

CARACTERIZAÇÃO DA EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DE FUNDOS
INVESTIMENTO MOBILIÁRIO EM PORTUGAL

Gérson Gomes

Projecto de Mestrado
em Finanças

Orientador:

Professor Doutor Luís Oliveira, ISCTE Business School
Departamento de Finanças

Maio 2010

ABSTRACT

This work focuses on a case study in finance and aims to illustrate in great detail what has been the evolution of the market of securities investment funds in Portugal. It is intended to make an in-depth examination for the types of funds, their legal framework of activity, what measures are used to analyze the profitability of them, what risks they are exposed to. Therefore developing a more detailed analysis on the evolution of categories of funds characterizing the portfolio of assets, which comprise the market structure. Hence highlighting the funds with the highest weight in the domestic market, based on the comparison, whenever possible, with what was observed in Euro zone's Mutual Funds industry.

Keywords: Classification of Funds, Asset Management, Mutual Funds, Characterization of industry

JEL Classification: G11, G19

RESUMO

O trabalho ir-se-á centrar num estudo de caso em Finanças e tem como objectivo ilustrar de forma muito detalhada o que tem sido a evolução do mercado dos fundos de investimento mobiliário em Portugal. Pretende-se efectuar uma caracterização exaustiva relativamente à tipologia dos Fundos, do respectivo enquadramento legal da actividade, que medidas se utilizam para analisar a rendibilidade dos mesmos, que riscos a que estão expostos e, por fim, desenvolver uma análise mais pormenorizada quanto à evolução das categorias de fundos, caracterizando a carteira de activos que os compõem, a estrutura de mercado, onde tentar-se-á destacar os fundos com maior peso no mercado nacional, tendo por base a comparação, sempre que possível, com o que observou na indústria dos fundos de investimento da Zona Euro.

Palavras-chave: Classificação de Fundos, Gestão de Activos, Fundos de Investimento, Caracterização da indústria

Classificação JEL: G11, G19

AGRADECIMENTOS

Quero agradecer primeiramente ao Professor Doutor Luís Oliveira, pelo apoio e disponibilidade dispensados na elaboração da minha tese, onde desde o início orientou-me no sentido que este trabalho fosse uma mais-valia, e como tal, aqui expresso os meus mais sinceros agradecimentos.

Tenho à agradecer aos meus pais, pois sem o incentivo e dedicação deles nada do que até hoje atingi seria possível de concretizar.

Aos meus irmãos, Pedro, Francisco, Tomás, Miriam e Jessy e finalmente aos meus amigos que sempre me incentivaram a lutar pelos meus objectivos, aqui dedico um agradecimento especial ao Pedro Bonaparte e ao Locassá Álvaro...

Nenhum objectivo se atinge sem trabalho, sem esforço ou dedicação, na vida à que lutar por aquilo em que se acredita, a conquista é o culminar de todo um trajecto em que os obstáculos vão-se vencendo etapa a etapa...

ÍNDICE

ABSTRACT	ii
RESUMO	iii
AGRADECIMENTOS	iv
INTRODUÇÃO	1
1. OS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO CONTEXTO NACIONAL	3
1.1 NOÇÃO	3
1.2 CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO	5
1.2.1 QUANTO À NATUREZA DOS SEUS ACTIVOS	5
1.2.2 QUANTO À VARIABILIDADE DO CAPITAL	9
1.2.3 QUANTO À ÁREA GEOGRÁFICA DE ACTUAÇÃO	10
1.2.4 QUANTO À FORMA DE RENDIMENTO	10
1.2.5 QUANTO AO ESTILO DE GESTÃO	11
1.2.6 QUANTO À ÁREA DE ACTUAÇÃO	11
1.2.7 QUANTO À FORMA DE RENDIMENTO	11
1.2.8 QUANTO AO NÍVEL DE HARMONIZAÇÃO	12
1.3 VANTAGENS DE INVESTIR EM FUNDOS DE INVESTIMENTO	13
1.4 A RENDIBILIDADE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO	14
1.5 O RISCO DA CARTEIRA DE ACTIVOS DOS FUNDOS	15
1.6 VARIÁVEIS QUE INFLUENCIAM O DESEMPENHO DOS FUNDOS	17
1.7 MEDIDAS DE AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE	19
1.7.1 O MODELO CAPM.....	19
1.7.1 O ÍNDICE DE <i>SHARPE</i>	21
1.7.3 MEDIDA DE <i>JENSEN</i>	22
1.7.4 MEDIDA DE <i>TREYNOR</i>	22
1.8 ADMINISTRADORES E GESTORES	23
1.9 ENQUADRAMENTO LEGAL	23
1.9.1 ENTIDADES DE SUPERVISÃO	25
2. EVOLUÇÃO HISTÓRICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO	26
2.1 OS FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO	28
2.1.1 NO CONTEXTO INTERNACIONAL	28
3. FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO EM PORTUGAL	34
3.1 ENQUADRAMENTO.....	34

3.1.1 CATEGORIAS	38
3.1.2 COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA	43
3.1.3 ESTRUTURA DE MERCADO	50
3.1.4 OS FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO ESTRANGEIROS	53
CONCLUSÃO	55
BIBLIOGRAFIA	57
ANEXOS	59

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 Evolução Histórica dos Fundos de Investimento	27
Tabela 2 – Evolução dos Indicadores Agregados dos FIM.....	35
Tabela 3 – Evolução do Valor Líquido sob Gestão – por Categorias	39
Tabela 4 Evolução do Investimento por Tipo de Activos e Mercados	45
Tabela 5 Composição da Carteira de Fundos Mobiliário.....	48
Tabela 6 Número de Fundos por Entidade Gestora (As Dez Maiores).....	51
Tabela 7 Montantes Comercializados em Portugal de OICVM Estrangeiros – por Entidade Comercializadora	54

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Peso dos FIM no PIB - Europa, EUA e Japão (%).....	30
Gráfico 2 – Variação por Categorias de FIM entre os Países da Europa (%).....	32
Gráfico 3 - Evolução do Valor Sob Gestão – por Categoria entre os Países Europeus	33
Gráfico 4 – Peso por Categoria no Total dos FIM (%).....	34
Gráfico 5 – Variação (%) dos Valores Agregados dos FIM	38
Gráfico 6 – Peso das Categorias no valor líquido global da indústria de FIM (%)	41
Gráfico 7 Evolução do Valor Líquido Global (%).....	42
Gráfico 8 – Carteira de Mercado – por Natureza e Origem de Valor (%).....	44
Gráfico 9 Evolução da Carteira dos FIM – por Mercado e Origem de Valor (%) (Cotados) ..	50
Gráfico 10 Quota (%) de Mercado – por Entidade Gestora (As Dez Maiores)	52

ÍNDICE DE EQUAÇÕES

Equação 1- Valor das Unidades de Participação.....	10
Equação 2 – Risco de uma Carteira de Activos	15
Equação 3 – Índice de <i>Sharpe</i>	21
Equação 4 - Rendibilidade Esperada da Carteira vs Rendibilidade Esperada do Mercado (relação linear)	20
Equação 5 – Rendibilidade Esperada da Carteira vs Rendibilidade Esperada do Mercado (análise com dados <i>ex-post</i>).....	20
Equação 6 - Rendibilidade Esperada da Carteira vs Rendibilidade Esperada do Mercado (se mercado não estiver em equilíbrio).....	21
Equação 7 – Medida de <i>Jensen</i>	22
Equação 8 – Rácio de <i>Treynor</i>	22

ÍNDICE DE ILUSTRAÇÕES

Ilustração 1 - Esquema Simplificado da Actividade dos Fundos de Investimento	4
--	---

INTRODUÇÃO

Inicialmente estava previsto neste trabalho fazer-se uma caracterização do mercado de fundos de investimento mobiliário e imobiliário em Portugal. Por falta de dados, e para que esta análise não ficasse incompleta e com incoerências, optou-se por tratar-se somente os fundos de investimento mobiliários, ainda que ao longo deste estudo sejam destacados alguns aspectos dos fundos imobiliários.

Os fundos de investimento tiveram origem já em meados do séc. XIX¹, apesar de só nos anos 60 terem alcançado um peso significativo nos EUA. Na Europa, o mercado pan-europeu de fundos de investimento iniciou-se quando foi implementada a directiva UCITS - *Undertaking for collective Investment in Transferível Seguires* - (em 1 de Outubro de 1985) pelos Estados-Membros da antiga CEE (Comunidade Económica Europeia), que veio permitir que os fundos de investimento viessem a ser livremente transaccionados dentro do espaço europeu abrangido por esta.

Entre as várias vantagens que os investidores podem obter ao aplicar as suas poupanças em fundos de investimento² (mobiliários e imobiliários) ao invés de aplicá-las directamente em acções, obrigações ou outro tipo de activos³, destaca-se, em primeiro lugar, que os fundos desenvolvem a sua actividade tendo por base uma a gestão profissionalizada da carteira de activos, traduzindo-se num profundo conhecimento dos mercados, que resulta, “normalmente”, em rendibilidades superiores às que seriam em princípio alcançadas por gestores não profissionais⁴. Por outro lado, e em segundo lugar, os fundos de investimento

¹ O primeiro fundo de investimento foi criado em 1849 na Suíça (Société Civile Genèveise 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). (CMVM, 2002)

² 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.

