%	16.4%	4.4%	8.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	59.3%	11.8%
Sogeval - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobiliario SA	0.6%	28.8%	8.5%	37.1%	2.7%	1.3%	0.0%	0.0%	7.8%	13.8%
Tottafundos SA	1.8%	19.4%	1.2%	10.9%	57.9%	0.0%	1.3%	0.2%	3.4%	5.7%
Uniger - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobiliario SA	1.1%	69.4%	0.6%	14.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.6%
Total	100.0%	22.5%	3.0%	20.0%	4.7%	0.4%	5.8%	0.0%	29.4%	14.2%

Fonte: CMVM

Legenda: DP - Dívida Pública; Outros FP - Outros Fundos Públicos; TP - Títulos de Participação; UP's - Unidades de Participação; Outros ID - Outros Instrumentos de Dívida.

Nota: Dado os valores pouco significativos da componente "outros valores a regularizar", esta não é apresentada na tabela supra, pelo que os montantes das restantes rubricas foram reponderadas tendo em consideração o valor daquela componente.

Tabela 3 - Decomposição percentual da composição da carteira das SGFIM (2º semestre 1996)

Entidade gestora	Quota	DP	Outros FP	Obrigações	Ações	TP	UP's	Direitos	Outros ID	Liquidez
Banifundos - Soc. Gestora de Fundos Inv. Mobil. SA	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.7%	69.3%
Barclays Fundos SA	3.7%	24.6%	5.8%	8.5%	2.8%	0.0%	5.6%	0.0%	12.2%	40.4%
BBV Gest - Soc. Gestora de Fundos Inv. Mobil. SA	0.9%	61.4%	0.0%	29.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	7.2%
BCI - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliario SA	2.3%	2.8%	0.5%	39.8%	35.7%	0.0%	0.2%	0.6%	11.0%	9.6%
BCP Investimentos - Fundos Mobiliários. SA	21.6%	13.2%	1.4%	35.0%	8.5%	0.0%	6.1%	0.0%	25.9%	9.8%
BNC Gerfundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.1%	26.7%	3.2%	55.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	9.5%
BPI Fundos - Gestão de Fundos de Inves. Mobiliario. SA	8.5%	23.9%	0.1%	13.7%	7.2%	0.0%	6.1%	0.0%	28.9%	20.0%
Caixagest - Tecnicas de Gestão de Fundos SA	24.2%	28.0%	3.2%	14.1%	2.3%	0.4%	6.5%	0.0%	35.2%	10.2%
Central Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.7%	15.1%	1.5%	33.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.6%	31.0%
Chemical Fundos. SA	0.0%	18.4%	0.4%	10.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.8%	51.9%
CPG - Comp. Port. Gestão Fundos Invest. Mobiliario SA	5.0%	13.4%	0.6%	49.5%	12.0%	2.0%	4.8%	0.1%	13.9%	3.7%
DB Fundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobil. SA	0.0%	6.3%	0.4%	1.3%	45.8%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	45.9%
ESAF - Espirito Santo Fundos Invest. Mobiliario SA	12.2%	18.7%	3.2%	23.2%	2.8%	0.4%	18.1%	0.0%	0.0%	33.6%
Eurovalor - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliario SA	3.0%	13.5%	0.6%	36.4%	5.6%	0.0%	0.0%	0.2%	17.6%	26.1%
Gerifirme - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliário SA	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Hispano Portuguesa - Soc. Gest. Fundos Invest. Mob. SA	0.0%	42.7%	0.0%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	54.1%	0.7%
Investil - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliario. SA	4.4%	27.6%	1.0%	26.9%	4.1%	1.3%	0.3%	0.0%	19.6%	19.2%
M. Fundos - Gestora Fundos Invest. Mobiliario SA	1.8%	41.7%	2.0%	37.7%	1.3%	0.1%	0.0%	0.0%	9.3%	7.9%
MG Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobiliario SA	1.0%	12.0%	1.9%	52.6%	2.4%	0.4%	0.0%	0.0%	1.7%	29.0%
Plurifundos - Soc. Gest. Fundos Inv. Mobiliario SA	3.9%	52.0%	11.4%	13.7%	0.9%	0.5%	1.5%	0.0%	4.1%	15.8%
Primogest - Gestão de Fundos Mobiliarios SA	1.7%	5.0%	0.2%	32.1%	14.7%	1.2%	0.0%	0.1%	36.2%	10.4%
SIFTA - Soc. Gestão Fundo Tesouraria Atlantica SA	0.7%	5.1%	2.2%	15.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	42.2%	35.0%
Soc. Gest. Fund. Inv. Mob. Credit Lyonnais Portugal SA	1.2%	22.7%	3.8%	9.3%	0.0%	0.0%	0.4%	0.0%	62.0%	1.8%
Sogeval - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobiliario SA	0.5%	28.3%	9.1%	45.6%	2.8%	1.0%	0.0%	0.0%	4.4%	8.8%
Tottafundos SA	2.5%	25.5%	1.4%	12.0%	41.5%	0.0%	1.9%	0.3%	6.2%	11.3%
Total	100.0%	21.9%	2.5%	24.5%	6.6%	0.4%	6.2%	0.0%	21.7%	16.2%

Fonte: CMVM

Legenda: DP - Dívida Pública; Outros FP - Outros Fundos Públicos; TP - Títulos de Participação; UP's - Unidades de Participação; Outros ID - Outros Instrumentos de Dívida.

Nota: Dado os valores pouco significativos da componente "outros valores a regularizar", esta não é apresentada na tabela supra, pelo que os montantes das restantes rubricas foram reponderadas tendo em consideração o valor daquela componente.

Tabela 4 - Decomposição percentual da composição da carteira das SGFIM (1º semestre 1997)

Entidade gestora	Quota	DP	Outros FP	Obrigações	Acções	TP	UP's	Direitos	Outros ID	Liquidez
AF Investimentos - Fundos Mobiliarios SA	20.2%	12.6%	1.3%	42.6%	11.6%	0.0%	16.6%	0.0%	1.3%	14.0%
Banifundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobil. SA	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.6%	81.4%
Barclays Fundos SA	3.0%	23.4%	8.8%	9.5%	9.0%	0.0%	4.5%	0.0%	1.1%	43.7%
BBV Gest - Soc. Gestora de Fundos Inv. Mobil. SA	0.6%	46.6%	0.0%	40.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.8%
BCI - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliario SA	2.4%	2.1%	0.0%	38.7%	46.7%	0.0%	0.7%	0.0%	5.2%	6.7%
BNC Gerfundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.0%	25.7%	3.2%	58.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.7%	3.7%
BPI Fundos - Gestão de Fundos de Inves. Mobiliario SA	9.6%	19.5%	0.1%	14.7%	17.0%	0.0%	5.9%	0.0%	14.8%	28.0%
Caixagest - Tecnicas de Gestão de Fundos SA	23.7%	23.1%	3.5%	11.5%	4.2%	0.4%	13.8%	0.0%	36.1%	7.3%
Central Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.8%	12.0%	1.1%	34.4%	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%	15.1%	34.1%
Chemical Fundos. SA	0.0%	34.5%	0.3%	10.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	54.9%
CPG - Comp. Port. Gestão Fundos Invest. Mobil. SA	6.0%	9.6%	0.5%	54.7%	7.4%	1.1%	14.2%	0.0%	0.1%	12.4%
DB Fundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobil. SA	0.2%	0.9%	0.0%	0.2%	94.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%
ESAF - Espirito Santo Fundos Invest. Mobiliario SA	11.2%	11.0%	2.5%	28.8%	4.1%	0.2%	27.0%	0.0%	8.0%	18.3%
Eurovalor - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliario SA	2.6%	13.8%	0.5%	38.0%	9.2%	0.0%	0.0%	0.1%	20.1%	18.3%
Finivalor - SGFM SA	0.1%	0.4%	0.0%	19.3%	64.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.9%
Hispano Portuguesa - Soc. Gest. Fundos Invest. Mob. SA	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Investil- Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliario SA	4.5%	20.6%	0.5%	24.8%	4.5%	1.1%	4.5%	0.0%	12.8%	31.2%
M. Fundos - Gestora Fundos Invest. Mobiliario SA	2.5%	18.2%	4.4%	47.9%	17.8%	0.1%	0.0%	0.0%	1.7%	9.8%
MG Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobiliario SA	1.3%	6.0%	1.1%	46.0%	7.1%	0.2%	0.0%	0.0%	8.3%	31.4%
Plurifundos - Soc. Gest. Fundos Inv. Mobiliario SA	3.1%	43.7%	12.0%	16.8%	1.8%	0.6%	4.1%	0.0%	5.5%	15.6%
Primogest - Gestão de Fundos Mobiliarios SA	2.3%	4.7%	0.1%	66.7%	15.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	12.1%
SIFTA - Soc. Gestão Fundo Tesouraria Atlantica SA	0.9%	0.5%	2.2%	18.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	38.8%	39.9%
Soc. Gest. Fund. Inv. Mob. Credit Lyonnais Portugal SA	1.0%	26.8%	3.4%	8.0%	0.0%	0.0%	2.1%	0.0%	59.2%	0.6%
Tottafundos SA	3.8%	12.6%	1.3%	9.8%	34.6%	0.1%	14.7%	0.5%	4.6%	21.7%
Total	100.0%	16.8%	2.3%	27.9%	10.2%	0.3%	12.2%	0.0%	13.9%	16.5%

Fonte: CMVM

Legenda: DP - Dívida Pública; Outros FP - Outros Fundos Públicos; TP - Títulos de Participação; UP's - Unidades de Participação; Outros ID - Outros Instrumentos de Dívida.

Nota: Dado os valores pouco significativos da componente "outros valores a regularizar", esta não é apresentada na tabela supra, pelo que os montantes das restantes rubricas foram reponderadas tendo em consideração o valor daquela componente.

Tabela 5 - Decomposição percentual da composição da carteira das SGFIM (2º semestre 1997)

Entidade gestora	Quota	DP	Outros FP	Obrigações	Acções	TP	UP's	Direitos	Outros ID	Liquidez
<i>AF Investimentos - Fundos Mobiliarios SA</i>	20.1%	11.3%	1.1%	38.2%	12.0%	0.0%	26.2%	0.2%	0.5%	10.5%
<i>Banifundos – Soc. Gestora Fundos Invest. Mobil. SA</i>	0.2%	15.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.2%	66.3%
<i>Barclays Fundos SA</i>	2.8%	30.4%	8.5%	7.5%	9.4%	0.0%	3.0%	0.4%	6.6%	34.2%
<i>BBV Gest - Soc. Gestora de Fundos Inv. Mobil. SA</i>	0.5%	26.3%	0.0%	48.5%	8.4%	0.0%	0.0%	0.4%	2.6%	13.8%
<i>BCI - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliario SA</i>	2.7%	0.8%	0.0%	29.3%	41.2%	0.0%	0.6%	2.1%	6.5%	19.5%
<i>BNC Gerefundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA</i>	0.0%	25.1%	3.1%	58.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.7%	5.6%
<i>BPI Fundos - Gestão de Fundos de Inves. Mobiliario SA</i>	14.0%	25.9%	0.4%	12.1%	20.2%	0.0%	2.7%	0.5%	11.7%	26.2%
<i>Caixagest - Tecnicas de Gestão de Fundos. SA</i>	23.0%	26.5%	3.6%	12.0%	5.4%	0.2%	18.3%	0.1%	11.8%	22.2%
<i>Central Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA</i>	0.8%	11.3%	1.6%	37.6%	9.7%	0.0%	0.0%	0.4%	11.4%	28.0%
<i>Chemical Fundos. SA</i>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<i>CPG - Comp. Port. Gestão Fundos Invest. Mobiliario SA</i>	5.8%	9.3%	0.5%	49.4%	8.1%	0.6%	21.2%	0.1%	0.0%	10.9%
<i>DB Fundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobil. SA</i>	0.1%	0.4%	0.0%	0.1%	91.0%	0.0%	0.0%	6.7%	0.0%	1.9%
<i>ESAF - Espirito Santo Fundos Invest. Mobiliario SA</i>	11.1%	8.2%	1.6%	29.9%	4.9%	0.1%	23.5%	0.1%	3.1%	28.7%
<i>Eurovalor - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliario SA</i>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<i>Finivalor - SGFM. SA</i>	0.1%	0.2%	0.0%	40.1%	46.3%	0.0%	0.0%	1.6%	1.3%	10.5%
<i>Hispano Portuguesa - Soc. Gest. Fundos Invest. Mob. SA</i>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<i>Investil - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliario SA</i>	3.8%	18.5%	0.7%	30.4%	6.4%	1.1%	5.9%	0.2%	8.7%	28.2%
<i>M.Fundos - Gestora Fundos Invest. Mobiliario SA</i>	2.3%	9.4%	3.5%	48.9%	24.0%	0.3%	4.2%	1.6%	1.5%	6.6%
<i>MG Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobiliario SA</i>	1.4%	4.5%	1.0%	43.4%	11.6%	0.2%	0.0%	0.2%	8.3%	30.9%
<i>Plurifundos – Soc. Gest. Fundos Inv. Mobiliario SA</i>	3.2%	24.0%	13.1%	29.6%	3.6%	0.5%	8.3%	0.2%	8.4%	12.3%
<i>Primogest - Gestão de Fundos Mobiliarios SA</i>	2.7%	7.1%	0.1%	61.6%	11.5%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	19.5%
<i>SIFTA - Soc. Gestão Fundo Tesouraria Atlantica SA</i>	0.9%	0.4%	1.7%	14.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	44.5%	38.9%
<i>Soc. Gest. Fund. Inv. Mob. Credit Lyonnais Portugal SA</i>	0.9%	31.1%	3.6%	7.8%	0.0%	0.0%	3.5%	0.0%	53.5%	0.6%
<i>Tottafundos SA</i>	3.5%	11.5%	1.5%	10.4%	29.8%	0.1%	23.6%	1.7%	4.0%	17.3%
Total	100.0%	17.1%	2.2%	26.2%	11.7%	0.2%	15.3%	0.4%	7.0%	20.1%

Fonte: CMVM

Legenda: DP - Dívida Pública; Outros FP - Outros Fundos Públicos; TP - Títulos de Participação; UP's - Unidades de Participação; Outros ID - Outros Instrumentos de Dívida.

Nota: Dado os valores pouco significativos da componente “outros valores a regularizar”, esta não é apresentada na tabela supra, pelo que os montantes das restantes rubricas foram reponderadas tendo em consideração o valor daquela componente.