³ Em imóveis, no caso dos fundos de investimento imobiliário.

⁴ 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) ou Shiller (2001).

accedem a mercados que por norma um pequeno investidor não teria facilmente acesso⁵, e por este motivo, podem ter um benefício ao nível da diversificação do risco, proporcionada pela gestão destes. Por último, os fundos tiram partido de um enquadramento institucional que confere uma maior segurança ao investimento⁶ dos investidores.

Tendo em conta o peso da indústria de fundos de investimento no contexto do sistema financeiro, este estudo tem como objectivo fazer um levantamento exaustivo da actividade da indústria em Portugal, comparando-a sempre que possível com o contexto internacional. Para além disso, analisa-se com particular atenção a actividade dos fundos de investimento mobiliários.

O estudo encontra-se organizado em três secções:

1. Uma primeira, onde se apresenta a tipologia de fundos de investimento existente (1.2), as principais vantagens destes (1.3), e se demonstra de que forma a rendibilidade é calculada (1.4) e os riscos associados (1.5). Seguem-se as medidas de avaliação da performance dos mesmos (1.7) e o enquadramento legal da actividade em Portugal (1.9).
2. Na segunda parte, atenta-se à evolução histórica dos fundos de investimento a nível nacional (2.) e faz-se uma comparação com o contexto internacional (2.1)
3. Por último, na terceira parte, far-se-á a análise da informação estatística sobre a indústria dos fundos de investimento mobiliário no contexto nacional (3.1), onde se descreve as categorias subjacentes as este tipo de fundos (3.1.1), qual a composição das suas carteiras de activos e análise da sua evolução (3.1.2). Por fim, apresenta-se a estrutura de mercado dos fundos de investimento mobiliários em Portugal (3.1.3), tentando fazer sempre uma comparação com o contexto europeu.

⁵ 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.

⁶ A acrescer a este factor, o enquadramento fiscal dos fundos (definido pelo Estatuto dos Benefícios Fiscais) também prevê alguns benefícios para certos tipos de fundos (CMVM).

1. OS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO CONTEXTO NACIONAL

1.1 NOÇÃO

Numa primeira análise, e pegando na definição atribuída pelo APFIPP⁷ pode-se definir como fundo de investimento um conjunto de patrimónios autónomos, resultando da agregação e aplicação de poupanças de investidores individuais ou colectivos, denominados de participantes, em mercados primários e/ou secundários de valores.

O *decreto-lei n.º 229-C/88 de 4 de Julho*⁸ é o instrumento regulador dos fundos de investimento, sendo que no *artigo n.º 2* determina-se que os fundos têm por fim exclusivo a constituição de uma carteira diversificada de valores mobiliários ou imobiliários, permitindo a divisão dos riscos e a rentabilidade das aplicações.

Neste sentido pode-se diferenciar os fundos de investimento atribuindo-lhes uma determinada classificação, que de acordo com um estudo⁹ da CMVM¹⁰ ilustra essa mesma classificação.

De acordo com *decreto-lei n.º 229-C/88 de 4 de Julho*, os fundos de investimentos são administrados por uma sociedade gestora.

Uma sociedade gestora de fundos de investimento (SGFI) reúne poupanças dos aforradores (participantes no fundo de investimento, sobretudo famílias), que acedem ao património do fundo através da subscrição de unidades de participação¹¹ (UP), criando, assim,

⁷ APFIPP - Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios, surge no final de 2003, como consequência do alargamento das actividades representadas pela APFIN – Associação Portuguesa das Sociedades Gestoras de Patrimónios e de Fundos de Investimento às Empresas Gestoras de Fundos de Pensões. A missão da APFIPP é a de representar e defender os interesses dos sectores que representa, assim como dos participantes e clientes, junto das autoridades nacionais e internacionais e entidades reguladoras do mercado, designadamente o Governo, a CMVM, o ISP e o Banco de Portugal, e a de promover a actividade junto do público, nomeadamente, difundindo informação sobre as indústrias que congrega.

⁸ O *decreto-lei n.º 229-C/88 de 4 de Julho* surge no âmbito da revogação do *decreto-lei n.º 134/85 de 2 de Maio* e *decreto-lei n.º 246/85 de 12 de Julho* que representavam a primeira legislação portuguesa em matéria de fundos de investimentos. Estabeleceram o quadro geral, respectivamente, dos fundos de investimento mobiliário e imobiliário, uns e outros abertos.

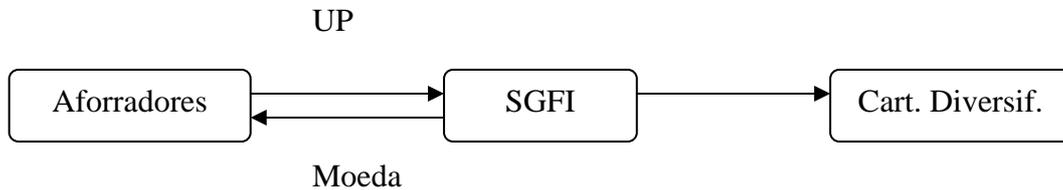
⁹ No site da CMVM encontram-se publicados estudos, em que se pode atentar à classificação dos fundos de investimento.

¹⁰ Comissão do Mercado de Valores Mobiliários - foi criada em Abril de 1991 com a missão de supervisionar e regular os mercados de valores mobiliários e instrumentos financeiros derivados (tradicionalmente conhecidos como “mercados de bolsa”) e a actividade de todos os agentes que neles actuam. A CMVM é um organismo público independente, com autonomia administrativa e financeira. As receitas da CMVM não provêm do Orçamento Geral do Estado, resultando das taxas de supervisão cobradas em contrapartida pelos serviços que presta.

¹¹ Unidade de Participação - Fracção representativa do Fundo de Investimento, sendo que a totalidade das Unidades de Participação em circulação constituem o Valor Global do Património do Fundo de Investimento.

carteiras diversificadas (ver Ilustração 1) compostas por valores mobiliários (i.e., obrigações, acções, derivados e divisas) e por depósitos bancários.

Ilustração 1 - Esquema Simplificado da Actividade dos Fundos de Investimento



A sociedade gestora de fundos de investimento, como refere o *n.º 1 do artigo 5º* do mesmo decreto-lei é uma instituição parabancária que tem por objecto exclusivo a administração, gestão e representação de um ou mais fundos de investimento da mesma natureza remunerando os seus accionistas através da distribuição de dividendos.

Existem duas outras entidades envolvidas:

- i. Entidade depositária: É geralmente um banco e tem como função receber em depósito os valores do fundo e tratar dos pedidos de subscrição e resgate das unidades de participação. É responsável solidariamente pelo cumprimento do prospecto e do regulamento de gestão do fundo, i.e., informação sobre as características do fundo e os deveres e direitos de cada parte envolvida.
- ii. Entidade comercializadora: Tem como função colocar as unidades de participação junto do público aforrador; é exercida normalmente pela entidade depositária e pela sociedade gestora.

A sociedade gestora de fundos investimento a entidade depositária e a entidade comercializadora são remuneradas pelos participantes no fundo através de vários tipos de comissões:

- i. Comissão de subscrição: Que pode ou não existir, é paga pelos participantes no acto da subscrição,
- ii. Comissão de resgate: Que pode ou não existir, e é a percentagem pré-fixada, deduzida ao valor das unidades de participação no dia em que são resgatadas.
- iii. Comissão de gestão: É paga periodicamente, podendo ter uma componente fixa e uma variável.
- iv. Comissão de depósito: É paga regularmente à entidade depositária.

1.2 CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

1.2.1 QUANTO À NATUREZA DOS SEUS ACTIVOS

Os seus activos podem revestir determinada natureza consoante os activos que a estes estejam associados:

- i. Fundos de investimento imobiliário (FII) – Designam-se como aplicações em valores imobiliários de raiz ou em valores mobiliários de sociedades cujo objectivo específico seja a transacção, mediação, desenvolvimento ou exploração imobiliária.
- ii. Fundos de investimento mobiliário (FIM) – Designam-se por Fundos com aplicações em valores mobiliários transaccionáveis, cotados ou não cotados em bolsa.

O mesmo estudo refere que em relação aos fundos de investimento mobiliário existe uma diversidade de categorias de políticas de investimento e por sua vez, traduzem diferentes binómios rendibilidade/risco e distintos horizontes temporais, que dão ao investidor a possibilidade de escolher aquele que melhor se adequa às suas especificidades.