Tabela 6 - Decomposição percentual da composição da carteira das SGFIM (1º semestre 1998)

Entidade gestora	Quota	DP	Outros FP	Obrigações	Acções	TP	UP's	Direitos	Outros ID	Liquidez
AF Investimentos - Fundos Mobiliários SA	28.3%	12.3%	0.8%	42.1%	12.0%	0.1%	26.0%	0.1%	0.1%	6.6%
Banifundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobil. SA	0.4%	12.7%	0.0%	3.9%	16.9%	0.0%	0.0%	0.1%	12.4%	54.0%
Barclays Fundos SA	2.7%	42.7%	5.2%	3.9%	14.6%	0.0%	3.0%	0.4%	8.1%	22.1%
BBV Gest - Soc. Gestora de Fundos Inv. Mobil. SA	0.5%	19.2%	0.0%	37.0%	18.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.7%	20.0%
BNC Gerfundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.0%	23.5%	2.5%	50.6%	7.9%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	13.4%
BPI Fundos - Gestão de Fundos de Inves. Mobiliário SA	14.6%	19.2%	1.4%	12.0%	26.7%	0.1%	2.4%	0.2%	11.2%	26.9%
Caixagest - Técnicas de Gestão de Fundos SA	23.4%	22.0%	5.0%	10.8%	9.9%	0.1%	21.2%	0.3%	10.0%	20.7%
Central Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.8%	10.2%	1.3%	37.0%	13.8%	0.1%	0.0%	0.0%	11.8%	25.9%
DB Fundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobil. SA	0.2%	0.4%	0.0%	0.1%	96.0%	0.0%	0.0%	5.6%	0.0%	-2.2%
ESAF - Espírito Santo Fundos Invest. Mobiliário SA	9.8%	7.1%	2.4%	36.5%	5.8%	0.1%	27.3%	0.1%	2.2%	18.5%
Finivalor - SGFM SA	0.2%	2.0%	0.0%	49.0%	38.6%	0.0%	0.0%	0.5%	2.1%	7.8%
Investil - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliário SA	3.5%	12.8%	1.1%	43.2%	9.2%	0.8%	6.3%	0.1%	20.9%	5.6%
M. Fundos - Gestora Fundos Invest. Mobiliário SA	2.5%	5.1%	1.8%	41.7%	36.7%	0.3%	4.0%	0.9%	1.9%	7.6%
MC Fundos - Soc. Gestora de Fundos de Inv. Mob. SA	7.9%	15.9%	4.3%	19.4%	15.6%	0.3%	19.0%	0.4%	8.7%	16.4%
MG Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobiliário SA	1.6%	3.9%	0.7%	50.3%	11.5%	0.1%	0.0%	0.2%	8.2%	25.0%
Privado Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.0%	8.4%	0.0%	9.5%	2.7%	0.0%	52.3%	0.0%	0.0%	27.2%
Santander - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	3.3%	1.5%	0.1%	24.8%	47.9%	0.0%	0.6%	1.8%	0.7%	22.6%
Soc. Gest. Fund. Inv. Mob. Credit Lyonnais Portugal SA	0.6%	27.8%	4.1%	18.4%	0.0%	0.0%	4.0%	0.0%	36.7%	8.9%
Total	100.0%	15.6%	2.4%	26.3%	15.2%	0.1%	17.3%	0.3%	6.4%	16.3%

Fonte: CMVM

Legenda: DP - Dívida Pública; Outros FP - Outros Fundos Públicos; TP - Títulos de Participação; UP's - Unidades de Participação; Outros ID - Outros Instrumentos de Dívida

Nota: Dado os valores pouco significativos da componente "outros valores a regularizar", esta não é apresentada na tabela supra, pelo que os montantes das restantes rubricas foram reponderadas tendo em consideração o valor daquela componente.

Tabela 7 -Decomposição percentual da composição da carteira das SGFIM (2º semestre 1998)

Entidade gestora	Quota	DP	Outros FP	Obrigações	Acções	TP	UP's	Direitos	Outros ID	Liquidez
AF Investimentos - Fundos Mobiliários SA	27.6%	15.7%	1.0%	39.1%	13.9%	0.1%	25.8%	0.0%	0.0%	4.5%
Banifundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobil. SA	0.5%	20.0%	0.0%	5.5%	12.3%	0.0%	0.0%	0.1%	8.4%	53.6%
Barclays Fundos SA	2.8%	40.4%	4.8%	5.9%	13.1%	0.0%	2.5%	0.6%	7.7%	25.0%
BBV Gest - Soc. Gestora de Fundos Inv. Mobil. SA	0.6%	22.2%	0.0%	31.0%	15.2%	0.0%	0.0%	0.1%	3.1%	28.4%
BNC Gerfundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.0%	23.4%	2.4%	50.6%	9.2%	0.0%	0.0%	0.1%	8.1%	6.2%
BPI Fundos - Gestão de Fundos de Inves. Mobiliário SA	15.3%	30.3%	0.4%	14.8%	19.3%	0.2%	1.6%	0.3%	12.0%	21.1%
Caixagest - Técnicas de Gestão de Fundos SA	21.6%	25.4%	4.7%	10.6%	10.2%	0.1%	20.7%	0.1%	14.1%	14.0%
Central Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.7%	13.0%	1.2%	42.2%	19.7%	0.1%	0.0%	0.3%	3.2%	20.2%
DB Fundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobil. SA	0.2%	0.4%	0.0%	0.0%	90.4%	0.0%	0.0%	5.0%	0.0%	4.1%
ESAF - Espírito Santo Fundos Invest. Mobiliário SA	11.2%	8.4%	2.7%	30.2%	6.0%	0.1%	26.1%	0.1%	1.7%	24.6%
Finivalor - SGFM SA	0.2%	0.6%	0.0%	54.9%	25.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.6%
Investil - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliário SA	3.9%	9.3%	0.5%	45.3%	8.4%	1.0%	4.5%	0.2%	18.5%	12.3%
M. Fundos - Gestora Fundos Invest. Mobiliário SA	2.7%	1.4%	1.6%	40.0%	34.9%	0.3%	4.9%	0.4%	5.3%	11.2%
MC Fundos - Soc. Gestora de Fundos de Inv. Mob. SA	7.3%	21.4%	3.3%	24.4%	15.2%	0.5%	15.0%	0.2%	1.3%	18.6%
MG Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobiliário SA	1.6%	5.0%	0.5%	53.2%	10.4%	0.1%	0.0%	0.1%	7.2%	23.5%
Privado Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.1%	8.2%	0.0%	11.4%	9.1%	0.0%	55.9%	0.0%	0.0%	15.2%
Santander - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	3.2%	1.2%	1.0%	27.2%	37.5%	0.0%	0.2%	1.2%	0.0%	31.7%
Soc. Gest. Fund. Inv. Mob. Credit Lyonnais Portugal SA	0.5%	28.9%	4.9%	24.4%	0.0%	0.0%	3.9%	0.0%	29.3%	8.6%
Total	100.0%	19.1%	2.2%	26.1%	14.3%	0.2%	16.3%	0.2%	6.6%	15.1%

Fonte: CMVM

Legenda: DP - Dívida Pública; Outros FP - Outros Fundos Públicos; TP - Títulos de Participação; UP's - Unidades de Participação; Outros ID - Outros Instrumentos de Dívida.

Nota: Dado os valores pouco significativos da componente "outros valores a regularizar", esta não é apresentada na tabela supra, pelo que os montantes das restantes rubricas foram reponderadas tendo em consideração o valor daquela componente.

Tabela 8 - Decomposição percentual da composição da carteira das SGFIM (1º semestre 1999)

Entidade gestora	Quota	DP	Outros FP	Obrigações	Acções	TP	UP's	Direitos	Outros ID	Liquidez	Nº fundos (1)/Total fundos	
AF Investimentos - Fundos Mobiliários SA	27.5%	13.3%	0.9%	41.3%	15.9%	0.1%	23.8%	0.0%	0.0%	4.8%	43	16.2%
Alrimo	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	57.3%	0.0%	0.0%	0.5%	0.0%	42.2%	1	0.4%
Banifundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobil. SA	0.4%	25.5%	0.0%	11.7%	13.2%	0.0%	0.0%	0.3%	5.8%	43.5%	4	1.5%
Barclays Fundos SA	2.8%	48.6%	4.6%	7.7%	11.0%	0.0%	4.6%	0.0%	9.3%	14.2%	9	3.4%
BBV Gest - Soc. Gestora de Fundos Inv. Mobil. SA	1.1%	22.2%	2.3%	29.9%	8.4%	0.0%	1.1%	0.1%	15.8%	20.4%	9	3.4%
BNC Gerfundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.0%	22.2%	2.3%	48.5%	15.3%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	11.5%	2	0.8%
BPI Fundos - Gestão de Fundos de Invest. Mobiliário SA	15.2%	24.0%	0.7%	20.1%	20.3%	0.2%	1.5%	0.0%	15.6%	17.5%	22	8.3%
Caixagest - Técnicas de Gestão de Fundos. SA	20.1%	24.9%	4.4%	13.1%	9.7%	0.1%	18.0%	0.0%	14.0%	15.8%	24	9.1%
Central Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.8%	9.4%	1.5%	51.3%	13.3%	0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	23.8%	8	3.0%
DB Fundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobil. SA	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	83.3%	0.0%	9.8%	6.4%	0.0%	0.4%	5	1.9%
ESAF - Espírito Santo Fundos Invest. Mobiliário SA	9.4%	10.6%	1.4%	39.3%	7.3%	0.1%	30.0%	0.0%	1.8%	9.4%	42	15.8%
Finivalor - SGFM SA	0.3%	1.1%	0.0%	62.5%	24.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.1%	7	2.6%
Investil - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliário SA	4.7%	5.3%	0.3%	59.3%	7.6%	0.9%	3.0%	0.6%	4.5%	18.6%	18	6.8%
Mello Afim	3.1%	9.7%	2.2%	44.1%	29.5%	0.3%	4.2%	0.2%	0.0%	9.8%	20	7.5%
MG Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobiliário SA	1.9%	3.2%	0.4%	43.8%	7.3%	0.1%	0.0%	0.1%	6.6%	38.5%	6	2.3%
Privado Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.1%	6.3%	0.0%	17.3%	0.7%	0.0%	60.0%	0.0%	0.0%	15.7%	5	1.9%
Santander - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	3.2%	0.91%	0.0%	31.44%	36.41%	0.0%	0.12%	0.67%	0.0%	30.55%	17	6.4%
Santander Fundos	9.2%	17.9%	2.0%	28.1%	10.9%	0.5%	9.4%	0.2%	6.2%	24.9%	23	8.7%
Total	100%	17.4%	1.8%	30.6%	14.5%	0.2%	14.5%	0.1%	6.7%	14.2%	265	-

Fonte: CMVM

Legenda: DP - Dívida Pública; Outros FP - Outros Fundos Públicos; TP - Títulos de Participação; UP's - Unidades de Participação; Outros ID - Outros Instrumentos de Dívida.

Nota: Dado os valores pouco significativos da componente "outros valores a regularizar", esta não é apresentada na tabela supra, pelo que os montantes das restantes rubricas foram reponderadas tendo em consideração o valor daquela componente.

Tabela 9 - Decomposição percentual da composição da carteira das SGFIM (2º semestre 1999)

Entidade gestora	Quota	DP	Outros FP	Obrigações	Ações	TP	UP's	Direitos	Outros ID	Liquidez	Nº fundos (1)	(1)/Total fundos
AF Investimentos - Fundos Mobiliários SA	27.9%	10.9%	0.7%	41.6%	20.1%	0.1%	23.0%	0.0%	0.0%	3.6%	44	16.2%
Alrimo	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	91.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.9%	1	0.4%
Banifundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobil. SA	0.2%	2.5%	0.5%	36.2%	24.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	36.6%	4	1.5%
Barclays Fundos. SA	2.6%	30.6%	6.0%	11.7%	15.8%	0.0%	5.7%	0.0%	10.9%	19.3%	10	3.7%
BBV Gest - Soc. Gestora de Fundos Inv. Mobil. SA	1.0%	9.0%	2.5%	37.8%	11.2%	0.0%	1.0%	0.0%	27.3%	11.2%	11	4.0%
BIG Fundos	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	89.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.9%	2	0.7%
BNC Gerfundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.1%	8.1%	1.8%	36.5%	24.3%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	29.2%	5	1.8%
BPI Fundos - Gestão de Fundos de Inves. Mobiliário SA	15.1%	20.0%	0.4%	23.1%	24.3%	0.2%	1.1%	0.0%	17.2%	13.6%	23	8.5%
BPN Fundos	0.0%	0.0%	0.0%	11.5%	44.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	44.2%	3	1.1%
Caixagest - Técnicas de Gestão de Fundos. SA	18.1%	15.7%	2.5%	20.8%	12.6%	0.2%	15.4%	0.0%	15.3%	17.4%	24	8.8%
Central Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.8%	7.7%	1.8%	39.5%	17.6%	0.1%	0.0%	0.0%	2.3%	31.1%	7	2.6%
DB Fundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobil. SA	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	81.5%	0.0%	9.4%	3.6%	0.0%	5.5%	5	1.8%
ESAF - Espírito Santo Fundos Invest. Mobiliário SA	11.9%	7.0%	0.6%	24.9%	7.4%	0.1%	36.7%	0.0%	1.5%	21.9%	35	12.9%
Finivalor - SGFM. SA	0.4%	8.9%	0.0%	49.4%	23.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.5%	7	2.6%
Investil - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliário SA	5.0%	3.2%	0.1%	68.0%	10.0%	1.0%	2.6%	0.3%	0.0%	14.7%	19	7.0%
Mello Afim	3.1%	7.1%	2.4%	38.7%	36.6%	0.3%	3.6%	0.0%	0.0%	11.3%	20	7.4%
MG Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobiliário SA	1.5%	1.5%	0.2%	45.2%	9.9%	0.1%	0.0%	0.0%	2.2%	40.9%	6	2.2%
Privado Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%	76.5%	0.0%	0.0%	22.6%	5	1.8%
Santander - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	3.5%	0.7%	0.0%	26.9%	49.9%	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%	22.2%	18	6.6%
Santander Fundos	8.4%	8.8%	2.4%	41.6%	15.2%	0.7%	7.3%	0.0%	0.5%	23.6%	23	8.5%
Total	100%	11.9%	1.3%	32.9%	18.4%	0.2%	14.8%	0.0%	6.2%	14.4%	272	-

Fonte: CMVM

Legenda: DP - Dívida Pública; Outros FP - Outros Fundos Públicos; TP - Títulos de Participação; UP's - Unidades de Participação; Outros ID - Outros Instrumentos de Dívida.

Nota: Dado os valores pouco significativos da componente "outros valores a regularizar", esta não é apresentada na tabela supra, pelo que os montantes das restantes rubricas foram reponderadas tendo em consideração o valor daquela componente.

Tabela 10 - Decomposição percentual da composição da carteira das SGFIM (1º semestre 2000)

Entidade gestora	Quota	DP	Outros FP	Obrigações	Acções	TP	UP's	Direitos	Outros ID	Liquidez	Nº fundos (1)	(1)/Total fundos
AF Investimentos - Fundos Mobiliários SA	33.9%	9.8%	0.2%	33.8%	20.3%	0.1%	23.6%	0.0%	0.0%	12.3%	47	16.0%
Alrimo	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	85.2%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	14.2%	1	0.3%
Banifundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobil. SA	0.4%	9.9%	0.8%	27.2%	23.7%	0.0%	15.4%	0.2%	0.0%	22.8%	12	4.1%
Barclays Fundos SA	2.5%	33.4%	6.6%	29.0%	12.6%	0.0%	7.0%	1.1%	7.6%	2.7%	10	3.4%
BBV Gest - Soc. Gestora de Fundos Inv. Mobil. SA	1.1%	8.4%	2.4%	44.7%	10.8%	0.0%	0.7%	0.1%	20.7%	12.1%	11	3.7%
BIG Fundos	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	71.9%	0.0%	18.7%	0.0%	0.0%	9.4%	4	1.4%
BNC Gerfundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.1%	11.4%	0.0%	43.8%	33.0%	0.0%	0.1%	2.4%	0.0%	9.3%	5	1.7%
BPI Fundos - Gestão de Fundos de Inves. Mobiliário SA	16.4%	21.1%	0.0%	26.3%	26.5%	0.1%	0.8%	0.1%	16.5%	8.5%	25	8.5%
BPN Fundos	0.1%	1.7%	0.0%	50.1%	27.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.9%	3	1.0%
Caixagest - Técnicas de Gestão de Fundos. SA	16.9%	15.3%	2.7%	27.6%	11.2%	0.2%	14.0%	0.3%	14.5%	14.2%	24	8.2%
Central Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.8%	6.5%	1.8%	42.7%	12.5%	0.1%	0.1%	0.3%	4.3%	31.7%	7	2.4%
DB Fundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobil. SA	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	71.3%	0.0%	8.8%	3.9%	0.0%	16.0%	5	1.7%
ESAF - Espírito Santo Fundos Invest. Mobiliário SA	8.4%	4.3%	0.8%	34.4%	12.3%	0.2%	26.3%	0.2%	5.3%	16.2%	33	11.2%
Finioalor - SGFM SA	0.4%	13.7%	0.0%	56.2%	21.4%	0.0%	0.0%	0.9%	0.0%	7.9%	7	2.4%
Investil - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliário SA	5.1%	3.3%	0.1%	76.5%	10.5%	1.5%	2.4%	0.2%	1.8%	3.7%	19	6.5%
Mello Afim	3.2%	1.3%	1.9%	46.2%	34.7%	0.3%	3.9%	0.9%	0.0%	10.8%	21	7.1%
MG Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobiliário SA	1.5%	0.4%	0.1%	49.3%	8.9%	0.1%	0.0%	0.3%	1.6%	39.2%	8	2.7%
Privado Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	86.7%	0.0%	0.0%	13.3%	3	1.0%
Santander - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	4.3%	1.0%	0.0%	34.4%	39.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%	25.3%	26	8.8%
Santander Fundos	4.5%	7.4%	1.0%	38.4%	20.5%	0.7%	6.4%	0.1%	0.0%	25.5%	23	7.8%
Total	100%	11.4%	0.9%	34.6%	19.6%	0.2%	13.6%	0.2%	6.2%	13.3%	294	-

Fonte: CMVM

Legenda: DP - Dívida Pública; Outros FP - Outros Fundos Públicos; TP - Títulos de Participação; UP's - Unidades de Participação; Outros ID - Outros Instrumentos de Dívida.

Nota: Dado os valores pouco significativos da componente "outros valores a regularizar", esta não é apresentada na tabela supra, pelo que os montantes das restantes rubricas foram reponderadas tendo em consideração o valor daquela componente.

Tabela 11 - Decomposição percentual da composição da carteira das SGFIM (2º semestre 2000)

Entidade gestora	Quota	DP	Outros FP	Obrigações	Ações	TP	UP's	Direitos	Outros ID	Liquidez	Nº fundos (1)	(1)/Total fundos
<i>AF Investimentos - Fundos Mobiliários. SA</i>	37.2%	9.6%	0.2%	39.4%	19.4%	0.3%	22.4%	0.0%	2.7%	6.0%	36	13.8%
<i>Alrimo</i>	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	73.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	26.1%	1	0.4%
<i>Banifundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobil. SA</i>	0.4%	10.6%	1.4%	31.6%	23.3%	0.0%	20.4%	0.0%	0.0%	12.7%	12	4.6%
<i>Barclays Fundos SA</i>	2.6%	18.0%	0.0%	46.3%	10.7%	0.0%	6.7%	0.0%	8.7%	9.6%	10	3.8%
<i>BBV Gest - Soc. Gestora de Fundos Inv. Mobil. SA</i>	1.1%	5.3%	2.1%	49.5%	13.1%	0.0%	0.0%	0.0%	24.6%	5.5%	9	3.5%
<i>BIG Fundos</i>	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	40.8%	0.0%	46.5%	0.0%	0.0%	12.6%	5	1.9%
<i>BNC Gerfundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA</i>	0.1%	6.5%	0.0%	29.4%	21.8%	0.0%	20.9%	0.0%	0.0%	21.5%	8	3.1%
<i>BPI Fundos - Gestão de Fundos de Inves. Mobiliário. SA</i>	17.2%	29.4%	0.0%	24.5%	26.2%	0.1%	1.2%	0.0%	8.0%	10.5%	21	8.1%
<i>BPN Fundos</i>	0.1%	17.8%	0.0%	52.4%	11.4%	0.0%	4.5%	0.0%	0.0%	13.9%	3	1.2%
<i>Caixagest - Técnicas de Gestão de Fundos. SA</i>	15.3%	15.9%	2.6%	38.0%	12.1%	0.2%	13.4%	0.0%	10.6%	7.1%	29	11.2%
<i>Central Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA</i>	0.7%	10.8%	2.0%	47.2%	13.6%	0.0%	0.1%	0.0%	2.7%	23.5%	7	2.7%
<i>DB Fundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobil. SA</i>	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	71.9%	0.0%	6.4%	3.1%	0.0%	18.6%	5	1.9%
<i>ESAF - Espírito Santo Fundos Invest. Mobiliário SA</i>	7.9%	4.6%	0.8%	31.9%	12.8%	0.2%	25.5%	0.0%	3.6%	20.6%	32	12.3%
<i>Finivalor - SGFM. SA</i>	0.4%	10.5%	0.0%	57.3%	21.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.2%	7	2.7%
<i>Investil - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliário SA</i>	5.2%	1.8%	0.0%	75.6%	9.3%	0.8%	2.3%	0.0%	0.6%	9.6%	19	7.3%
<i>Mello Afim</i>	0.7%	3.9%	0.6%	0.2%	88.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.4%	3	1.2%
<i>MG Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobiliário SA</i>	1.4%	0.5%	0.1%	61.0%	9.5%	0.1%	0.4%	0.0%	0.0%	28.4%	11	4.2%
<i>Privado Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA</i>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	82.9%	0.0%	0.0%	17.1%	3	1.2%
<i>Santander - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA</i>	8.3%	0.9%	0.0%	45.8%	29.7%	0.3%	0.0%	0.2%	0.0%	23.1%	29	11.2%
<i>Santander Fundos</i>	0.8%	33.8%	0.0%	15.4%	23.6%	0.0%	11.2%	0.2%	0.0%	15.8%	9	3.5%
Total	100%	12.6%	0.6%	38.3%	19.4%	0.2%	13.2%	0.0%	4.8%	10.8%	260	-

Fonte: CMVM

Legenda: DP - Dívida Pública; Outros FP - Outros Fundos Públicos; TP - Títulos de Participação; UP's - Unidades de Participação; Outros ID - Outros Instrumentos de Dívida.

Nota: Dado os valores pouco significativos da componente "outros valores a regularizar", esta não é apresentada na tabela supra, pelo que os montantes das restantes rubricas foram reponderadas tendo em consideração o valor daquela componente.

Tabela 12 - Decomposição percentual da composição da carteira das SGFIM (1º semestre 2001)

Entidade gestora	Quota	DP	Outros FP	Obrigações	Acções	TP	UP's	Direitos	Outros ID	Liquidez	Nº fundos (1)	(1)/Total fundos
<i>AF Investimentos - Fundos Mobiliários SA</i>	36.9%	10.3%	0.4%	45.2%	18.3%	0.1%	19.7%	0.0%	2.1%	3.8%	40	15.4%
<i>Alrimo</i>	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	96.3%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	3.6%	2	0.8%
<i>Banifundos - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobil. SA</i>	0.4%	11.3%	1.3%	34.9%	22.4%	0.0%	19.5%	0.0%	0.0%	10.6%	12	4.6%
<i>Barclays Fundos SA</i>	2.9%	18.4%	0.0%	57.1%	6.8%	0.0%	5.3%	0.0%	3.2%	9.3%	10	3.8%
<i>BBV Gest - Soc. Gestora de Fundos Inv. Mobil. SA</i>	1.8%	4.6%	1.4%	30.4%	7.6%	0.0%	1.6%	0.0%	35.8%	18.7%	10	3.8%
<i>BIG Fundos</i>	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	39.4%	0.0%	50.2%	0.0%	0.0%	10.4%	5	1.9%
<i>BNC Gerfundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA</i>	0.1%	5.4%	0.4%	43.3%	13.7%	0.0%	21.2%	0.0%	0.9%	15.0%	8	3.1%
<i>BPI Fundos - Gestão de Fundos de Inves. Mobiliário SA</i>	17.3%	28.9%	0.0%	29.7%	20.4%	0.1%	1.3%	0.0%	9.4%	10.1%	21	8.1%
<i>BPN Fundos</i>	0.1%	15.2%	0.0%	36.2%	27.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.6%	3	1.2%
<i>Caixagest - Técnicas de Gestão de Fundos. SA</i>	14.4%	14.0%	2.9%	37.9%	12.7%	0.3%	10.3%	0.0%	16.9%	5.0%	31	11.9%
<i>Central Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA</i>	0.8%	7.5%	1.9%	44.0%	10.8%	0.0%	0.1%	0.0%	2.8%	32.8%	7	2.7%
<i>ESAF - Espírito Santo Fundos Invest. Mobiliário SA</i>	6.7%	5.2%	0.7%	35.6%	12.4%	0.2%	25.3%	0.0%	6.4%	14.3%	32	12.3%
<i>Finivalor - SGFM. SA</i>	0.5%	14.0%	0.0%	59.9%	16.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.5%	7	2.7%
<i>Investil - Soc. Gestora Fundos Invest. Mobiliário SA</i>	5.6%	1.7%	0.0%	77.0%	7.5%	0.7%	1.9%	0.0%	0.5%	10.6%	19	7.3%
<i>MG Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobiliário SA</i>	1.5%	3.1%	0.1%	49.7%	8.3%	0.0%	2.8%	0.0%	8.6%	27.5%	11	4.2%
<i>Privado Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA</i>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	96.6%	0.0%	0.0%	3.4%	3	1.2%
<i>Santander - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA</i>	10.1%	2.5%	0.0%	55.1%	19.5%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	22.8%	30	11.5%
<i>Santander Fundos</i>	0.8%	39.6%	0.0%	17.3%	20.9%	0.0%	11.9%	0.0%	0.0%	10.4%	9	3.5%
Total	100%	12.7%	0.7%	43.4%	16.4%	0.2%	11.3%	0.0%	6.2%	9.2%	260	-

Fonte: CMVM

Legenda: DP - Dívida Pública; Outros FP - Outros Fundos Públicos; TP - Títulos de Participação; UP's - Unidades de Participação; Outros ID - Outros Instrumentos de Dívida.

Nota: Dado os valores pouco significativos da componente "outros valores a regularizar", esta não é apresentada na tabela supra, pelo que os montantes das restantes rubricas foram reponderadas tendo em consideração o valor daquela componente.

Tabela 13 - Decomposição percentual da composição da carteira das SGFIM (2º semestre 2001)

Entidade gestora	Quota	DP	Outros FP	Obrigações	Acções	TP	UP's	Direitos	Outros ID	Liquidez	Nº fundos (1)	(1)/Total fundos
AF Investimentos - Fundos Mobiliários SA	34.8%	8.9%	0.5%	48.3%	16.4%	0.1%	16.2%	0.0%	0.1%	9.5%	40	15.3%
Alrimo - Gestão Fundos Investimento Mobiliário SA	0.1%	1.5%	0.0%	0.0%	90.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.2%	3	1.1%
BBV Gest - Soc. Gestora de Fundos Inv. Mobil. SA	1.9%	4.5%	1.2%	24.0%	5.4%	0.0%	1.6%	0.0%	41.3%	21.8%	9	3.4%
BIG Fundos - Soc. Gestora Fundos Inv. Mobil. SA	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	49.0%	0.0%	49.6%	0.0%	0.0%	1.3%	5	1.9%
BNC Gerfundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.1%	5.1%	0.5%	45.3%	12.3%	0.0%	18.3%	0.0%	0.3%	18.1%	8	3.1%
BPI Fundos - Gestão de Fundos de Inves. Mobiliário SA	17.3%	34.5%	0.0%	30.9%	15.5%	0.0%	1.0%	0.0%	8.7%	9.3%	23	8.8%
BPN Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobiliário SA	0.1%	9.9%	0.0%	38.2%	31.8%	0.0%	3.6%	0.0%	0.0%	16.5%	4	1.5%
Banifundos Cisalpina - SGFIM SA	0.4%	4.7%	0.0%	43.5%	15.9%	0.0%	15.3%	0.0%	0.0%	20.6%	12	4.6%
Barclays Fundos SA	2.9%	28.7%	0.0%	38.6%	6.6%	0.0%	4.0%	0.2%	8.6%	13.2%	10	3.8%
Caixagest - Técnicas de Gestão de Fundos SA	20.2%	6.7%	2.0%	39.1%	9.9%	0.2%	5.4%	0.0%	22.6%	14.0%	50	19.1%
Central Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mob. SA	0.8%	4.6%	2.8%	50.2%	8.8%	0.0%	0.2%	0.0%	4.8%	28.4%	6	2.3%
ESAF - Espírito Santo Fundos Invest. Mobiliário SA	6.6%	4.6%	0.2%	45.3%	10.5%	0.2%	20.1%	0.1%	6.3%	12.8%	30	11.5%
Finivalor - SGFM SA	0.5%	8.3%	2.2%	58.8%	13.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.3%	7	2.7%
MG Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobiliário SA	1.6%	2.1%	1.5%	35.2%	7.8%	0.0%	2.4%	0.0%	7.8%	43.1%	11	4.2%
Morgan Stanley Dean Witter-Portugal. SGFIM SA	0.0%	31.6%	0.0%	22.9%	9.7%	0.0%	0.0%	0.3%	3.9%	31.5%	4	1.5%
Privado Fundos - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	67.9%	0.0%	0.0%	32.1%	3	1.1%
Santander - Soc. Gest. Fundos Invest. Mobil. SA	12.6%	5.0%	0.0%	60.5%	15.2%	0.0%	0.8%	0.0%	0.0%	18.5%	37	14.1%
Total	100.0%	12.4%	0.7%	43.7%	13.8%	0.1%	8.7%	0.0%	7.7%	12.9%	262	100.0%

Fonte: CMVM

Legenda: DP - Dívida Pública; Outros FP - Outros Fundos Públicos; TP - Títulos de Participação; UP's - Unidades de Participação; Outros ID - Outros Instrumentos de Dívida.