Dentro desta rubrica podemos destacar uma série de activos que compõem os FIM, variando de acordo com o seu nível de liquidez, risco e rendibilidade potencial diferenciando-se nas seguintes categorias:

- i. Fundos de acções: Investem em média, $2/3$ ¹² das suas carteiras em acções, apresentam elevadas rendibilidades esperadas e elevado potencial de crescimento. Por este motivo devem ser encaradas como investimentos de médio/longo prazo. As suas carteiras de acções podem ainda subdividir-se:
 - a. Nacionais: O seu património é por norma constituído no mínimo por 70% de acções transaccionadas em mercados nacionais, e com um mínimo de 90% dos activos expressos em euros como revela um estudo da CMVM de 2002.
 - b. União Europeia: 90% do seu património é expresso em euros, e, é composto por 70% de acções transaccionadas na União Europeia.

¹² Ainda de acordo com os critérios de classificação da CMVM, desde 1999 que os fundos de acções devem investir 70% em carteiras de acções (antes dessa data a percentagem era de 60%).

- c. Internacionais: Todas as outras situações não são afectadas pelas duas rubricas anteriores.

- ii. Fundos de Obrigações: Investem com um horizonte temporal de médio/longo prazo, em obrigações e outros instrumentos de dívida, podem incluir obrigações com cupão de taxa fixa ou com taxa variável e podem investir dentro ou fora da União Europeia. Segundo a CMVM o seu património deve ser composto no mínimo por 50% em obrigações e não devem investir, quer directa ou indirectamente, em acções ordinárias¹³.

- iii. Fundo 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:
 - a. 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;
 - b. Internacionais – não cumprem o critério anterior.

- iv. Fundos de Tesouraria: Investem em activos de elevada liquidez. A sua carteira é composta por activos financeiros com prazo de vencimento inferior a um ano, como por exemplo, papel comercial, depósitos bancários e valores mobiliários (por se tratarem de fundos com investimentos em produtos de baixo risco e volatilidade reduzida). Este tipo de fundos funciona sob tutela do *decreto-lei n.º 276/94 de 2 de Novembro*¹⁴.

De acordo com a literatura da CMVM sendo reconhecidos como uma categoria de fundos específica, têm de respeitar determinadas imposições legais quanto à composição das suas carteiras, nomeadamente:

¹³ A classificação da CMVM adoptada até 1998, apenas definia que os fundos de obrigações deveriam ser predominantemente constituídos por obrigações

¹⁴ A lei exige que sejam considerados fundos mobiliários abertos (art.º 52.º n.º 1 do D.L. n.º 276/94, de 2 de Novembro, alterado pelo D.L. n.º 323/99, de 13 de Agosto). (consultado a 23 de Novembro de 2009)

- a. 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*);
- b. Não podem investir o seu capital em acções, em obrigações convertíveis ou obrigações que confirmam 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*)

Segundo os critérios de classificação dos fundos de investimento mobiliário (FIM) da CMVM, existem fundos de tesouraria ditos:

- a. Euro – menos de 10% da carteira está exposto ao risco cambial;
 - b. Internacionais – fundos que não cumprem o critério anterior.
- v. Fundos de Fundos: Investem em unidades de participação de outros fundos abertos¹⁵, o que implica um elevado grau de diversificação (categoria constituída em 1995). O património é constituído unicamente por instituições de investimento colectivo e por liquidez¹⁶ necessária ao movimento normal do resgate das unidades de participação¹⁷ (CMVM). O mesmo artigo demonstra que há fundos de fundos constituídos por:
- a. 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;
 - b. Internacionais – não cumprem aquele critério.
- vi. Fundos do Mercado Monetário: Instituídos em Agosto de 1999, fundamentam-se basicamente na composição em 85% por depósitos bancários em termos genéricos (*art.º 53.º n.º 6 do D.L. n.º 276/94, de 2 de Novembro*).

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, assim como os fundos de tesouraria, são objecto 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.º 2 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 Tendo em conta as suas características, estes fundos possuem um elevado grau de diversificação. Atente-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*).

- vii. Fundos Especiais: Designadamente os Fundos de Poupança-Reforma/Educação (FPR/E) e Fundos de Poupança Acções (FPA), são casos particulares dos fundos de investimento mobiliário, como tal têm um enquadramento legal e fiscal específicos¹⁸.
- viii. Fundos Poupança-Reforma: Representam planos individuais de reforma, complementares aos esquemas de segurança social proporcionados pelo Estado e pelas empresas. A sua carteira é constituída por activos de baixo risco, devendo ser compostos por uma percentagem mínima de 50% de títulos de dívida pública emitidos por prazo superior a um ano¹⁹
- ix. Fundos de Poupança Acções: Funcionam como um investimento de médio/longo prazo, permite obter benefícios fiscais, sendo orientado para a dinamização do mercado accionista nacional (*D.L. n.º 204/95, de 5 de Agosto*). A CMVM menciona que os fundos de poupança acções podem deter uma componente mínima de 75% do seu valor líquido global (VLG) em:
 - a. Acções e títulos de participação cotados na bolsa de valores nacional, representando estas aplicações pelo menos 2/3 daquele valor;
 - b. Unidades de participação de fundos cuja política de investimentos preveja um investimento mínimo de 50% de acções cotadas em bolsa de valores nacional.

O restante poderá ser aplicado em numerário, depósitos em instituições de crédito, e aplicações no mercado monetário interbancário²⁰.

- x. Fundos Garantidos: São fundos onde independentemente da forma que é revestida a sua política de investimentos, se encontra prevista uma garantia de capital e um perfil de rendimentos²¹.

¹⁸ Refere-se a fundos que se encontram entre os fundos abertos e fechados, dado que as subscrições são quase sempre possíveis e os resgates, verificadas certas condições, também podem ocorrer.

¹⁹ Consultar *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*.

²⁰ 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

²¹ No ano de 2002 foi aprovado o *Regulamento n.º 04/2002* da CMVM onde estão estabelecidas as condições para a constituição deste tipo de fundos de investimento.

- xi. Fundos de Índices: Estes fundos tendem a replicar uma parte ou totalidade de um determinado índice de valores mobiliários. Estes fundos foram consagrados no *D.L. n.º 276/94, de 2 de Novembro*, onde estipulava a possibilidade dos investimentos em acções que integrassem um índice de bolsa ultrapassarem os limites estabelecidos em relação a uma só entidade.

No *Regulamento n.º 4/2002*, a CMVM veio aprofundar determinados 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. De referir ainda que um agrupamento de fundos que são uma modalidade especial de comercialização e não uma categoria de fundos, podem ser formados por dois ou mais fundos de investimento mobiliário abertos, exceptuando os fundos de fundos.

Seguindo o mesmo regulamento os agrupamentos caracterizam-se principalmente, pelas vantagens que proporcionam no resgate e subscrição simultânea de unidades de participação dos fundos que os integram. Indo mais longe considerando que os fundos de investimento mobiliário que integram um determinado agrupamento são normalmente designados por “compartimentos” ou “sub-fundos”.

1.2.2 QUANTO À VARIABILIDADE DO CAPITAL

Relativamente à variabilidade do capital, podemos considerar a existência de fundos abertos e fundos fechados:

- i. Fundos Abertos:²² Caracterizam-se pelo facto do capital que os constitui ser variável, permitindo aos seus participantes subscreverem e/ou resgatarem as suas unidades de participação em qualquer altura. As unidades de participação que constituem estes fundos são em número variável. A subscrição e resgate das mesmas são feitos junto dos intermediários financeiros, não sendo necessária a sua transacção em Bolsa;
- ii. Fundos Fechados: Caracterizam-se por terem um capital fixo e uma duração definida. O número de unidades de participação é determinado aquando da emissão, sendo subscritas pelos bancos depositários, podendo eventualmente

²² 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.

ser aumentado em condições pré-estabelecidas no regulamento de gestão. Estes fundos podem ser admitidos à negociação em bolsa e, quer essa admissão se concretize ou não, as respectivas unidades de participação são sempre negociadas em mercado secundário.

Em cada dia o valor da unidade de participação é obtido através da seguinte equação:

Equação 1- Valor das Unidades de Participação²³

$$\frac{\text{Valor da Carteira}}{\text{Número de Unidades de Participação Emitidas}}$$

1.2.3 QUANTO À ÁREA GEOGRÁFICA DE ACTUAÇÃO

Nesta rubrica atende-se a uma especialização dos fundos de acordo com determinadas área geográficas:

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

1.2.4 QUANTO À FORMA DE RENDIMENTO

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

- i. Fundos de Rendimento: Distribuem de forma periódica rendimentos aos seus participantes.
- ii. Fundos de Capitalização: Reinvestem os rendimentos gerados pelos seus investimentos, gerando apenas rendimento no momento do resgate das unidades de participação.

²³ O valor da carteira de títulos que constituem o fundo é obtido pela cotação diária em bolsa.

1.2.5 QUANTO AO ESTILO DE GESTÃO

Os fundos quanto à gestão podem ser:

- i. Fundos de Gestão Activa: Seguem uma estratégia para tentar superar a performance média do mercado, seleccionando activos financeiros que julgam estar subavaliados em relação ao seu valor fundamental.
- ii. Fundos de Gestão Passiva: limitam-se a investir nos títulos que compõem geralmente o mercado que pretendem replicar. (implica custos, i.e. comissões inferiores à de um fundo de gestão activa).

1.2.6 QUANTO À ÁREA DE ACTUAÇÃO

Nesta rubrica atende-se a uma especialização dos fundos de acordo com determinadas área geográficas:

- iv. Fundos Nacionais: fundos geridos por entidades domiciliadas em território nacional e que investem principalmente em valores transaccionados em mercados nacionais;
- v. Fundos Internacionais: fundos geridos por entidades domiciliadas em território nacional mas que direccionam as suas aplicações para valores cotados em mercados internacionais;
- vi. Fundos Estrangeiros: fundos geridos por entidades domiciliadas no estrangeiro (isto é, gestão efectuada no país de origem), mas comercializados no espaço financeiro nacional.

1.2.7 QUANTO À FORMA DE RENDIMENTO

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

- iii. Fundos de Rendimento: Distribuem de forma periódica rendimentos aos seus participantes.
- iv. Fundos de Capitalização: Reinvestem os rendimentos gerados pelos seus investimentos, gerando apenas rendimento no momento do resgate das unidades de participação.

1.2.8 QUANTO AO NÍVEL DE HARMONIZAÇÃO

Os fundos de investimento podem ser distinguidos em harmonizados e não harmonizados²⁴ conforme ilustra um estudo da CMVM:

- i. Fundos Harmonizados – quando obedecem à legislação nacional sujeita às regras definidas pela *directiva comunitária n.º 85/611/CEE de 20 de Dezembro*²⁵. 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 CMVM²⁶;
- 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:
 - a. Os imobiliários;
 - b. Os fundos especiais²⁷;
 - c. Os fundos cuja entidade gestora tenha sede fora da União Europeia,
 - d. Os fundos de índices, garantidos e;
 - e. Os fundos fechados.

²⁴ 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.

²⁵ 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.

²⁶ Para além desta comunicação, têm ainda de preencher os requisitos estabelecidos nos *art. n.ºs 37.º, 39.º do D.L. 276/94, de 2 de Novembro*.

²⁷ Constantes do *art. 1.º n.º 2 do D.L. n.º 276/94, de 2 de Novembro*. De referir que nesta rubrica inserem-se os *Hedge Funds*, que se definem como um tipo de investimento alternativo, que têm como objectivo obter uma “rendibilidade absoluta” - utilizando estratégias de investimento que procuram gerar uma rendibilidade positiva independentemente dos preços dos activos estarem em alta ou em queda - fazendo face à crescente volatilidade dos mercados. Esta é a principal característica que distingue um *Hedge Fund* de um fundo de investimento tradicional, em que a estratégia a seguir é a simples aquisição de activos na esperança que o seu preço suba. Este tipo de fundos caracterizam-se por: i) Procuram uma rendibilidade ajustada a um determinado nível de risco, logo não se medem relativamente a qualquer índice; ii) A performance está dependente das capacidades, conhecimentos e acções do gestor, que tem sempre presente a ideia de que existe mais que uma via para gerar crescimento de capital; iii) Além disso os gestores têm liberdade para investir num maior conjunto de activos e usar mais instrumentos, é permitido o *short-selling*, arbitragem e uso de produtos derivados, o que aumenta as possibilidades de gerar crescimento qualquer que seja a situação do mercado. Ou seja, maior variedade de estratégias de investimento; iv) Na maioria destes fundos verifica-se uma baixa correlação entre a sua performance e o mercado, uma vez que as estratégias utilizadas não estão geralmente dependentes deste.

Para além destes, os fundos de tesouraria e os fundos de fundos, ainda que sejam fundos abertos, não são, porém, fundos harmonizados.

1.3 VANTAGENS DE INVESTIR EM FUNDOS DE INVESTIMENTO

Uma das principais vantagens de se investir em fundos é a comodidade para o investidor, que prefere deixar sob os cuidados de uma gestão profissionalizada os seus recursos.

As equipas de gestores seguem e estudam o mercado diariamente com vista à obtenção oportunidades de investimento com rendibilidade positiva, dado que muitas vezes o investidor não tem tempo nem condições de o fazer. Devido ao “volume de dinheiro” que recolhe, o fundo atinge taxas mais atractivas nas diversas operações que leva a cabo ao contrário do que o pequeno e médio investidor individualmente conseguiria.

De um modo geral, os fundos são investimentos com relativa liquidez, o que permite, na grande maioria dos casos, resgates a qualquer momento sem qualquer tipo de carência. No entanto existem algumas excepções sendo que a mais relevante é caso dos fundos fechados, nos quais não é possível fazer resgate das unidades de participação, mas somente se pode vendê-las no mercado secundário.

Os fundos de investimento constituem um importante meio de acesso aos mercados financeiros por parte de pequenos investidores e aforradores, além disso permitem uma maior diversificação limitando o risco de investimento devido à existência de regras preventivas por imposição legal e regulamentar que condicionam as políticas de investimento praticadas e acesso a diversos activos mesmo com pequenos montantes investidos. Por outro lado permitem diluir os custos de transacção.

O volume de activos sob gestão, o poder de negociação e a capacidade de intervenção nos mercados, permite o acesso do pequeno e médio aforrador a investimentos que, de outra forma, seriam inacessíveis. Além disso, permite-lhe usufruir de uma redução dos custos de transacção, relativamente àqueles que um investidor teria de suportar por uma operação em nome individual.

A obrigatoriedade de prestação periódica de informação por parte das entidades gestoras, depositárias, comercializadoras, garante um elevado nível de transparência.

Ainda assim é possível apontar alguns inconvenientes aos fundos investimento.

O investimento em fundos, em mercados onde não existia uma adequada segmentação do produto, pode inibir o investidor de seleccionar os valores mobiliários, imobiliários e monetários de acordo com os seus critérios específicos pessoais (o que aconteceria se investisse directamente), definidos em função dos objectivos associados ao seu perfil de risco.

Em segundo lugar, o investimento em fundos acarreta custos para o investidor – comissões de subscrição, resgate e gestão – que devem ser ponderados face às alternativas oferecidas por outras modalidades de aplicação disponíveis (investimento directo, gestão privada, etc.)

O impacto dos efeitos de natureza fiscal poderá ser distinto em função do perfil do investidor. É, portanto, aconselhável que seja devidamente analisada esta questão ao nível do apuramento da rendibilidade dos fundos, nomeadamente quando existem outros produtos financeiros acessíveis, com níveis de risco e liquidez idênticos.

1.4 A RENDIBILIDADE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

A rendibilidade é a taxa de rendimento gerado pelo investimento durante um determinado período de tempo. Inclui normalmente duas parcelas: a evolução dos preços do instrumento financeiro no qual se investiu (denominada mais ou menos valia, consoante a evolução tenha sido positiva ou negativa) e a remuneração periódica (dividendos, no caso de acções, juros, no caso de obrigações e valorização/desvalorização, no caso das unidades de participação dos fundos de investimento) desses instrumentos.

A rendibilidade de cada fundo é definida pela estratégia de investimento adoptada pelo gestor, que têm de respeitar as particularidades estabelecidas no seu estatuto. Existem fundos mais conservadores e fundos mais agressivos com diferentes graus de risco definidos de acordo com seu objectivo.

Se por hipótese um fundo tiver uma rendibilidade de 3% num dado mês, as respectivas unidades de participação valorizar-se-ão à mesma taxa (3%), não obstante o valor investido. As taxas e impostos têm grande importância na rendibilidade do fundo, portanto, tem que se ter em atenção o valor das taxas cobradas, que variam de acordo com o fundo e com a instituição.

O investidor deverá ter ainda em consideração que rendibilidades passadas não constituem garantia de rendibilidades futuras.

1.5 O RISCO DA CARTEIRA DE ACTIVOS DOS FUNDOS

A carteira de activos de um fundo de investimento é regra geral constituída por activos de várias tipologias, com distintos níveis de risco. O risco total da carteira do fundo é repassado ao aplicador ou participante no fundo.

O risco de um fundo de investimento pode ser definido como o grau de incerteza na obtenção da rendibilidade esperada em que investe num certo fundo, podendo lhes ser atribuído um nível de risco: baixo, médio e alto risco.

De uma maneira geral, fundos com um nível de risco baixo evidenciam um maior grau de segurança ao investidor, mas que por isso têm por norma uma rendibilidade menor. Os fundos de alto risco, por outro lado, podem trazer uma rendibilidade mais elevada, mas com um grau muito maior de incerteza, podendo até mesmo trazer prejuízos aos investidores.

São caracterizados pela incerteza da rendibilidade do investimento, mediante a probabilidade de um evento possível, futuro e incerto, autónomo à vontade do investidor e cuja ocorrência poderá originar prejuízos.

Definindo em termos formais tem-se a seguinte equação:

Equação 2 – Risco de uma Carteira de Activos

$$\text{Risco} = (\text{probabilidade de um evento acontecer}) \times (\text{Perdas devido ao evento})$$

O risco de um activo está dependente da volatilidade da cotação do mesmo, sendo maior o risco quanto maior for a volatilidade. Está também dependente da segurança económico-jurídica que cada investimento propicia.