Nota: Dado os valores pouco significativos da componente "outros valores a regularizar", esta não é apresentada na tabela supra, pelo que os montantes das restantes rubricas foram reponderadas tendo em consideração o valor daquela componente.

ANEXO 4

Tabela 1 – Taxas e Comissões Cobradas em % do Valor Líquido Total do Fundo - PPA

PPA	1999				2000			
	Média	Mediana	Máx.	Min.	Média	Mediana	Máx.	Min.
Taxas de Corretagem / Valor do Fundo (1)	0,5%	0,5%	1,5%	0,0%	0,9%	0,7%	2,2%	0,0%
Taxas de Operações de Bolsa / Valor do Fundo (2)	0,1%	0,1%	0,5%	0,0%	0,2%	0,1%	0,4%	0,0%
Comissões de Gestão / Valor do Fundo (4)	1,0%	1,0%	1,8%	0,0%	1,6%	1,3%	4,3%	0,0%
Comissões de Deposito / Valor do Fundo (5)	0,4%	0,3%	1,0%	0,0%	0,6%	0,4%	2,1%	0,0%
Outras Comissões / Valor do Fundo (6)	0,2%	0,0%	2,0%	0,0%	0,2%	0,0%	2,0%	0,0%
[(1)+(2)] / Valor do Fundo	0,6%	0,6%	1,7%	0,1%	1,1%	0,8%	2,6%	0,2%
[(4)+(5)+(6)] / Valor do Fundo	1,5%	1,7%	2,3%	0,0%	2,4%	2,0%	6,4%	1,2%
Todas as Taxas e Comissões / Valor do Fundo	2,2%	2,1%	3,3%	0,9%	3,4%	3,0%	7,1%	2,0%
Valorização	11,2%	10,5%	21,4%	6,4%	-6,5%	-8,4%	5,1%	-16,7%
Desvio Padrão	15,6%	15,7%	24,0%	3,6%	23,5%	19,5%	40,4%	17,8%

Tabela 2 – Taxas e Comissões Cobradas em % do Valor Líquido Total do Fundo –

Por Entidade Gestora – PPA (1999)

PPA	Banif	Barclay	BBVA	BNC	AF	BPI	Investil	Caixa	Central	EASF	Finibanco	Santander
Taxas de Corretagem/Valor do Fundo (1)	0,66%	0,00%	1,50%	0,71%	0,00%	0,13%	0,49%	0,25%	0,47%	0,50%	0,55%	0,72%
Taxas de Oper de Bolsa/Valor do Fundo (2)	0,19%	0,24%	0,17%	0,14%	0,10%	0,02%	0,07%	0,04%	0,06%	0,52%	0,07%	0,09%
Comissões de Gestão / Valor do Fundo (4)	0,52%	0,09%	1,19%	0,02%	1,81%	0,98%	1,47%	1,07%	0,97%	1,45%	0,73%	1,32%
Comissões de Deposito/Valor do Fundo (5)	0,26%	1,76%	0,41%	0,00%	0,10%	0,98%	0,85%	0,77%	0,20%	0,41%	0,61%	0,20%
Outras Comissões / Valor do Fundo (6)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
[(1)+(2)] / Valor do Fundo	0,85%	0,24%	1,67%	0,85%	0,10%	0,15%	0,57%	0,29%	0,52%	1,02%	0,62%	0,81%
[(4)+(5)+(6)] / Valor do Fundo	0,78%	1,86%	1,59%	0,02%	1,91%	1,97%	2,32%	1,85%	1,17%	1,86%	1,34%	1,51%
Todas as Taxas e Comiss/Valor do Fundo	1,63%	2,10%	3,26%	0,87%	2,01%	2,12%	2,88%	2,14%	1,69%	2,88%	1,96%	2,32%
Valorização	11,19%	9,84%	6,40%	7,42%	17,32%	11,66%	7,22%	6,87%	8,55%	12,12%	14,11%	21,38%
Desvio Padrão	14,68%	15,74%	15,62%	3,65%	17,64%	16,22%	15,57%	15,65%	14,91%	17,13%	24,04%	16,08%

Tabela 3 – Taxas e Comissões Cobradas em % do Valor Líquido Total do Fundo –

Por Entidade Gestora – PPA (2000)

PPA	Banif	Barclay	BBVA	BNC	AF	BPI	Investil	Caixa	Central	EASF	Finibanco	Santander
Taxas de Corretagem/Valor do Fundo (1)	1,28%	0,00%	1,11%	2,16%	0,64%	0,20%	0,55%	0,37%	0,73%	0,56%	1,94%	1,66%
Taxas de Oper. de Bolsa /Valor do Fun. (2)	0,12%	0,44%	0,11%	0,44%	0,07%	0,02%	0,09%	0,07%	0,09%	0,07%	0,22%	0,22%
Comissões de Gestão/Valor do Fundo (4)	1,89%	0,10%	1,12%	1,44%	4,31%	0,98%	1,50%	1,20%	0,98%	1,51%	0,47%	3,65%
Comissões de Deposito/Valor do Fun. (5)	0,16%	1,92%	0,51%	0,20%	2,11%	0,98%	0,90%	0,80%	0,20%	0,02%	0,94%	0,29%
Outras Comissões / Valor do Fundo (6)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,02%
[(1)+(2)] / Valor do Fundo	1,40%	0,44%	1,23%	2,59%	0,71%	0,23%	0,64%	0,44%	0,81%	0,63%	2,16%	1,88%
[(4)+(5)+(6)] / Valor do Fundo	2,05%	2,02%	1,63%	1,64%	6,42%	1,96%	2,41%	2,00%	1,18%	1,54%	1,41%	3,95%
Todas as Tax.. e Comiss./Valor do Fundo	3,45%	2,46%	2,86%	4,23%	7,12%	2,19%	3,04%	2,44%	1,99%	2,17%	3,58%	5,84%
Valorização	-10,72%	-16,74%	-11,40%	5,09%	-5,93%	-11,64%	-8,23%	-8,65%	2,42%	-16,11%	3,92%	-0,52%
Desvio Padrão	18,73%	36,41%	40,38%	19,69%	18,70%	19,64%	18,26%	18,65%	31,44%	19,45%	23,43%	17,80%

Tabela 4 – Taxas e Comissões Cobradas em % do Valor Líquido Total do Fundo - AP

AP	1999				2000			
	Média	Mediana	Máx.	Min.	Média	Mediana	Máx.	Min.
Taxas de Corretagem / Valor do Fundo (1)	0,4%	0,4%	1,0%	0,0%	0,9%	0,6%	2,5%	0,0%
Taxas de Operações de Bolsa / Valor do Fundo (2)	0,1%	0,1%	0,3%	0,0%	0,2%	0,1%	0,7%	0,0%
Comissões de Gestão / Valor do Fundo (4)	1,1%	1,2%	2,2%	0,1%	1,5%	1,4%	3,1%	0,1%
Comissões de Deposito / Valor do Fundo (5)	0,6%	0,4%	1,9%	0,1%	0,7%	0,4%	2,0%	0,1%
Outras Comissões / Valor do Fundo (6)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
[(1)+(2)] / Valor do Fundo	0,5%	0,4%	1,2%	0,1%	1,1%	0,7%	2,8%	0,3%
[(4)+(5)+(6)] / Valor do Fundo	1,7%	1,8%	2,5%	0,6%	2,1%	2,0%	3,4%	1,1%
Todas as Taxas e Comissões / Valor do Fundo	2,2%	2,2%	3,2%	1,3%	3,2%	2,8%	5,2%	1,5%
Valorização	8,4%	9,2%	14,6%	-0,5%	-6,1%	-7,3%	14,8%	-17,3%
Desvio Padrão	15,4%	16,5%	22,8%	-5,1%	18,5%	18,5%	20,9%	16,7%

Tabela 5 – Taxas e Comissões Cobradas em % do Valor Líquido Total do Fundo -

Por Entidade Gestora - AP (1999)

AP	Banif	Barclay	AF	BPI	Investil	Caixa	Esaf	Finibanco	Santander	Santander Fundo
Taxas de Corretagem / Valor do Fundo (1)	0,6%	0,0%	0,1%	0,1%	0,3%	0,3%	0,6%	1,0%	0,5%	0,4%
Taxas de Operações de Bolsa / Valor do Fundo (2)	0,2%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Comissões de Gestão / Valor do Fundo (4)	0,4%	0,1%	1,3%	1,2%	0,5%	0,7%	2,2%	1,3%	1,5%	1,9%
Comissões de Deposito / Valor do Fundo (5)	0,2%	1,9%	0,7%	0,1%	1,2%	0,5%	0,3%	0,7%	0,3%	0,1%
Outras Comissões / Valor do Fundo (6)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
[(1)+(2)] / Valor do Fundo	0,8%	0,3%	0,1%	0,1%	0,4%	0,3%	0,8%	1,2%	0,5%	0,4%
[(4)+(5)+(6)] / Valor do Fundo	0,6%	2,0%	2,0%	1,3%	1,8%	1,3%	2,5%	2,0%	1,7%	2,0%
Totas as Taxas e Comissões / Valor do Fundo	1,3%	2,3%	2,2%	1,4%	2,1%	1,6%	3,2%	3,2%	2,3%	2,4%
Valorização	10,2%	9,1%	9,2%	11,0%	3,4%	6,5%	10,1%	-0,5%	14,6%	10,2%
Desvio Padrão	22,8%	16,5%	15,2%	21,3%	15,7%	16,1%	17,0%	16,5%	16,6%	-5,1%

Tabela 6 – Taxas e Comissões Cobradas em % do Valor Líquido Total do Fundo -

Por Entidade Gestora - AP (2000)

AP	Banif	Barclay	AF	BPI	Investil	Caixa	Esaf	Finibanco	Santander	Santander Fundo
Taxas de Corretagem / Valor do Fundo (1)	2,55%	0,00%	0,35%	0,26%	0,62%	0,53%	0,62%	2,45%	1,58%	0,85%
Taxas de Operações de Bolsa / Valor do Fundo (2)	0,30%	0,65%	0,05%	0,00%	0,10%	0,09%	0,09%	0,31%	0,20%	0,09%
Comissões de Gestão / Valor do Fundo (4)	1,69%	0,11%	2,52%	1,20%	0,54%	1,13%	2,04%	0,82%	3,08%	1,77%
Comissões de Deposito / Valor do Fundo (5)	0,13%	2,05%	0,86%	0,08%	1,36%	0,70%	0,25%	1,37%	0,31%	0,08%
Outras Comissões / Valor do Fundo (6)	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,02%	0,00%
[(1)+(2)] / Valor do Fundo	2,85%	0,65%	0,40%	0,26%	0,72%	0,62%	0,70%	2,75%	1,78%	0,94%
[(4)+(5)+(6)] / Valor do Fundo	1,82%	2,15%	3,38%	1,29%	1,90%	1,83%	2,29%	2,19%	3,42%	1,85%
Todas as Taxas e Comissões / Valor do Fundo	4,67%	2,81%	3,78%	1,55%	2,62%	2,45%	3,00%	4,94%	5,20%	2,79%
Valorização	-12,79%	-16,02%	-7,16%	-11,91%	-7,07%	-5,91%	-17,26%	-1,89%	1,30%	14,77%
Desvio Padrão	19,29%	20,95%	17,16%	19,18%	18,22%	18,51%	19,51%	16,74%	17,60%	17,82%

Tabela 7 – Taxas e Comissões Cobradas em % do Valor Líquido Total do Fundo - AUE

AUE	1999				2000			
	Média	Mediana	Máx.	Min.	Média	Mediana	Máx.	Min.
Taxas de Corretagem / Valor do Fundo (1)	0,4%	0,4%	1,2%	0,0%	0,8%	0,5%	2,8%	0,0%
Taxas de Operações de Bolsa / Valor do Fundo (2)	0,1%	0,0%	0,3%	0,0%	0,1%	0,0%	1,3%	0,0%
Comissões de Gestão / Valor do Fundo (4)	1,1%	1,2%	2,3%	0,0%	1,5%	1,5%	4,7%	0,0%
Comissões de Deposito / Valor do Fundo (5)	0,4%	0,4%	1,0%	0,0%	0,5%	0,5%	1,0%	0,0%
Outras Comissões / Valor do Fundo (6)	0,1%	0,0%	1,0%	0,0%	0,1%	0,0%	1,0%	0,0%
[(1)+(2)] / Valor do Fundo	0,5%	0,5%	1,4%	0,0%	0,9%	0,5%	3,7%	0,2%
[(4)+(5)+(6)] / Valor do Fundo	1,5%	1,6%	2,6%	0,0%	2,1%	2,0%	5,2%	1,0%
Todas as Taxas e Comissões / Valor do Fundo	2,0%	2,3%	3,1%	0,0%	3,0%	2,6%	8,1%	1,4%
Valorização	20,3%	21,0%	55,2%	-6,1%	-3,2%	-5,1%	17,1%	-21,1%
Desvio Padrão	15,3%	15,1%	29,5%	6,5%	20,9%	20,3%	33,1%	13,2%

Tabela 8 – Taxas e Comissões Cobradas em % do Valor Líquido Total do Fundo – Por Entidade Gestora – AUE (1999)