O risco de um investimento deve ser sistematicamente aferido através da análise da incerteza decorrente dos vários factores que possam influenciar o negócio e o seu desenvolvimento futuro.

Tipo de riscos:

- i. Risco de Mercado - Risco resultante de oscilações nos mercados onde os activos financeiros, que fazem parte da carteira do fundo, são negociados. Decorre da variação do preço (cotação) do instrumento financeiro, podendo verificar-se que a venda do instrumento financeiro seja efectuada a um preço inferior ao preço a que foi adquirido.

- ii. Risco de Crédito - Risco de crédito se refere a uma possível incapacidade das instituições financeiras, responsáveis pela emissão dos activos financeiros componentes da carteira, de honrarem seus compromissos financeiros assumidos com os investidores. Essa situação pode ser causada por problemas financeiros oriundos de uma má administração ou gestão, dificuldades com planos económicos, etc. Esse problema também pode ocorrer com a própria entidade administradora do fundo de investimento.
- iii. Risco de Liquidez. - Decorre da falta de oportunidades para resgatar ou alienar o instrumento financeiro, impedindo o investidor de recuperar, no momento pretendido, parte ou a totalidade do capital investido. Pode ainda ocasionar que apenas seja possível recuperar o montante investido incorrendo numa penalização no respectivo preço.
- iv. Risco Cambial. - Ocorre quando o investimento é realizado em instrumentos financeiros (ou activos) denominados em moeda diferente daquela que é utilizada nos países onde os fundos têm actividade. As variações da taxa de câmbio poderão resultar em perdas para o investidor
- v. Risco de Taxa de Juro - Verifica-se quando uma variação da taxa de juro afecta a rentabilidade de um determinado instrumento financeiro (por exemplo, quando a sua remuneração se encontra indexada a uma taxa de juro)
- vi. Risco do Activo Subjacente - Decorre do facto de uma variação no preço do activo subjacente associado a um instrumento financeiro de estrutura derivada provocar uma variação no preço do próprio instrumento financeiro dessa mesma estrutura.
- vii. Outros Riscos - Dependendo do tipo de instrumentos financeiros ou das operações ou mercados em que se pretende investir, podem verificar-se adicionalmente outros riscos, como por exemplo, riscos de contraparte, riscos legais (*compliance*), riscos de fraude ou riscos políticos.

1.6 VARIÁVEIS QUE INFLUENCIAM O DESEMPENHO DOS FUNDOS

A análise relativa ao desempenho dos fundos de investimento deve ter em consideração aspectos como:

- i. Transparência - É obrigação dos administradores de recursos fornecerem todo o tipo de informação relevante para o participante sobre a política de investimento dos fundos, os riscos envolvidos e os principais direitos e responsabilidades dos investidores e dos gestores.

O prospecto e o regulamento do fundo são os instrumentos básicos de informação no momento inicial do investimento. Porém, durante o período de permanência do investidor no fundo ele deve ser informado sobre todas as mudanças importantes, seja na equipa de gestores ou no estatuto do fundo. A utilização do correio electrónico (e-mail) como meio de comunicação entre o administrador de fundos e os participantes é uma das principais inovações nas regras dos fundos.

- ii. Benchmark²⁸ - É um indicador que serve de referência à performance que cada fundo procura obter. Um efeito que a maioria dos fundos tem quando se baseiam num *benchmark*, é que a maioria dos fundos perde para o *benchmark*. A razão é relativamente simples, a totalidade dos fundos tende a ser uma amostra representativa do mercado, e tende a comportar-se como o mercado. Porém os fundos como um todo estão sujeitos a custos de fricção (custos de compra e venda, *spreads*, etc.), e a várias comissões (gestão, custódia, etc.). O resultado é que o bolo dos fundos tende a comportar-se como um mercado menos esses custos, e portanto a maioria dos fundos perde para o mercado.

²⁸ Um *Benchmark* é um valor ou ponto de referência para uma medida. No mercado de capitais, regra geral usa-se como *benchmark* um índice accionista, funcionando o índice como *proxy* ou substituto/representante do mercado. A ideia é aferir do valor de uma dada performance não pelo seu valor absoluto, mas sim pelo valor relativo alcançado face ao mercado. Isto acontece porque é completamente diferente ganhar 10% quando um mercado sobe 10%, de ganhar os mesmos 10% quando o mercado cai 20% ou sobe 50%. Assim, cada fundo tende a estabelecer qual é o seu *benchmark*, com o qual comparará a sua performance. Esse *benchmark* obviamente tende a ter alguma relação com o campo de actuação do fundo. Um fundo exclusivamente Português pode escolher como *benchmark* o *PSI20*, enquanto um Americano certamente tenderá a escolher o *S&P500*, ou o *Wilshire 5000* ou um outro índice relevante.

Um fundo de obrigações, tenderá a escolher um *benchmark* que represente uma curva de taxas de juro (com várias maturidades), um fundo de *commodities*, um *basket* (carteira de títulos) de *commodities* ou um índice que represente tal *basket*. A ideia é tornar-se possível compreender quanto da performance de um fundo é devida à gestão do dito, e quanto dessa performance é simplesmente decorrente da evolução do mercado no qual o fundo investe.

Isso levou à emergência de outro fenómeno: os fundos índice, que visam simplesmente replicar a estrutura do *benchmark*, e ao não possuírem gestão activa e ao transaccionarem menos, conseguem ter custos muito menores e portanto em média bater os seus pares da gestão activa.

- iii. Volatilidade e rendibilidade – A volatilidade é a dispersão positiva ou negativa em relação à média das rendibilidades diárias. Mais especificamente, seria a média dos desvios-padrão. Um investimento com uma volatilidade elevada deve ser considerado como de maior risco. Já os investimentos com uma volatilidade baixa possuem uma performance mais estável e, portanto, com um comportamento mais previsível, a sua performance não surpreende o investidor. Outra variável que se tem em atenção na gestão de fundos de investimento é a rendibilidade que está sujeita a um determinado risco (volatilidade). Quanto maior for a possibilidade de retorno maiores são os riscos envolvidos. Já os fundos mais conservadores procuram garantir mais segurança aos seus investidores e portanto rendibilidades menores. Assim, antes de investir num fundo é importante avaliar os riscos envolvidos. E ter em linha de consideração aspectos como:
 - a. A instituição que faz a gestão e a administração do fundo,
 - b. O agente que detém os títulos (instituição que faz a custódia dos títulos do fundo),
 - c. A empresa que faz auditoria dos fundos.
- iv. Alavancagem - Ocorre quando o gestor assume obrigações maiores do que o património do fundo, caso as operações previstas estejam erradas. Um fundo pode apresentar diferentes níveis de alavancagem, quanto maior o seu nível, maior o risco de rendibilidade proporcionado pelo fundo. Alguns gestores utilizam-na como estratégia para obter segurança contra oscilações dos preços dos investimentos que compõem a carteira do fundo, essa alavancagem ou termos anglo-saxónicos *hedging* (actividades que visam a redução do risco de determinado activo financeiro). O grau de alavancagem deve estar definido no estatuto do fundo, de modo a permitir ao gestor uma maior flexibilidade. Este requisito é escrito de forma muito ampla no estatuto dos fundos. Por isso, é

importante ler-se no regulamento que limite apresenta, para conhecer-se o campo de actuação do gestor.

- v. Histórico do Fundo e do Gestor - Embora que a rendibilidade passada não garante futura, a evolução do valor das unidades de participação do fundo é um bom parâmetro para tomar-se como base na escolha de um fundo de investimento. Porém, é importante saber se a política de gestão praticada, o gestor e os procedimentos de análises actuais são os mesmos que garantiram aquela rendibilidade passada.

1.7 MEDIDAS DE AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE

1.7.1 O MODELO CAPM

Os principais indicadores que mais vulgarmente se utilizam na análise da performance dos fundos de investimento têm subjacente o Modelo de Equilíbrio de Activos Financeiros (*Capital Asset Pricing Model* - CAPM), que fora desenvolvido por *Sharpe* (1964) e *Linter* (1965) e *Mossin* (1965).

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 a rendibilidade esperada dos activos e a sua variância;
- iii. Os investidores são avessos ao risco;
- iv. Os investidores têm o mesmo horizonte temporal de investimento e apresentam as mesmas expectativas homogéneas acerca do risco e da rendibilidade dos activos;
- v. Não existem custos de transacção 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.

Segundo este modelo, a rendibilidade esperada de um activo ou carteira está linearmente relacionada com a rendibilidade esperada do mercado, conforme se demonstra na seguinte equação:

Equação 3 - Rendibilidade Esperada da Carteira vs Rendibilidade Esperada do Mercado (relação linear)

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

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 mercado²⁹ no período t .

Sendo esta uma análise *ex-ante* 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 equação:

Equação 4 – Rendibilidade Esperada da Carteira vs Rendibilidade Esperada do Mercado (análise com dados *ex-post*)

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

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, $Can[R_{m,t}, \varepsilon_t] = 0$.

Uma vez que há a probabilidade de alguns títulos poderem não estar correctamente bem avaliados (i.e. o mercado pode não estar em equilíbrio), é relevante não condicionar a regressão a passar pela origem, o que significa que a equação deve apresentar a seguinte formulação³⁰:

²⁹ 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 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.

³⁰ As medidas de avaliação de performance de Jensen (1968) e Treynor (1965) derivam directamente desta formulação do modelo CAPM

Equação 5 - Rendibilidade Esperada da Carteira vs Rendibilidade Esperada do Mercado (se mercado não estiver em equilíbrio)

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

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

Um α_x positivo implica que a carteira ou o título x registou uma performance (ajustada ao risco) positiva. Quer dizer que na análise da performance de um dado fundo de investimento, e caso se constatem os pressupostos subjacentes ao CAPM, um α_x positivo resulta na capacidade da entidade que gere o fundo em constituir uma carteira, corrigida do risco sistemático que supera a performance do mercado.

1.7.1 O ÍNDICE DE SHARPE

O índice de *Sharpe*, criado por *William Sharpe*, é um indicador que permite avaliar a relação entre a rendibilidade e o risco dos fundos. Ele deve ser usado para comparar fundos de uma mesma categoria. O índice de *Sharpe* é definido pela seguinte equação:

Equação 6 – Índice de Sharpe

$$\text{índice de Sharpe} = \frac{R - R_f}{\sigma}$$

Onde:

R = Rendibilidade do fundo

R_f = Taxa de juro sem risco

σ = Desvio-Padrão

A rendibilidade do fundo (R) menos a taxa de juro sem risco (R_f) é definido como prémio que o investidor tem pelo risco que se dispôs a assumir. Quanto maior este prémio, maior o índice de *Sharpe*, quanto menor o desvio padrão, maior será o índice de *Sharpe*.

1.7.3 MEDIDA DE JENSEN

A medida de *Jensen* é expressa pela seguinte fórmula:

Equação 7 – Medida de *Jensen*

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

Onde $J_{x,t}$ equivale ao rácio de *Jensen* para o fundo x no período t , enquanto as outras variáveis têm a mesma denominação. Esta medida que *Jensen* propôs (1969), dá-nos a diferença entre o excesso de rendibilidade do fundo (face a um activo sem risco) e o excesso de rendibilidade de uma carteira com constituição similar à do mercado (face a um activo sem risco) e, conjuntamente, com um beta idêntico ao do fundo³¹. 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.

1.7.4 MEDIDA DE TREYNOR

Proposta por *Treynor* (1965) é outra maneira de avaliar a performance, em que se fundamenta na "*Security Market Line*" (SML). Um pouco à imagem do indicador de *Jensen*, esta medida usa o risco de mercado (beta) como medida de risco, sendo a sua formulação apresentada da seguinte forma:

Equação 8 – Rácio de *Treynor*

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

Onde $T_{x,t}$ é o rácio de *Treynor* e as outras variáveis têm o significado atrás referido.

Este rácio espelha, o excesso de rendibilidade, ou prémio de risco, obtido por unidade de risco sistemático. Tendo em conta $T_{m,t}$ 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.

³¹ Supondo um fundo com uma rendibilidade anual de 10% e um beta de 0,6. Se pretendermos construir uma carteira com a composição do índice mas com uma beta igual ao do fundo (isto é, 0,6), então a rendibilidade dessa carteira será obtida multiplicando a rendibilidade do índice pelo eta 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%). Conforme estudos da CMVM.

1.8 ADMINISTRADORES E GESTORES

Os administradores de fundos são as instituições financeiras responsáveis legais perante os órgãos supervisores e reguladores, a CMVM e o Banco de Portugal, além de determinar a política e o regulamento de cada fundo.

Existe também a figura do gestor de fundos que é responsável pela escolha dos papéis, avaliação dos cenários e montagem das carteiras. O administradores que realizam a gestão de seus fundos e que também delegam essa gestão para gestores de activos independentes. São profissionais especializados que acompanham o mercado e procuram definir os melhores momentos de compra e venda e quais os activos que comporão a carteira do fundo.

Cada fundo de investimento constitui-se como uma pessoa jurídica própria, não se confundindo com a instituição gestora. O que significa que o dinheiro aplicado num fundo está resguardado de qualquer eventual problema financeiro que a administradora ou a gestora venham a ter.

1.9 ENQUADRAMENTO LEGAL

Em Portugal, o *D.L. n.º 46 302, de 27 de Abril de 1965* foi o primeiro passo em termos legais em que se abordou a questão dos fundos de investimento e estabeleceu as sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário ou imobiliário como instituições de crédito, segundo registos publicados em documentos da CMVM 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 euro³².

Cronologicamente primeiro os fundos mobiliários (abertos), em 1965³³, e consequentemente os fundos imobiliários³⁴ (em 1985) começaram a ser objecto de regulação em Portugal. Com o *D.L. n.º 229-C/88, de 4 de Julho* o regime dos fundos mobiliários e imobiliários foi conglomerado, revogando os anteriores diplomas. Mais tarde este diploma também fora revogado com a aprovação do *D.L. n.º 417/91, de 26 de Outubro*, que transportou as modificações decorrentes da aprovação do *Cód. MVM* que se refere à supervisão da CMVM, que com *Decreto-Lei 142-A/91 de 10 de Abril* cria o primeiro código

³² In *Revista Bancária, Outubro – Dezembro de 1968, Ano IV, n.º 14*. (conforme publica a CMVM)

³³ 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*.

³⁴ Pelo *D.L. n.º 246/85, de 12 de Julho*.

de mercado de valores mobiliários³⁵, consagrando-a e permitindo que o mercado de capitais português se desenvolvesse rapidamente³⁶.

A nível comunitário a 20 de Dezembro de 1994 com a directiva dos fundos de investimento 85/611/CEE³⁷, que legitima a harmonização dos fundos mobiliários e imobiliários é de seguida transposta para o ordenamento jurídico português através do *D.L. n.º 276/94, de 2 de Novembro*³⁸. Em 2002 o *D.L. n.º 62/2002, de 20 de Março*, introduziu algumas alterações ao *D.L. n.º 276/94, de 2 de Novembro*, relativas à necessidade de haver uma maior e melhor transparência na gestão dos FIM, com o objectivo de preservar o interesse dos participantes dos mesmos.

No que concerne ao quadro normativo dos fundos imobiliários, não existe uma fonte de direito comunitária (ao contrário dos fundos mobiliários), a não ser no respectivo ordenamento jurídico português - *D.L. n.º 294/95, de 17 de Novembro*, com as alterações do *D.L. n.º 323/97, de 26 de Novembro*³⁹. Este diploma enquadrou nomeadamente:

- i. A comercializar em Portugal, unidades de participação de instituições de investimento colectivo em valores imobiliários com sede no estrangeiro, ou que sejam administradas por entidades aí sedeadas (*art. 40.º*);
- ii. A possibilidade das sociedades gestoras adoptar a forma de subscrição pública ou particular para a constituição dos fundos fechados que administrem (*art. 28.º n.º 3*);
- iii. O estabelecimento da regra do depositário único (*art. 13.º n.º 1*) e as novas regras de avaliação dos imóveis integrantes das carteiras dos FII (*art. 33.º n.ºs 4, 5 e 6*).

Com o *decreto-lei n.º 60/2002*⁴⁰, de 20 de Março, iniciou-se a revisão do regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário. O novo regime distinguiu os requisitos a preencher pelos fundos abertos e fechados, incluindo no seio destes, os de subscrição pública

³⁵ Vulgarmente conhecido por Código Sapateiro, em referência ao seu principal autor

³⁶ Descrito na publicação da CMVM – *a evolução do mercado de capitais português*

³⁷ Pelo *D.L. n.º 246/85, de 12 de Julho*.

³⁸ 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*.

³⁹ Esta Directiva alterada pelas *Directivas 107/2001/CE e 108/2001/CE* do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Janeiro de 2002.

⁴⁰ Republicado pelo *Decreto-Lei n.º 13/2005, de 7 de Janeiro*. Contém as alterações introduzidas pelo *Decreto-Lei n.º 252/2003, de 17 de Outubro*, pelo *Decreto-Lei n.º 13/2005, de 7 de Janeiro*, pelo *Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro* e pelo *Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro*.

e particular, tendo sido constituída a figura dos “fundos mistos”, que mesclava as noções de fundos abertos e fechados.

Por outro lado tentou-se com este diploma o reforço do papel dos peritos avaliadores, principalmente enquanto garantia adicional perante o mercado e os investidores em geral, ao passarem a ser objecto de registo junto da CMVM.

Por uma mera necessidade de transparência, passou a estar vedada aos FII a possibilidade de deter participações em sociedades imobiliárias. Como consequência, 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 deixaram de estar proibidas e passaram a estar apenas dependentes de autorização da CMVM⁴¹.