AUE	Bnc	Big	AF	BPI	Investil	Caixa	Central	Esaf	Mg	Santander
Taxas de Corretagem / Valor do Fundo (1)	0,10%	0,01%	0,32%	0,47%	0,47%	0,44%	0,65%	0,23%	0,00%	0,46%
Taxas de Operações de Bolsa / Valor do Fundo (2)	0,02%	0,00%	0,03%	0,02%	0,15%	0,00%	0,00%	0,28%	0,12%	0,02%
Comissões de Gestão / Valor do Fundo (4)	0,16%	0,00%	1,58%	1,50%	0,43%	0,81%	1,00%	2,33%	0,00%	1,30%
Comissões de Deposito / Valor do Fundo (5)	0,07%	0,00%	0,59%	0,57%	0,67%	0,61%	0,26%	0,24%	0,00%	0,26%
Outras Comissões / Valor do Fundo (6)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,00%	0,00%
[(1)+(2)] / Valor do Fundo	0,13%	0,01%	0,35%	0,49%	0,62%	0,44%	0,65%	0,50%	0,12%	0,48%
[(4)+(5)+(6)] / Valor do Fundo	0,22%	0,00%	2,17%	2,07%	1,09%	1,42%	1,26%	2,58%	1,00%	1,57%
Todas as Taxas e Comissões / Valor do Fundo	0,35%	0,01%	2,52%	2,56%	1,72%	1,86%	1,91%	3,08%	1,12%	2,05%
Valorização	17,37%	24,59%	27,58%	13,70%	24,30%	32,63%	25,70%	3,95%	14,43%	18,12%
Desvio Padrão	7,18%	6,54%	18,72%	17,28%	13,80%	16,44%	13,74%	14,73%	14,98%	14,31%

Tabela 9 – Taxas e Comissões Cobradas em % do Valor Líquido Total do Fundo – Por Entidade Gestora – AUE (2000)

AUE	Banif	Bnc	Big	AF	BPI	Investil	Caixa	Central	Esaf	Mg	Santander
Taxas de Corretagem / Valor do Fundo (1)	2,5%	0,3%	2,3%	0,3%	0,5%	0,3%	0,4%	0,5%	0,2%	0,0%	2,5%
Taxas de Operações de Bolsa / Valor do Fundo (2)	1,3%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,3%	0,0%
Comissões de Gestão / Valor do Fundo (4)	1,2%	1,1%	1,7%	1,6%	1,5%	0,7%	1,3%	1,3%	2,0%	0,0%	4,1%
Comissões de Deposito / Valor do Fundo (5)	0,1%	0,5%	0,1%	0,7%	0,6%	1,0%	0,9%	0,3%	0,3%	0,0%	0,4%
Outras Comissões / Valor do Fundo (6)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	0,0%
[(1)+(2)] / Valor do Fundo	3,7%	0,4%	2,3%	0,3%	0,6%	0,4%	0,4%	0,5%	0,3%	0,3%	2,5%
[(4)+(5)+(6)] / Valor do Fundo	1,2%	1,6%	1,8%	2,2%	2,1%	1,7%	2,1%	1,6%	2,3%	1,0%	4,6%
Todas as Taxas e Comissões / Valor do Fundo	5,0%	2,0%	4,1%	2,5%	2,7%	2,1%	2,6%	2,1%	2,6%	1,4%	7,1%
Valorização	-21,1%	-10,3%	-11,3%	-0,8%	0,4%	-4,5%	-1,8%	-5,1%	14,3%	-7,1%	-3,9%
Desvio Padrão	20,1%	20,2%	24,4%	22,4%	22,2%	23,6%	20,4%	20,3%	13,6%	17,6%	22,1%

Tabela 10 – Taxas e Comissões Cobradas em % do Valor Líquido Total do Fundo - AI

AI	1999				2000			
	Média	Mediana	Máx.	Min.	Média	Mediana	Máx.	Min.
Taxas de Corretagem / Valor do Fundo (1)	0,8%	0,4%	4,1%	0,1%	0,8%	0,8%	2,7%	0,0%
Taxas de Operações de Bolsa / Valor do Fundo (2)	0,3%	0,1%	1,2%	0,0%	0,3%	0,1%	1,7%	0,0%
Comissões de Gestão / Valor do Fundo (4)	1,2%	1,2%	2,0%	0,0%	1,5%	1,5%	2,4%	0,7%
Comissões de Deposito / Valor do Fundo (5)	0,4%	0,2%	1,1%	0,0%	0,5%	0,6%	1,3%	0,1%
Outras Comissões / Valor do Fundo (6)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%
[(1)+(2)] / Valor do Fundo	1,1%	0,7%	5,3%	0,1%	1,1%	0,9%	4,3%	0,1%
[(4)+(5)+(6)] / Valor do Fundo	1,6%	2,0%	2,2%	0,0%	2,1%	2,1%	2,8%	1,1%
Todas as Taxas e Comissões / Valor do Fundo	2,7%	2,5%	7,4%	0,3%	3,2%	3,0%	6,5%	1,4%
Valorização	42,0%	39,1%	92,9%	1,7%	-16,6%	-16,8%	18,0%	-53,8%
Desvio Padrão	17,3%	18,1%	26,8%	9,3%	28,3%	28,2%	45,5%	17,2%

**Tabela 11 - Taxas e Comissões Cobradas em % do Valor Líquido Total do Fundo -
Por Entidade Gestora - AI (1999)**

AI	Big	AF	BPI	Investil	ESAF	Finibanco	Santander Fundo
Taxas de Corretagem / Valor do Fundo (1)	0,1%	0,2%	0,3%	1,3%	0,6%	1,8%	0,5%
Taxas de Operações de Bolsa / Valor do Fundo (2)	0,3%	0,0%	0,0%	0,7%	0,4%	0,0%	0,0%
Comissões de Gestão / Valor do Fundo (4)	0,0%	1,5%	1,4%	0,7%	1,0%	1,1%	1,9%
Comissões de Deposito / Valor do Fundo (5)	0,0%	0,7%	0,7%	0,8%	0,1%	0,7%	0,1%
Outras Comissões / Valor do Fundo (6)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
[(1)+(2)] / Valor do Fundo	0,3%	0,2%	0,3%	2,0%	1,0%	1,9%	0,5%
[(4)+(5)+(6)] / Valor do Fundo	0,0%	2,2%	2,1%	1,5%	1,1%	1,8%	2,0%
Todas as Taxas e Comissões / Valor do Fundo	0,3%	2,4%	2,5%	3,5%	2,1%	3,6%	2,5%
Valorização	92,9%	49,7%	37,8%	48,0%	29,1%	22,6%	59,8%
Desvio Padrão	14,9%	19,0%	19,1%	16,9%	13,6%	22,2%	18,6%

**Tabela 12 – Taxas e Comissões Cobradas em % do Valor Líquido Total do Fundo -
Por Entidade Gestora - AI (2000)**

AI	Banif	BBVA	Big	AF	BPI	Investil	Esaf	Finibanco	Santander Fundo
Taxas de Corretagem / Valor do Fundo (1)	1,8%	0,2%	0,6%	0,2%	0,4%	0,4%	0,9%	1,6%	0,9%
Taxas de Operações de Bolsa / Valor do Fundo (2)	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,4%	0,1%	0,0%
Comissões de Gestão / Valor do Fundo (4)	1,7%	0,9%	1,6%	1,7%	1,5%	0,9%	2,0%	0,8%	1,9%
Comissões de Deposito / Valor do Fundo (5)	0,1%	0,2%	0,2%	0,7%	0,7%	1,1%	0,2%	1,3%	0,1%
Outras Comissões / Valor do Fundo (6)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
[(1)+(2)] / Valor do Fundo	3,2%	0,2%	0,6%	0,2%	0,5%	0,5%	1,3%	1,6%	0,9%
[(4)+(5)+(6)] / Valor do Fundo	1,9%	1,1%	1,8%	2,4%	2,2%	2,0%	2,2%	2,0%	2,0%
Todas as Taxas e Comissões / Valor do Fundo	5,1%	1,4%	2,4%	2,7%	2,7%	2,5%	3,5%	3,6%	2,9%
Valorização	-35,6%	-16,7%	-29,6%	-8,9%	-14,1%	-20,4%	-18,6%	-6,6%	-17,4%
Desvio Padrão	29,5%	17,2%	40,5%	24,3%	31,9%	26,5%	24,7%	27,5%	36,0%

ANEXO 5

Tabela 1 - Alterações de estrutura dos fundos PPA

Mês	1995			1996			1997			1998			1999			2000			2001		
	a	b	c	a	b	c	a	b	c	a	b	c	a	B	c	a	b	c	a	b	c
1							2	100	0	1	100	0	2	100	0	2	0	100			
2				1	0	100	3	67	33	1	100	0				2	0	100			
3							1	100	0	2	100	0	3	33	67						
4				1	0	100				2	0	100	1	100	0	1	0	100			
5				1	100	0										2	100	0			
6				1	100	0	2	50	50	2	50	50	1	100	0						
7				2	100	0	1	0	100	1	100	0	1	100	0	1	100	0	3	33	67
8				1	100	0	2	0	100	1	0	100	2	0	100						
9				2	0	100				4	75	25									
10							4	25	75				1	100	0	1	100	0			
11				2	100	0	1	100	0				3	0	100	1	100	0			
12				2	50	50				1	100	0	2	0	100						

a) Número de fundos que registraram alteração de estrutura.

b) De entre os fundos que sofreram alteração de estrutura, percentagem dos que registraram uma subida do Beta da regressão.

c) De entre os fundos que sofreram alteração de estrutura, percentagem dos que registraram uma descida do Beta da regressão.

Tabela 2 - Alterações de estrutura dos fundos AP

Mês	1995			1996			1997			1998			1999			2000			2001		
	a	b	c	a	b	c	a	b	c	a	b	c	a	b	c	a	b	c	a	b	c
1													1	100	0						
2				1	0	100	1	100	0	1	100	0	2	100	0				1	100	0
3				2	50	50	2	100	0	2	50	50	1	100	0	2	50	50	1	0	100
4	2	50	50				1	100	0				1	100	0	1	0	100	1	0	100
5	2	50	50	2	0	100				3	33	66				2	0	100			
6							1	100		1	100	0									
7				2	50	50	1	0	100												
8	1	100		2	100	0				1	0	100				1	100	0			
9				1	0	100	1	100	0	2	100	0				2	100	0			
10				2	100	0	2	0	100	2	50	50				1	100	0			
11	1	100		1	0	100	3	100	0	1	100	0	4	25	75						
12				4	75	25	2	100	0	3	100	0	4	0	100	1	100	0			

a) Número de fundos que registraram alteração de estrutura.

b) De entre os fundos que sofreram alteração de estrutura, percentagem dos que registraram uma subida do Beta da regressão.

c) De entre os fundos que sofreram alteração de estrutura, percentagem dos que registraram uma descida do Beta da regressão.

Tabela 3 - Alterações de estrutura dos fundos AUE

Mês	1995			1996			1997			1998			1999			2000			2001		
	a	b	c	a	b	c	a	b	c	a	b	c	a	B	c	a	B	c	a	b	c
1				1	100	0	1	100	0							4	100	0	3	33	67
2										2	50	50	1	0	100	2	50	50	1	100	0
3				1	100	0							2	50	50	2	100	0			
4				3	100	0	3	100	0	2	100	0	1	0	100	1	100	0	1	100	0
5	1	0	100	0									2	0	100	4	25	75			
6	2	50	50	2	100	0	1	100	0				2	50	50	5	60	40	4	25	75
7																2	50	50	1	100	0
8	1	0	100				2	100	0	2	0	100							1	0	100
9				1	0	100				2	0	100									
10				2	100	0	2	100	0	2	0	100	1	0	100	1	0	100			
11	2	0	100	1	100	0				3	67	33	2	100	0	1	0	100			
12	1	100	0	2	100	0				2	100	0	2	100	0	1	100	0			

a) Número de fundos que registaram alteração de estrutura.

b) De entre os fundos que sofreram alteração de estrutura, percentagem dos que registaram uma subida do Beta da regressão.

c) De entre os fundos que sofreram alteração de estrutura, percentagem dos que registaram uma descida do Beta da regressão.

Tabela 4 - Alterações de estrutura dos fundos AI

Mês	1995			1996			1997			1998			1999			2000			2001		
	a	b	c	a	b	c	a	b	c	a	b	c	a	B	C	a	b	c	a	b	c
1							1	0	100				2	100	0	4	75	25	2	0	100
2																			1	100	0
3				1	0	100				1	100	0				1	0	100	1	100	0
4										1	100	0				2	50	50	1	0	1
5							1	0	100				1	100	0	1	100	0	9	77	22
6				1	100	0							1	100	0				3	66	33
7	1	100	0	1	0	100				1	100	0				4	50	50	3	66	33
8	1	100	0							2	100	0				1	0	100			
9																5	60	40			
10							1	0	100				3	33	66	4	75	25			
11							1	0	100	4	50	50									
12				2	100	0				1	100	0	1	100	0	3	66	33			

a) Número de fundos que registaram alteração de estrutura.

b) De entre os fundos que sofreram alteração de estrutura, percentagem dos que registaram uma subida do Beta da regressão.

c) De entre os fundos que sofreram alteração de estrutura, percentagem dos que registaram uma descida do Beta da regressão.

ANEXO 6

Tabela 1 - Teste à persistência da performance dos Fundos PPA - Metodologia A

		Rendibilidade sem comissões				Rendibilidade com comissões					
		Ano seguinte				Ano seguinte					
		Positiva	Negativa	% positivo repetido	Z-Test Positivos Repetidos	Z-Test Negativos Repetidos	Positiva	Negativa	% positivo repetido	Z-Test Positivos Repetidos	Z-Test Negativos Repetidos
1995	Positiva	5	0	100,0%	2,2		0	0			
	Negativa	1	0			-1,0	6	0			-2,4
1996	Positiva	8	0	100,0%	2,8		8	0	100,0%	2,8	
	Negativa	0	0				0	0			
1997	Positiva	10	0	100,0%	3,2		9	0	100,0%	3	
	Negativa	0	0				1	0			-1,0
1998	Positiva	11	0	100,0%	3,3		11	0	100,0%	3,3	
	Negativa	0	0				0	0			
1999	Positiva	3	9	25,0%	-1,7		2	10	16,7%	-2,3	
	Negativa	0	0				0	0			
2000	Positiva	0	3	0,0%	-1,7		0	2	0,0%	-1,4	
	Negativa	0	9			3,0	0	10			3,2
Todos	Positiva	37	12	75,5%	3,6		30	12	71,4%	2,8	
	Negativa	1	9			2,5	7	10			0,7

Tabela 2 - Teste à persistência da performance dos Fundos AP - Metodologia A

		Rendibilidade sem comissões				Rendibilidade com comissões					
		Ano seguinte				Ano seguinte					
		Positiva	Negativa	% positivo repetido	Z-Test Positivos Repetidos	Z-Test Negativos Repetidos	Positiva	Negativa	% positivo repetido	Z-Test Positivos Repetidos	Z-Test Negativos Repetidos
1995	Positiva*	2	0	100,0%	1,4		2	0	100,0%	1,4	
	Negativa	6	0			-2,4	6	0			-2,4
1996	Positiva	9	0	100,0%	3,0		9	0	100,0%	3,0	
	Negativa	0	0				0	0			
1997	Positiva	10	1	90,9%	2,7		10	1	90,9%	2,7	
	Negativa	0	0				0	0			
1998	Positiva	9	1	90,0%	2,5		9	1	90,0%	2,5	
	Negativa	2	0			-1,4	2	0			-1,4
1999	Positiva	2	9	18,2%	-2,1		1	10	9,1%	-2,7	
	Negativa	0	1			1,0	0	1			1,0
2000	Positiva	0	2	0,0%	-1,4		0	1	0,0%	-1,0	
	Negativa	0	10			3,2	0	11			3,3
Todos	Positiva	32	13	71,1%	2,8		31	13	70,5%	2,7	
	Negativa	8	11			0,7	8	12			0,9

Tabela 3 - Teste à persistência da performance dos Fundos AUE - Metodologia A

		Rendibilidade sem comissões				Rendibilidade com comissões				
		Ano seguinte				Ano seguinte				
				%	Z-Test	Z-Test		%	Z-Test	Z-Test
		Positiva	Negativa	positivo	Positivos	Negativos	Positiva	positivo	Positivos	Negativos
		Repetido	Repetido	repetido	Repetidos	Repetidos	Repetido	repetido	Repetidos	Repetidos
1995	Positiva*	4	0	100,0%	2,0		3	0	100,0%	1,7
	Negativa	3	0			-1,7	2	0		-1,4
1996	Positiva	7	0	100,0%	2,6		5	0	100,0%	2,2
	Negativa	0	0			-	0	0		-
1997	Positiva	7	0	100,0%	2,6		7	0	100,0%	2,6
	Negativa	0	0			-	0	0		-
1998	Positiva	9	0	100,0%	3,0		9	0	100,0%	3,0
	Negativa	1	0			-1,0	1	0		-1,0
1999	Positiva	3	13	18,8%	-2,5		3	13	18,8%	-2,5
	Negativa	1	0			-1,0	1	0		-1,0
2000	Positiva	1	3	25,0%	-1,0		0	4	0,0%	-2,0
	Negativa	0	15			3,9	0	15		3,9
Todos	Positiva	31	16	66,0%	2,2		27	17	61,4%	1,5
	Negativa	5	15			2,2	4	15		2,5

Tabela 4 - Teste à persistência da performance dos Fundos AI - Metodologia A

		Rendibilidade sem comissões				Rendibilidade com comissões				
		Ano seguinte				Ano seguinte				
				%	Z-Test	Z-Test		%	Z-Test	Z-Test
		Positiva	Negativa	positivo	Positivos	Negativos	Positiva	positivo	Positivos	Negativos
		Repetido	Repetido	repetido	Repetidos	Repetidos	Repetido	repetido	Repetidos	Repetidos
1995	Positiva*	3	0	100,0%	1,7		3	0	100,0%	1,7
	Negativa	2	0			-1,4	2	0		-1,4
1996	Positiva	3	2	60,0%	0,4		3	2	60,0%	0,4
	Negativa	0	2			1,4	0	0		-
1997	Positiva	2	1	66,7%	0,6		2	1	66,7%	0,6
	Negativa	0	2			1,4	0	2		1,4
1998	Positiva	5	0	100,0%	2,2		3	0	100,0%	1,7
	Negativa	7	0			-2,6	9	0		-3,0
1999	Positiva	3	16	15,8%	-3,0		3	16	15,8%	-3,0
	Negativa	0	0			-	0	0		-
2000	Positiva	0	3	0,0%	-1,7		0	3	0,0%	-1,7
	Negativa	0	23			4,8	0	23		4,8
Todos	Positiva	16	22	42,1%	-1,0		14	22	38,9%	-1,3
	Negativa	9	25			2,7	11	25		2,3

Tabela 5 - Teste à persistência da performance dos Fundos PPA - Metodologia A

		Excesso de Rendibilidade sem comissões					Excesso de Rendibilidade com comissões				
		Ano seguinte					Ano seguinte				
		Positiva	Negativa	% positivo repetido	Z-Test Positivos Repetidos	Z-Test Negativos Repetidos	Positiva	Negativa	% positivo repetido	Z-Test Positivos Repetidos	Z-Test Negativos Repetidos
1995	Positiva	2	1	66,7%	0,6		0	1	0,0%	-1	
	Negativa	1	2			0,6	2	3			0,4
1996	Positiva	1	3	25,0%	-1		1	2	33,3%	-0,58	
	Negativa	0	4			2,0	0	5			2,2
1997	Positiva	1	0	100,0%	1		1	0	100,0%	1	
	Negativa	7	2			-1,7	4	5			0,3
1998	Positiva	4	4	50,0%	0		3	2	60,0%	0,45	
	Negativa	2	1			-0,6	1	5			1,6
1999	Positiva	4	2	66,7%	0,8		3	1	75,0%	1	
	Negativa	4	2			-0,8	2	6			1,4
2000	Positiva	5	3	62,5%	0,7		1	4	20,0%	-1,3	
	Negativa	2	2			0,0	2	5			1,1
Todos	Positiva	17	13	56,7%	0,7		9	10	47,4%	-0,23	
	Negativa	16	13			-0,6	11	29			2,8

Tabela 6 - Teste à persistência da performance dos Fundos AP - Metodologia A

		Excesso de Rendibilidade sem comissões					Excesso de Rendibilidade com comissões				
		Ano seguinte					Ano seguinte				
		Positiva	Negativa	% positivo repetido	Z-Test Positivos Repetidos	Z-Test Negativos Repetidos	Positiva	Negativa	% positivo repetido	Z-Test Positivos Repetidos	Z-Test Negativos Repetidos
1995	Positiva*	1	4	20,0%	-1,3		1	2	33,3%	-0,6	
	Negativa	1	2			0,6	0	5			2,2
1996	Positiva	1	2	33,3%	-0,6		0	2	0,0%	-1,4	
	Negativa	0	6			2,4	0	7			2,6
1997	Positiva	1	0	100,0%	1,0		0	0			
	Negativa	4	6			0,6	3	8			1,5
1998	Positiva	2	3	40,0%	-0,4		2	1	66,7%	0,6	
	Negativa	1	6			1,9	0	9			3,0
1999	Positiva	2	1	66,7%	0,6		1	1	50,0%	0,0	
	Negativa	6	3			-1,0	7	3			-1,3
2000	Positiva	2	6	25,0%	-1,4		2	6	25,0%	-1,4	
	Negativa	3	1			-1,0	2	2			0,0
Todos	Positiva	9	16	36,0%	-1,4		6	12	33,3%	-1,4	
	Negativa	15	24			1,4	12	34			3,2

Tabela 7 - Teste à persistência da performance dos Fundos AUE - Metodologia A

		Excesso de Rendibilidade sem comissões					Excesso de Rendibilidade com comissões				
		Ano seguinte					Ano seguinte				
		Positiva	Negativa	% positivo repetido	Z-Test Positivos Repetidos	Z-Test Negativos Repetidos	Positiva	Negativa	% positivo repetido	Z-Test Positivos Repetidos	Z-Test Negativos Repetidos
1995	Positiva*	0	0	-	-		0	0	-	-	
	Negativa	4	1			-1,3	4	1			-1,3
1996	Positiva	2	2	50,0%	0,0		2	2	50,0%	0,0	
	Negativa	0	1			1,0	0	1			1,0
1997	Positiva	2	1	66,7%	0,6		2	1	66,7%	0,6	
	Negativa	3	1			-1,0	3	1			-1,0
1998	Positiva	1	6	14,3%	-1,9		1	6	14,3%	-1,9	
	Negativa	0	3			1,7	0	3			1,7
1999	Positiva	2	2	50,0%	0,0		1	1	50,0%	0,0	
	Negativa	7	6			-0,3	8	7			-0,3
2000	Positiva	4	5	44,4%	-0,3		3	6	33,3%	-1,0	
	Negativa	0	10			3,2	0	10			3,2
Todos	Positiva	11	16	40,7%	-1,0		9	16	36,0%	-1,4	
	Negativa	14	22			1,3	15	23			1,3

Tabela 8 - Teste à persistência da performance dos Fundos AI - Metodologia A

		Excesso de Rendibilidade sem comissões					Excesso de Rendibilidade com comissões				
		Ano seguinte					Ano seguinte				
		Positiva	Negativa	% positivo repetido	Z-Test Positivos Repetidos	Z-Test Negativos Repetidos	Positiva	Negativa	% positivo repetido	Z-Test Positivos Repetidos	Z-Test Negativos Repetidos
1995	Positiva*	0	0	-	-		0	0	-	-	
	Negativa	1	3			1,0	1	3			1,0
1996	Positiva	1	0	100,0%	1,0		1	0	100,0%	1,0	
	Negativa	2	1			-0,6	2	1			-0,6
1997	Positiva	0	3	0,0%	-1,7		0	3	0,0%	-1,7	
	Negativa	1	0			-1,0	0	1			-1,0
1998	Positiva	2	2	50,0%	0,0		1	2	33,3%	-0,6	
	Negativa	3	4			0,4	4	4			0,0
1999	Positiva	3	5	37,5%	-0,7		3	5	37,5%	-0,7	
	Negativa	8	3			-1,5	6	5			-0,3
2000	Positiva	6	7	46,2%	-0,3		5	6	45,5%	-0,3	
	Negativa	6	7			0,3	4	11			1,8
Todos	Positiva	12	17	41,4%	-0,9		10	16	38,5%	-1,2	
	Negativa	21	18			-0,5	17	25			1,2

Tabela 9 - Teste à persistência da performance dos Fundos PPA - Metodologia B

		Rendibilidade sem comissões					Rendibilidade com comissões				
		Ano seguinte					Ano seguinte				
				%	Z-Test	Z-Test			%	Z-Test	Z-Test
		Vencedor	Perdedor	Vencedor	Vencedor	Perdedor	Vencedor	Perdedor	Vencedor	Vencedor	Perdedor
		Vencedor	Perdedor	repetido	Repetidos	Repetidos	Vencedor	Perdedor	repetido	Repetidos	Repetidos
1995	Vencedor	2	1	66,7%	0,58		2	1	66,7%	0,58	
	Perdedor	1	2			0,6	1	2			0,6
1996	Vencedor	3	1	75,0%	1		3	1	75,0%	1	
	Perdedor	2	2			0,0	2	2			0,0
1997	Vencedor	3	2	60,0%	0,45		3	2	60,0%	0,45	
	Perdedor	3	2			-0,4	3	2			-0,4
1998	Vencedor	3	3	50,0%	0		3	3	50,0%	0	
	Perdedor	3	2			-0,4	3	2			-0,4
1999	Vencedor	3	3	50,0%	0		3	3	50,0%	0	
	Perdedor	3	3			0,0	3	3			0,0
2000	Vencedor	3	3	50,0%	0		2	4	33,3%	-0,82	
	Perdedor	3	3			0,0	4	2			-0,8
Todos	Vencedor	17	13	56,7%	0,73		16	14	53,3%	0,37	
	Perdedor	15	14			-0,2	16	13			-0,6

Tabela 10 - Teste à persistência da performance dos Fundos AP - Metodologia B

		Rendibilidade sem comissões					Rendibilidade com comissões				
		Ano seguinte					Ano seguinte				
				%	Z-Test	Z-Test			%	Z-Test	Z-Test
		Vencedor	Perdedor	Vencedor	Vencedor	Perdedor	Vencedor	Perdedor	Vencedor	Vencedor	Perdedor
		Vencedor	Perdedor	repetido	Repetidos	Repetidos	Vencedor	Perdedor	repetido	Repetidos	Repetidos
1995	Vencedor	3	2	60,0%	0,4		3	2	60,0%	0,4	
	Perdedor	2	2			0,0	2	2			0,0
1996	Vencedor	4	1	80,0%	1,3		4	1	80,0%	1,3	
	Perdedor	2	2			0,0	2	2			0,0
1997	Vencedor	4	2	66,7%	0,8		4	2	66,7%	0,8	
	Perdedor	2	3			0,4	2	3			0,4
1998	Vencedor	3	3	50,0%	0,0		3	3	50,0%	0,0	
	Perdedor	3	3			0,0	3	3			0,0
1999	Vencedor	3	3	50,0%	0,0		2	4	33,3%	-0,8	
	Perdedor	3	3			0,0	4	2			-0,8
2000	Vencedor	3	3	50,0%	0,0		3	3	50,0%	0,0	
	Perdedor	3	3			0,0	3	3			0,0
Todos	Vencedor	20	14	58,8%	1,0		19	15	55,9%	0,7	
	Perdedor	15	16			0,2	16	15			-0,2

Tabela 11 - Teste à persistência da performance dos Fundos AUE - Metodologia B

		Rendibilidade sem comissões					Rendibilidade com comissões				
		Ano seguinte					Ano seguinte				
				%	Z-Test	Z-Test			%	Z-Test	Z-Test
		Vencedor	Perdedor	Vencedor	Vencedor	Perdedor	Vencedor	Perdedor	Vencedor	Vencedor	Perdedor
				repetido	Repetidos	Repetidos			repetido	Repetidos	Repetidos
1995	Vencedor	1	3	25,0%	-1,0		1	2	33,3%	-0,6	
	Perdedor	3	0			-1,7	2	0			-1,4
1996	Vencedor	4	0	100,0%	2,0		3	0	100,0%	1,7	
	Perdedor	0	3			1,7	0	2			1,4
1997	Vencedor	3	1	75,0%	1,0		3	1	75,0%	1,0	
	Perdedor	2	1			-0,6	2	1			-0,6
1998	Vencedor	2	3	40,0%	-0,4		2	3	40,0%	-0,4	
	Perdedor	3	2			-0,4	3	2			-0,4
1999	Vencedor	6	3	66,7%	1,0		6	3	66,7%	1,0	
	Perdedor	4	4			0,0	4	4			0,0
2000	Vencedor	7	3	70,0%	1,3		7	3	70,0%	1,3	
	Perdedor	2	6			1,4	2	6			1,4
Todos	Vencedor	23	13	63,9%	1,7		22	12	64,7%	1,7	
	Perdedor	14	16			0,4	13	15			0,4