1.9.1 ENTIDADES DE SUPERVISÃO

A actividade dos fundos de investimento é supervisionada por duas entidades:

- i. A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e,
- ii. O Banco de Portugal⁴².

A CMVM possui alargados poderes de supervisão sobre os fundos, assegurando a produção regulamentar e exercendo a supervisão e o auditio institucional dos fundos 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.

O Banco de Portugal tem funções acessórias na actividade dos fundos, direccionando-as mais à supervisão das entidades gestoras – instituições de crédito e sociedades financeiras – do que às actividades em si (*art. 36.º n.º1, do D.L. n.º 276/94, de 2 de Novembro*)⁴³.

⁴¹ Estas alterações, entre outras, entraram em vigor no dia 18 de Junho de 2002.

⁴² 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).

⁴³ 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).

2. EVOLUÇÃO HISTÓRICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

A evolução histórica dos fundos de investimento em Portugal é comparativamente com outros países, nomeadamente Suíça, Reino Unido, Alemanha e EUA, a que tem incidências mais recentes.

Só em Junho de 1964 surgiu o primeiro registo de um fundo de investimento em território nacional, e conseqüentemente com a nacionalização do sector bancário e o interregno da actividade nos mercados de capitais em 1975, as unidades dos fundos em vigor na época resultaram em dívida pública.

O retomar da actividade da indústria de fundos de investimento em Portugal surgiu com a entrada do fundo Invest⁴⁴ em 1986, tendo surgido mais quatro fundos em 1987 impulsionando de forma crescente a actividade no contexto nacional. Segundo dados da CMVM a indústria dos fundos de investimento tem registado um desenvolvimento muito acelerado.

Entre Dezembro de 1996 e Dezembro de 2001⁴⁵ verificou-se um acentuado desenvolvimento da mesma, tanto ao nível do volume de gestão de activos (64%) quanto ao número de fundos formados, variando de 230 a 306 entre os anos de 1996 e 2001.

Em 1998 deu-se o movimento mais forte ao nível do crescimento da actividade em Portugal, tendo-se assistido posteriormente a um declínio significativo do mesmo em 2000, acompanhando a má performance do mercado accionista. Em 2001 houve uma leve recuperação fruto da dinâmica dos fundos de investimento imobiliários, que conforme as estatísticas recolhidas pela CMVM aumentaram 22,6% relativamente ao ano transacto.

Desde então tem-se constatado uma relevante perda de importância deste sector de actividade na restante economia nacional, tendo o peso do valor líquido global dos fundos (VLGF) no PIB caído de 26,2% em 1998, adianta a mesma entidade, para 19,6% em 2001. (ver Tabela 1).

Conforme se pode constar da Tabela 1 a partir de 2002 houve uma retoma no valor líquido global dos de investimento ainda que modesta e gradual.

⁴⁴ 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."Segundo um estudo publicado na CMVM

⁴⁵ Quanto aos FII, não há disponível informação estatística anterior a 1996 (período em que a supervisão era da competência do Banco de Portugal), de modo que não será possível apresentar valores globais para a indústria dos fundos de investimento anterior a essa data.

Tabela 1 Evolução Histórica dos Fundos de Investimento⁴⁶Unidade: 10⁶ EUR

Ano	N.º	<i>FIM+FII</i>			
		VLG (1)	ΔVLG	PIBpm (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	129.308	19,6%
2002	267	25.563	0,6	135.434	18,9%
2003	266	28.708	10,9	138.582	20,7%
2004	277	30.899	7,1	144.128	21,4%
2005	294	34.725	11	149.123	23,3%
2006	394	35.853	3,1	155.446	23,1%
2007	369	31.633	-13,3	163.052	19,4%
2008	361	19.785	-59,9	166.463	11,9%
2009	347	21.169	7	163.891	12,9%

Fonte: CMVM; Comissão Europeia

Legenda: VLG – Valor líquido global; ΔVLG – Variação percentual do valor líquido global

O período compreendido entre 2005 a 2006 atingiu o auge da performance em termos de valor líquido global da carteira de activos dos fundos, sendo que em 2005 o esse valor representava cerca de 23,3% no PIB definindo-se com um máximo histórico nesta amostra.

Em 2006 regista-se o valor mais elevado em termos de valor líquido global embora tenha-se observado um abrandamento na variação do valor sob gestão dos fundos, 3,1% relativamente a 2005 que obteve um aumento de 11% em comparação a 2004, que é o máximo atingido depois do grande crescimento dos FIM e FII nos anos de 1997 e 1998.

Apesar do crescente aumento do número de fundos, nos anos seguintes (2007 a 2009), dá-se uma quebra profunda o sector, acompanhando a crise nos mercados financeiros, resultante da bolha especulativa que deu origem à crise do *Subprime*⁴⁷ em que começa a apresentar desde logo em 2007 recuos no valor líquido (13%). Em 2008 dá-se uma retracção completa na indústria de Fundos de investimento atingindo uma perda de 59,9%, um valor nunca antes registado em toda a história do sector, acentuando-se esta realidade na

⁴⁶ Até 2001 os valores são retirados de um estudo da CMVM com excepção do PIB (que era uma previsão), que já está actualizado assim como o peso dos FIM/PIB. Dados relativos ao 3º Trimestre de 2009 com excepção do PIB (é referente ao valor anual de 2009) – à data deste estudo não constavam valores para o fecho de 2009. O valor líquido global de 2009 é calculado com base na variação do valor de Dezembro de 2008 o valor de 30 de Setembro de 2009.

⁴⁷ Crise do crédito a habitação nos EUA, que resultou numa crise financeira à escala mundial, dando origem ao forte declínio do mercado de capitais e restantes economias.

progressiva baixa do da indústria de fundos de investimento peso no PIB, 19,4% em 2007 e 11,9% em 2008 e coma ligeira retoma em 2009 de um 1%.

2.1 OS FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO

2.1.1 NO CONTEXTO INTERNACIONAL

Nesta secção, será analisada a indústria dos fundos de investimento mobiliário no contexto dos 15 países da UE até 2001. De 2001 até 2009 esta análise far-se-á no contexto de uma Europa alargada⁴⁸ com especial destaque para os principais países, em que, além dos actuais 27 países da UE, são também considerados outros países a nível internacional relevantes como os EUA e o Japão.

Os fundos de investimento mobiliário foram a componente do sector financeiro que mais cresceu no conjunto dos principais países da Europa na década de 90⁴⁹, conforme descreve um estudo da CMVM. Os activos sob gestão dos fundos de investimento aumentaram de um montante inferior a 500 milhões de euros (registados no início dos anos 90), para cerca de 4.476 mil milhões de euros no final de 2001, tendo somente em consideração os FIM harmonizados⁵⁰.

⁴⁸ Listagem completa: Portugal; Luxemburgo; Reino Unido; Alemanha; Holanda; Itália; Espanha; França; Bélgica; Dinamarca; Finlândia; Grécia; Suécia; Áustria; Irlanda; Liechtenstein; Turquia; Eslováquia; Roménia; Eslovénia; Bulgária; Polónia; República Checa; Noruega; Suíça; Hungria; EUA e Japão.

⁴⁹ Nessa altura na economia norte-americana, a indústria dos FIM era bastante mais desenvolvida do que a europeia, representado 60% da indústria ao nível mundial, segundo estudos da CMVM. Esta percentagem espelha, em parte, a elevada sofisticação dos investidores americanos e a sua forte capacidade para investir nos mercados financeiros. Não obstante os montantes aplicados em fundos de investimento norte-americanos serem superiores, o número de fundos em actividade era muito inferior ao existente na Europa, sinal da maior dimensão e forte capitalização que os OICVM, em média, possuíam naquele país. No término do primeiro semestre de 2001, existiam cerca de 8.303 fundos nos EUA, contra 25.980 na Europa. O mesmo estudo destacava o peso dos fundos de acções nos EUA, representando 55% do número total de fundos e cerca de 74% “dos montantes sob gestão. Relativamente à economia japonesa, os estudos mencionam que 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.

⁵⁰ 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 UE representam, em média, cerca de 80% do total da indústria dos FIM destacam as pesquisas da CMVM.

No conjunto dos países da Europa os valores geridos aumentaram dos 1.362 mil milhões de euro no final de 1996 para cerca de 5.157 mil milhões de euros (CMVM) no terceiro trimestre de 2009. (ver também Tabela A2.1 nos anexos)

Portugal é, de entre este conjunto de países (ver tabela A2.2 nos anexos), um dos que apresenta menores valores de activos sob gestão (tanto totais, como em termos de fundos harmonizados). Segundo estatísticas referentes ao terceiro trimestre de 2009 (CMVM), a indústria portuguesa representava nesse ano apenas 0,2% no total do valor de activos sob gestão dos países europeus, ocupando o último lugar a par da Grécia. Em sentido inverso, o Luxemburgo e a França em 2009 dominavam a indústria ao nível europeu, com quotas de mercado⁵¹ em Novembro de 2009 de 29,6% e 24,5% respectivamente⁵².