Tabela 12 - Teste à persistência da performance dos Fundos AI - Metodologia B

		Rendibilidade sem comissões					Rendibilidade com comissões				
		Ano seguinte					Ano seguinte				
				%	Z-Test	Z-Test			%	Z-Test	Z-Test
		Vencedor	Perdedor	Vencedor	Vencedor	Perdedor	Vencedor	Perdedor	Vencedor	Vencedor	Perdedor
				repetido	Repetidos	Repetidos			repetido	Repetidos	Repetidos
1995	Vencedor	2	1	66,7%	0,6		2	1	66,7%	0,6	
	Perdedor	1	1			0,0	1	1			0,0
1996	Vencedor	2	1	66,7%	0,6		2	1	66,7%	0,6	
	Perdedor	1	1			0,0	1	1			0,0
1997	Vencedor	2	1	66,7%	0,6		2	1	66,7%	0,6	
	Perdedor	0	2			1,4	0	2			1,4
1998	Vencedor	4	2	66,7%	0,8		4	2	66,7%	0,8	
	Perdedor	3	3			0,0	3	3			0,0
1999	Vencedor	3	7	30,0%	-1,3		3	7	30,0%	-1,3	
	Perdedor	7	2			-1,7	7	2			-1,7
2000	Vencedor	6	7	46,2%	-0,3		6	7	46,2%	-0,3	
	Perdedor	6	7			0,3	6	7			0,3
Todos	Vencedor	19	19	50,0%	0,0		19	19	50,0%	0,0	
	Perdedor	18	16			-0,3	18	16			-0,3

Tabela 13 - Teste à persistência da performance dos Fundos PPA - Metodologia B

		Excesso de Rendibilidade sem comissões					Excesso de Rendibilidade com comissões				
		Ano seguinte					Ano seguinte				
				%	Z-Test	Z-Test			%	Z-Test	Z-Test
		Vencedor	Perdedor	Vencedor	Vencedor	Perdedor	Vencedor	Perdedor	Vencedor	Vencedor	Perdedor
				repetido	Repetidos	Repetidos			repetido	Repetidos	Repetidos
1995	Vencedor	2	1	66,7%	0,6		2	1	66,7%	0,6	
	Perdedor	1	2			0,6	1	2			0,6
1996	Vencedor	3	1	75,0%	1,0		2	2	50,0%	0,0	
	Perdedor	0	4			2,0	1	3			1,0
1997	Vencedor	3	2	60,0%	0,4		3	2	60,0%	0,4	
	Perdedor	3	2			-0,4	3	2			-0,4
1998	Vencedor	3	3	50,0%	0,0		3	3	50,0%	0,0	
	Perdedor	3	2			-0,4	3	2			-0,4
1999	Vencedor	3	3	50,0%	0,0		3	3	50,0%	0,0	
	Perdedor	3	3			0,0	3	3			0,0
2000	Vencedor	3	3	50,0%	0,0		2	4	33,3%	-0,8	
	Perdedor	3	3			0,0	4	2			-0,8
Todos	Vencedor	17	13	56,7%	0,7		15	15	50,0%	0,0	
	Perdedor	13	16			0,6	15	14			-0,2

Tabela 14 - Teste à persistência da performance dos Fundos AP - Metodologia B

		Excesso Rendibilidade sem comissões					Excesso Rendibilidade com comissões				
		Ano seguinte					Ano seguinte				
				%	Z-Test	Z-Test			%	Z-Test	Z-Test
		Vencedor	Perdedor	Vencedor	Vencedor	Perdedor	Vencedor	Perdedor	Vencedor	Vencedor	Perdedor
				repetido	Repetidos	Repetidos			Repetido	Repetidos	Repetidos
1995	Vencedor	2	3	40,0%	-0,4		2	3	40,0%	-0,4	
	Perdedor	3	1			-1,0	3	1			-1,0
1996	Vencedor	4	1	80,0%	1,3		4	1	80,0%	1,3	
	Perdedor	1	3			1,0	1	3			1,0
1997	Vencedor	5	1	83,3%	1,6		5	1	83,3%	1,6	
	Perdedor	1	4			1,3	1	4			1,3
1998	Vencedor	4	2	66,7%	0,8		3	3	50,0%	0,0	
	Perdedor	2	4			0,8	3	3			0,0
1999	Vencedor	4	2	66,7%	0,8		2	4	33,3%	-0,8	
	Perdedor	2	4			0,8	4	2			-0,8
2000	Vencedor	3	3	50,0%	0,0		3	3	50,0%	0,0	
	Perdedor	3	3			0,0	3	3			0,0
Todos	Vencedor	22	12	64,7%	1,7		19	15	55,9%	0,7	
	Perdedor	12	19			1,3	15	16			0,2

Tabela 15 - Teste à persistência da performance dos Fundos AUE - Metodologia B

		Excesso Rendibilidade sem comissões					Excesso Rendibilidade com comissões				
		Ano seguinte					Ano seguinte				
				%	Z-Test	Z-Test			%	Z-Test	Z-Test
		Vencedor	Perdedor	Vencedor	Vencedor	Perdedor	Vencedor	Perdedor	Vencedor	Vencedor	Perdedor
		Repetido	Repetidos	Repetidos	Repetidos	Repetidos	Repetido	Repetidos	Repetidos	Repetidos	
1995	Vencedor	1	2	33,3%	-0,6		1	2	33,3%	-0,6	
	Perdedor	2	0			-1,4	2	0			-1,4
1996	Vencedor	3	0	100,0%	1,7		3	0	100,0%	1,7	
	Perdedor	0	2			1,4	0	2			1,4
1997	Vencedor	3	1	75,0%	1,0		3	1	75,0%	1,0	
	Perdedor	0	3			1,7	0	3			1,7
1998	Vencedor	1	4	20,0%	-1,3		1	4	20,0%	-1,3	
	Perdedor	3	2			-0,4	3	2			-0,4
1999	Vencedor	5	4	55,6%	0,3		5	4	55,6%	0,3	
	Perdedor	4	4			0,0	5	3			-0,7
2000	Vencedor	6	3	66,7%	1,0		7	3	70,0%	1,3	
	Perdedor	3	6			1,0	2	6			1,4
Todos	Vencedor	19	14	57,6%	0,9		20	14	58,8%	1,0	
	Perdedor	12	17			0,9	12	16			0,8

Tabela 16 - Teste à persistência da performance dos Fundos AI - Metodologia B

		Excesso Rendibilidade sem comissões					Excesso Rendibilidade com comissões				
		Ano seguinte					Ano seguinte				
				%	Z-Test	Z-Test			%	Z-Test	Z-Test
		Vencedor	Perdedor	Vencedor	Vencedor	Perdedor	Vencedor	Perdedor	Vencedor	Vencedor	Perdedor
		Repetido	Repetidos	Repetidos	Repetidos	Repetidos	Repetido	Repetidos	Repetidos	Repetidos	
1995	Vencedor	2	0	100,0%	1,4		2	0	100,0%	1,4	
	Perdedor	0	2			1,4	0	2			1,4
1996	Vencedor	1	1	50,0%	0,0		1	1	50,0%	0,0	
	Perdedor	1	1			0,0	1	1			0,0
1997	Vencedor	0	2	0,0%	-1,4		0	2	0,0%	-1,4	
	Perdedor	1	1			0,0	2	0			-1,4
1998	Vencedor	4	2	66,7%	0,8		4	2	66,7%	0,8	
	Perdedor	2	3			0,4	2	3			0,4
1999	Vencedor	4	6	40,0%	-0,6		4	6	40,0%	-0,6	
	Perdedor	7	2			-1,7	7	2			-1,7
2000	Vencedor	6	7	46,2%	-0,3		6	7	46,2%	-0,3	
	Perdedor	6	7			0,3	6	7			0,3
Todos	Vencedor	17	18	48,6%	-0,2		17	18	48,6%	-0,2	
	Perdedor	17	16			-0,2	18	15			-0,5

ANEXO 7

Tabela 1 - Estimativa da regressão A para cada um dos fundos PPA

	Alfa	Beta*	Phi1	R²ajustado
Banifundos	-0,38	0,83	0,028	0,87
Barclay	0,33	0,91	-0,019	0,91
BBVA	-0,01	0,84	0,001	0,88
AF	0,05	1,04	-0,003	0,93
BNC	0,21	1,11	-0,016	0,94
BPI	0,10	0,94	-0,005	0,96
Caixagest	-0,007	0,88	0,000	0,92
Central	-0,38	0,97	0,027	0,95
Esaf	0,21	0,98	-0,012	0,90
Finibanco	0,07	0,95	-0,005	0,91
Investil	-0,07	0,93	0,004	0,92
Santander	0,13	0,93	-0,007	0,93

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

Tabela 2 - Estimativa da regressão A para cada um dos fundos Acções Portugal

	Alfa	Beta*	Phi1	R²ajustado
BanifundoAcçõesPortugal	-0,17	0,82	0,011	0,88
BarclayPremierAcçõesPortugal	0,01	0,91	-0,0009	0,92
AfAcçõesPortugal	-0,07	0,91	0,004	0,94
BpiPortugal	0,05	0,96	-0,003	0,97
CaixaGestAcçõesPortugal	-0,37	0,91	0,022	0,92
CaixaGestValorização	-0,28	0,83	0,015	0,91
PostalAcções	-0,11	0,89	0,006	0,92
EsPortugalAcções	-0,07	0,97	0,004	0,90
FiniCapital	-0,05	0,89	0,003	0,91
BnuAcções	0,10	0,94	-0,006	0,92
SantanderAcçõesPortugal	0,23	0,90	-0,013	0,92
SantanderCapitalPortugal	0,08	0,93	-0,005	0,88

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

Tabela 3 - Estimativa da regressão B para cada um dos fundos PPA

	Alfa	Beta*	Phi2	R²ajustado
Banifundos	-0,33	0,86	0,003	0,87
Barclay	0,28	0,89	-0,020	0,91
BBVA	0,97	0,84	-0,072	0,88
AF	0,05	1,03	-0,003	0,93
BNC	0,14	1,10	-0,011	0,94
BPI	0,08	0,94	-0,005	0,96
Caixagest	0,86	0,87	-0,056	0,93
Central	-0,14	0,98	0,012	0,95
Esaf	0,75	0,95	-0,052	0,91
Finibanco	0,13	0,94	-0,011	0,91
Investil	-0,11	0,93	0,008	0,92
Santander	0,13	0,92	-0,009	0,93

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

Tabela 4 - Estimativa da regressão B para cada um dos fundos Acções Portugal

	Alfa	Beta*	Phi2	R ² ajustado
BanifundoAcçõesPortugal	-0,15	0,83	0,010	0,87
BarclayPremierAcçõesPortugal	-0,03	0,91	0,002	0,92
AfAcçõesPortugal	0,23	0,91	-0,014	0,94
BpiPortugal	0,10	0,96	-0,007	0,97
CaixaGestAcçõesPortugal	-0,11	0,95	0,008	0,92
CaixaGestValorização	-0,16	0,86	0,010	0,91
PostalAcções	-0,05	0,91	0,003	0,92
EsPortugalAcções	-0,06	0,97	0,004	0,90
FiniCapital	0,08	0,90	-0,006	0,91
BnuAcções	0,11	0,93	-0,008	0,92
SantanderAcçõesPortugal	0,23	0,89	-0,015	0,92
SantanderCapitalPortugal	0,05	0,92	-0,004	0,88

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

Tabela 5 - Estimativa da regressão C para cada um dos fundos PPA

	Alfa	Beta*	Phi1	Phi2	R ² ajustado
Banifundos	-1,40	0,81	0,038	0,072	0,87
Barclay	0,41	0,91	-0,017	-0,008	0,91
BBVA	0,96	0,84	0,005	-0,077	0,87
AF	0,00	1,02	0,014	-0,017	0,93
BNC	0,39	1,14	-0,062	0,037	0,94
BPI	0,10	0,94	-0,005	-0,001	0,96
Caixagest	0,73	0,85	0,018	-0,068*	0,93
Central	-0,11	0,95	0,040*	-0,040	0,95
Esaf	0,81	0,96	-0,005	-0,050	0,91
Finibanco	0,11	0,90	0,047*	-0,063*	0,92
Investil	-0,10	0,93	0,003	0,004	0,92
Santander	0,08	0,91	0,018	-0,027	0,93

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

Tabela 6 - Estimativa da regressão C para cada um dos fundos Acções Portugal

	Alfa	Beta*	Phi1	Phi2	R ² ajustado
BanifundoAcçõesPortugal	-0,16	0,81	0,018	-0,009	0,87
BarclayPremierAcçõesPortugal	0,01	0,92	-0,011	0,012	0,91
AfAcçõesPortugal	0,02	0,88	0,028	-0,034	0,95
BpiPortugal	0,10	0,95	0,006	-0,014	0,97
CaixaGestAcçõesPortugal	-0,37	0,9	0,042	-0,025	0,92
CaixaGestValorização	-0,30	0,82	0,032	-0,020	0,91
PostalAcções	-0,15	0,87	0,027	-0,021	0,92
EsPortugalAcções	-0,07	0,98	0,006	-0,002	0,89
FiniCapital	-0,15	0,85	0,050	-0,046*	0,92
BnuAcções	0,07	0,93	0,008	-0,015	0,92
SantanderAcçõesPortugal	0,14	0,88	0,013	-0,025	0,92
SantanderCapitalPortugal	0,01	0,92	0,008	-0,012	0,88

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

Tabela 7 - Estimativa da regressão A2 para cada um dos fundos PPA

	Alfa	Beta*	Phi1	Phi12
AF	-1,08	1,04	0,13	0,00
BNC	-7,79	1,12	1,22	-0,05
Finibanco	-12,22*	0,92	1,72*	-0,06*
Investil	-0,37	0,94	0,05	0,00
Santander	-3,13	0,93	0,37	-0,01

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

Tabela 8 - Estimativa da regressão A2 para cada um dos fundos AP

	Alfa	Beta*	Phi1	Phi12
BanifundoAcçõesPortugal	0,12	0,82	-0,03	0,00
BarclayPremierAcçõesPortugal	1,09	0,92	-1,26	0,04
BpiPortugal	-2,56	0,96	0,32	-0,01
CaixaGestValorização	-1,05	0,82	1,11	-0,03
PostalAcções	-4,37	0,88	0,53	-0,02
EsPortugalAcções	-0,60	0,97	0,07	0,00
FiniCapital	-1,55	0,87	1,96	-0,06
BnuAcções	-0,37	0,94	0,05	0,00
SantanderAcçõesPortugal	3,38	0,91	-3,75	0,10
SantanderCapitalPortugal	-4,62	0,84	0,55	-0,02

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

Tabela 9 - Estimativa da regressão B2 para cada um dos fundos PPA

	Alfa	Beta*	Phi2	Phi22
AF	-9,51	1,02	1,33	-0,05
BNC	-0,59	1,10	0,12	-0,01
Finibanco	-11,30*	0,88	1,85*	-0,08*
Investil	-2,56	0,89	3,58	-0,12
Santander	-3,94	0,92	0,57	-0,02

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

Tabela 10 - Estimativa da regressão B2 para cada um dos fundos AP

	Alfa	Beta*	Phi2	Phi22
BanifundoAcçõesPortugal	-6,10	0,82	0,84	-0,03
BarclayPremierAcçõesPortugal	1,52	0,91	-0,21	0,01
BpiPortugal	-0,78	0,96	0,12	0,00
CaixaGestValorização	-2,68	0,81	3,36	-0,11
PostalAcções	-0,47	0,90	0,06	0,00
EsPortugalAcções	-1,18	0,97	0,15	0,00
FiniCapital	2,40	0,92	-3,44	0,12
BnuAcções	-2,56	0,89	3,58	-0,12
SantanderAcçõesPortugal	3,71	0,89	-0,48	0,02
SantanderCapitalPortugal	-2,29	0,84	0,39	-0,02

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

Tabela 11 - Estimativa da regressão C2 para cada um dos fundos PPA

	Alfa	Beta*	Phi1	Phi12	Phi2	Phi22
AF	-9,21	1,02	-0,01	0,00	1,30	-0,05
BNC	-1,34	1,08	3,47	-0,13	-1,63	0,07
Finibanco	-11,61	0,88	1,04	-0,04	0,69	-0,03
Investil	-2,24	0,88	-1,68	0,05	5,10	-0,18
Santander	-3,79	0,91	-0,32	0,01	0,94	-0,03

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

Tabela 12 - Estimativa da regressão C2 para cada um dos fundos AP

	Alfa	Beta*	Phi1	Phi12	Phi2	Phi22
BanifundoAcçõesPortugal	2,45	0,81	-0,49	0,02	0,19	-0,01
BarclayPremierAcçõesPortugal	1,02	0,91	-2,11	0,06	1,09	-0,04
BpiPortugal	-4,14	0,95	-0,11	0,00	0,73	-0,03
CaixaGestValorização	-2,72	0,78	0,19	0,00	3,18	-0,10
PostalAcções	-2,60	0,85	-1,10	0,04	1,63	-0,06
EsPortugalAcções	-2,90	0,95	-1,01	0,03	1,50	-0,05
FiniCapital	1,12	0,88	0,52	-0,02	-2,20*	0,08*
BnuAcções	-2,24	0,88	-1,68	0,05	5,10	-0,18
SantanderAcçõesPortugal	2,90	0,88	-5,25	0,15	2,44	-0,08
SantanderCapitalPortugal	-6,98	0,87	1,07	-0,03	-0,32	0,02

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

Tabela 13 - Estimativa da regressão D para cada um dos fundos PPA

	Alfa	Beta*	Phi3	R ² ajustado
Banifundos	-0,002	0,86	0,002	0,88
Barclay	0,02	0,90	-0,025	0,91
BBVA	-0,06	0,85	0,060	0,88
AF	-0,04	1,05	0,047	0,93
BNC	-0,13	1,11	0,152	0,94
BPI	0,05	0,96	-0,055	0,96
Caixagest	-0,01	0,88	0,001	0,92
Central	-0,08	0,96	0,089	0,95
Esaf	-0,07	0,94	0,076	0,91
Finibanco	0,07	0,95	-0,066	0,91
Investil	0,02	0,93	-0,019	0,92
Santander	-0,01	0,94	0,020	0,92

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

Tabela 14 - Estimativa da regressão D para cada um dos fundos Acções Portugal

	Alfa	Beta*	Phi3	R ² ajustado
BanifundoAcçõesPortugal	0,04	0,11	0,41	0,87
BarclayPremierAcçõesPortugal	0,05	0,92	-0,05	0,92
AfAcçõesPortugal	-0,03	0,91	0,03	0,94
BpiPortugal	0,05	0,96	-0,05	0,97
CaixaGestAcçõesPortugal	-0,02	0,95	0,02	0,92
CaixaGestValorização	-0,02	0,86	0,02	0,91
PostalAcções	-0,005	0,91	0,001	0,91
EsPortugalAcções	-0,07	0,95	0,08	0,91
FiniCapital	0,09	0,88	-0,10	0,91
BnuAcções	0,06	0,93	-0,06	0,92
SantanderAcçõesPortugal	0,05	0,89	-0,05	0,92
SantanderCapitalPortugal	0,01	0,92	-0,01	0,88

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

Tabela 15 - Estimativa da regressão E para cada um dos fundos PPA

	Alfa	Beta*	Phi1	Phi3	R²ajustado
Banifundos	-0,39	0,83	0,028	0,01	0,87
Barclay	0,33	0,92	-0,018	-0,02	0,91
BBVA	0,19	0,87	-0,019	0,10	0,88
AF	0,07	1,04	-0,003	-0,01	0,93
BNC	0,12	1,11	-0,013	0,06	0,94
BPI	0,24	0,96	-0,009	-0,07	0,96
Caixagest	-0,02	0,88	0,001	0,00	0,92
Central	-0,38	0,96	0,022	0,07	0,95
Esaf	0,18	0,95	-0,014	0,08	0,91
Finibanco	0,22	0,95	-0,009	-0,10	0,91
Investil	-0,08	0,93	0,007	-0,02	0,92
Santander	0,26	0,94	-0,012	-0,06	0,93

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

Tabela 16 - Estimativa da regressão E para cada um dos fundos Acções Portugal

	Alfa	Beta*	Phi1	Phi3	R²ajustado
BanifundoAcçõesPortugal	-0,12	0,80	0,013	-0,10	0,87
BarclayPremierAcçõesPortugal	-0,13	0,91	0,012	-0,09	0,92
AfAcçõesPortugal	-0,09	0,90	0,003	0,03	0,94
BpiPortugal	0,01	0,96	0,003	-0,07	0,97
CaixaGestAcçõesPortugal	-0,56	0,89	0,037	-0,08	0,92
CaixaGestValorização	-0,39*	0,84	0,025*	-0,10	0,92
PostalAcções	-0,13	0,90	0,007	0,02	0,91
EsPortugalAcções	-0,04	0,95	-0,002	0,08	0,90
FiniCapital	0,03	0,87	0,004	-0,10	0,91
BnuAcções	0,02	0,93	0,003	-0,08	0,92
SantanderAcçõesPortugal	0,33	0,89	-0,015	-0,06	0,92
SantanderCapitalPortugal	0,09	0,92	-0,007	0,03	0,88

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

Tabela 17 - Estimativa da regressão F para cada um dos fundos PPA

	Alfa	Beta*	Phi4	R²ajustado
Banifundos	-0,0002	0,86	-0,04	0,87
Barclay	-0,003	0,89	0,08	0,91
BBVA	-0,005	0,84	0,19	0,88
AF	0,005	1,06	-0,17	0,93
BNC	0,010	1,13	-0,12	0,93
BPI	0,0003	0,94	0,14	0,96
Caixagest	-0,006*	0,88	0,41	0,93
Central	0,007*	0,97	-0,07	0,95
Esaf	-0,002	0,97	-0,04	0,90
Finibanco	0,004	0,95	0,01	0,91
Investil	0,001	0,93	-0,03	0,92
Santander	0,006	0,94	-0,10	0,92

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

Tabela 18 - Estimativa da regressão F para cada um dos fundos Acções Portugal

	Alfa	Beta*	Phi4	R ² ajustado
BanifundoAcçõesPortugal	-0,003	0,85	-0,07	0,87
BarclayPremierAcçõesPortugal	-0,002	0,91	0,05	0,92
AfAcçõesPortugal	-0,002	0,91	0,29	0,94
BpiPortugal	-0,0002	0,96	0,04	0,97
CaixaGestAcçõesPortugal	-0,0004	0,95	0,27	0,92
CaixaGestValorização	-0,007*	0,86	0,43	0,91
PostalAcções	-0,003	0,91	-0,08	0,91
EsPortugalAcções	-0,003	0,98	-0,05	0,90
FiniCapital	-0,002	0,89	0,01	0,91
BnuAcções	0,001	0,92	-0,08	0,92
SantanderAcçõesPortugal	0,004	0,90	-0,08	0,92
SantanderCapitalPortugal	0,004	0,90	-0,18	0,88

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

Tabela 19 - Estimativa da regressão G para cada um dos fundos PPA

	Alfa	Beta*	Phi5	R ² ajustado
Banifundos	0,02	0,87	-0,03	0,87
Barclay	0,03	0,90	-0,04	0,91
BBVA	-0,05	0,85	0,05	0,88
AF	-0,04	1,05	0,05	0,93
BNC	-0,003	1,12	0,01	0,93
BPI	0,03	0,96	-0,03	0,96
Caixagest	-0,005	0,88	0,001	0,92
Central	-0,08	0,94	0,10*	0,95
Esaf	-0,08	0,94	0,09	0,91
Finibanco	0,04	0,95	-0,04	0,91
Investil	0,02	0,93	-0,02	0,92
Santander	-0,03	0,93	0,04	0,92

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

Tabela 20 - Estimativa da regressão G para cada um dos fundos Acções Portugal

	Alfa	Beta*	Phi5	R ² ajustado
BanifundoAcçõesPortugal	0,01	0,85	-0,01	0,87
BarclayPremierAcçõesPortugal	0,01	0,91	-0,01	0,92
AfAcçõesPortugal	-0,04	0,90	0,04	0,94
BpiPortugal	-0,01	0,96	0,01	0,97
CaixaGestAcçõesPortugal	-0,02	0,95	0,02	0,92
CaixaGestValorização	-0,02	0,86	0,02	0,91
PostalAcções	-0,01	0,91	0,01	0,91
EsPortugalAcções	-0,07*	0,95	0,08	0,91
FiniCapital	0,07	0,91	-0,08	0,91
BnuAcções	0,03	0,94	-0,03	0,92
SantanderAcçõesPortugal	-0,003	0,89	0,01	0,92
SantanderCapitalPortugal	-0,01	0,91	0,01	0,88

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

Tabela 21 - Estimativa da regressão H para cada um dos fundos PPA

	Alfa	Beta*	Phi6	R ² ajustado
Banifundos	-0,004	0,87	0,03	0,87
Barclay	-0,005	0,90	0,03	0,91
BBVA	-0,0004	0,85	-0,06	0,88
AF	0,008	1,05	-0,04	0,93
BNC	0,010	1,12	-0,01	0,93
BPI	-0,003	0,96	0,03	0,96
Caixagest	-0,002	0,88	-0,02	0,92
Central	0,020*	0,94	-0,10*	0,95
Esaf	0,006	0,94	-0,09	0,91
Finibanco	-0,001	0,95	0,04	0,91
Investil	-0,001	0,93	0,02	0,92
Santander	0,010	0,93	-0,04	0,92

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

Tabela 22 - Estimativa da regressão H para cada um dos fundos Acções Portugal

	Alfa	Beta*	Phi6	R ² ajustado
BanifundoAcçõesPortugal	-0,004	0,85	0,01	0,87
BarclayPremierAcçõesPortugal	-0,003	0,91	0,01	0,92
AfAcçõesPortugal	0,001	0,90	-0,04	0,94
BpiPortugal	0,001	0,96	-0,01	0,97
CaixaGestAcçõesPortugal	0,004	0,95	-0,03	0,92
CaixaGestValorização	-0,002	0,86	-0,04	0,91
PostalAcções	-0,005	0,91	0,01	0,91
EsPortugalAcções	0,006	0,95	-0,08	0,91
FiniCapital	-0,008	0,92	0,07	0,91
BnuAcções	-0,003	0,94	0,04	0,92
SantanderAcçõesPortugal	0,004	0,89	-0,01	0,92
SantanderCapitalPortugal	0,003	0,91	-0,01	0,88

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

Tabela 23 - Estimativa da regressão I para cada um dos fundos PPA

	Alfa	Beta*	Phi1	Phi2	Phi3	Phi4	Phi6
Banifundos	-1,35	0,81	0,04	0,08	-0,20	-0,06	0,06
Barclay	1,05	0,90	0,01	-0,08	-0,04	0,11	0,03
BBVA	1,50	0,87	-0,02	-0,09	0,03	0,09	-0,03
AF	-0,69	1,03	0,02	-0,02	0,66	0,19	0,27
BNC	0,33	1,14	-0,06	0,04	0,06	-0,24	0,01
BPI	-0,08	0,92	0,08**	-0,09**	-0,01	0,02	0,04**
Caixagest	2,13**	0,84	0,00	-0,12**	-0,20	0,06	-0,02
Central	0,39	0,90	0,03	-0,02	-0,54*	-0,38	-0,22*
Esaf	1,88**	0,91	0,00	-0,03	-1,54**	-1,49**	-0,62**
Finibanco	0,40	0,90	0,05**	-0,06**	-0,28	-0,38	-0,09
Investil	0,23	0,89	0,05	-0,11	0,44	0,37	0,21
Santander	0,19	0,92	0,01	-0,02	-0,06	-0,07	-0,01

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

** Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,1.

Tabela 24 - Estimativa da regressão I para cada um dos fundos AP

	Alfa	Beta*	Phi1	Phi2	Phi3	Phi4	Phi6
BanifundoAcçõesPortugal	-0,15	0,81	0,01	0,00	-0,10	-0,15	0,01
BarclayPremierAcçõesPortugal	-0,05	0,92	0,00	0,01	-0,11	0,09	-0,01
AfAcçõesPortugal	0,21	0,84	0,03	-0,04**	-0,22	0,01	-0,08
BpiPortugal	0,05	0,95	0,01	-0,01	-0,06	0,04	0,00
CaixaGestAcçõesPortugal	-0,44	0,89	0,04	-0,02	-0,02	0,19	0,01
CaixaGestValorização	0,01	0,81	0,04	-0,02	-0,51	-0,20	-0,16
PostalAcções	-0,26	0,86	0,04	-0,03	0,10	-0,24	-0,03
EsPortugalAcções	0,03	0,96	-0,01	0,01	0,01	-0,06	-0,03
FiniCapital	-0,05	0,86	0,04	-0,04	-0,12	-0,07	0,02
BnuAcções	-0,16	0,87	0,07	-0,05	-0,26	-0,24	-0,03
SantanderAcçõesPortugal	0,23	0,88	0,00	-0,01	-0,04	-0,04	0,00
SantanderCapitalPortugal	0,29	0,91	0,00	-0,01	-0,26	-0,31	-0,09

* Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,05.

** Coeficientes estatisticamente significativos com um nível de significância de 0,1.