Em termos do peso no PIB dos respectivos valores sob gestão, verifica-se que Portugal se encontra significativamente abaixo da média dos países da Europa⁵³. De facto, em Novembro de 2009 o valor líquido global dos FIM representava apenas 6,7% do PIB português⁵⁴, (Gráfico 1)⁵⁵.

Destaque ainda para os Estados Unidos e o Japão que em termos de valor líquido global têm a seu cargo montantes de 9.948.476 e 391.037 milhões de euros, respectivamente, tendo aumentando desde finais de 2000 até ao terceiro trimestre de 2009, 1.853.207 milhões de euros (EUA) e 61.796 milhões de euros (Japão).

Conforme Gráfico 1 os Estados Unidos detêm uma relação percentual entre a indústria de FIM e o PIB elevadíssima, 68%% e no Japão de 10,7%

⁵¹ Respeitante aos Fundos Harmonizados.

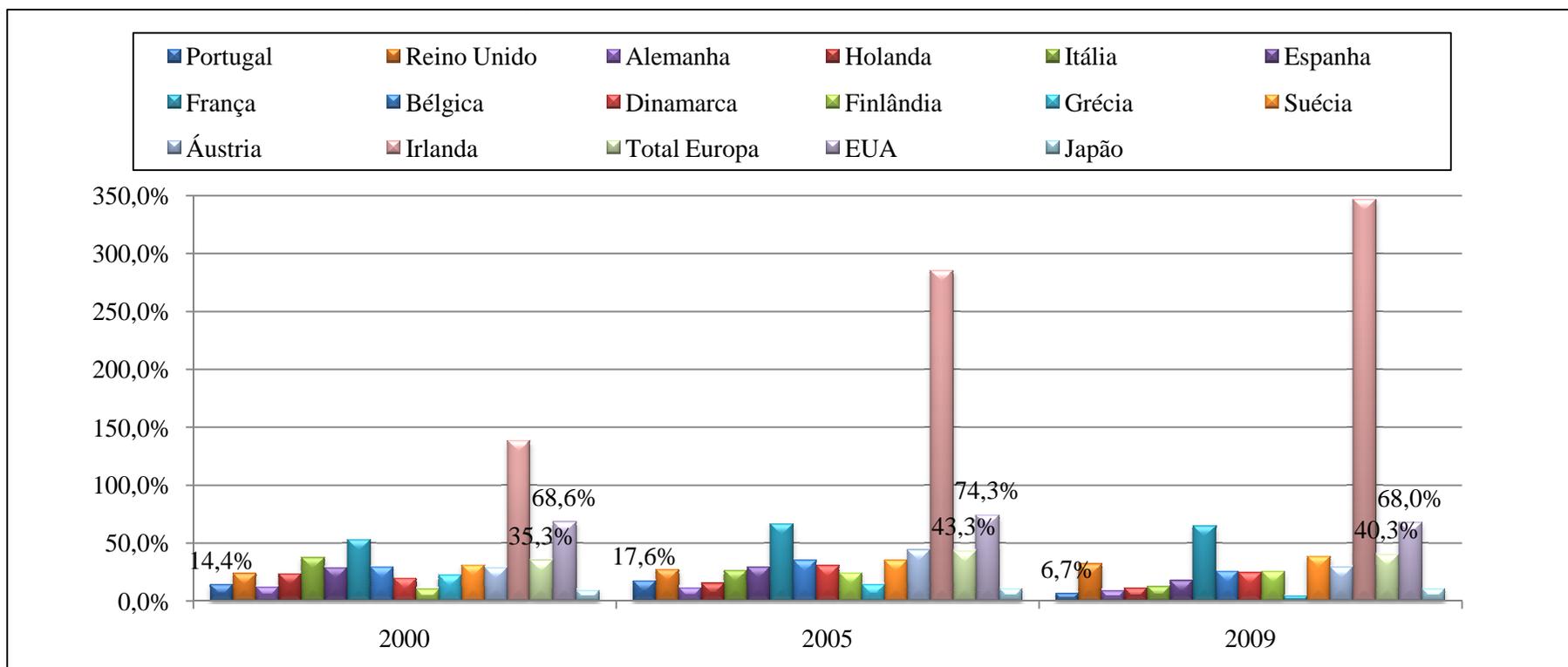
⁵² O facto de o Luxemburgo ter alcançado a posição de liderança – independentemente da pequena dimensão da sua população – reflecte o sucesso da estratégia seguida por este país. A praça luxemburguesa soube impor-se como principal plataforma de comercialização dos denominados fundos de investimento pan-europeus, 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. (fonte: CMVM)

⁵³ Em Novembro de 2009 só a Grécia tinha uma percentagem de valor líquido global no PIB inferior a Portugal (4,2%)

⁵⁴ Valor baseado em estatísticas do PIB retiradas do Relatório da Comissão Europeia.

⁵⁵ Valores respectivos para o conjunto dos principais países da Europa (ver tabela A2.3 nos anexos): 40,3% com um valor líquido global de 5.157.294 €.

Gráfico 1⁵⁶ - Peso dos FIM no PIB - Europa, EUA e Japão (%)



Fonte: Comissão Europeia, EFAMA/FEFSI

Nota: Fundos Harmonizados.

⁵⁶ O gráfico 1 representa o peso da indústria dos FIM dos principais países da Europa no PIB desses países. Todos os outros países que não constam das rubricas ilustradas fazem parte do “Total Europa”. Em 2009 os valores são referentes ao 3º trimestre, com excepção dos valores dos EUA e do Japão que correspondem aos valores do 1º trimestre de 2009. Alguns países só entram nas Estatísticas a partir de determinados anos: Liechtenstein – 2002; Turquia – 2004; Eslováquia; Roménia - 2007; Eslovénia – 2007; Bulgária – 2008. Devido o efeito de proporcionalidade excluiu-se o Luxemburgo para melhor se poder observar os dados do gráfico.

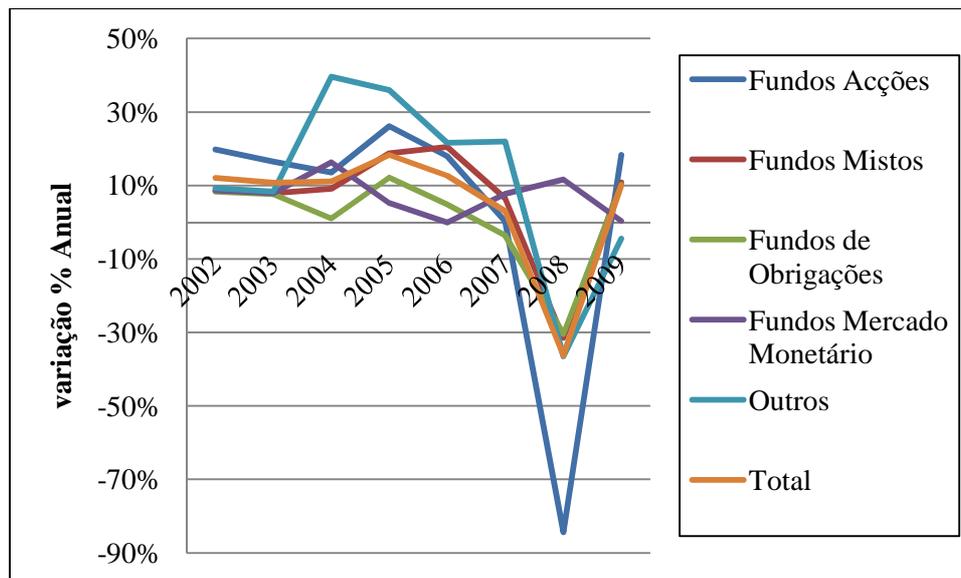
Relativamente à importância das diferentes categorias de fundos no seio dos países europeus deve-se registar que quanto aos fundos de acções numa análise entre Dezembro de 2002 a Novembro de 2009 conforme é possível observar no Gráfico 2, o período em que se observou o maior aumento percentual no valor líquido global destes foi entre 2004 e 2005, de 35,5% e a maior queda acontece entre 2007 e 2008 com uma percentagem histórica de 45,8%.

Nos fundos mistos e seguindo a mesma lógica de análise, o apogeu em termos de variação positiva no seu valor de activos sob gestão foi entre 2005 e 2006, 25,8%, e o seu período de menor fulgor acontece em 2008 com uma descida de 23,9%. No que concerne aos fundos de obrigações o ano de 2005 foi pico de valorização, com uma subida de 13,9%, ainda assim bastante modesta quando comparado com as restantes rubricas, no sentido inverso uma vez mais 2008 é o ano “negro” da gestão de activos e da indústria europeia dos FIM, e como consequência as obrigações sofrem uma desvalorização de 23,3%. O fundo do mercado monetário igualmente uma categoria que apresenta uma fraca expressão em termos de crescimento nesta análise, consegue em 2004 a sua maior marca com 19,5%, com tudo revela ainda assim um comportamento bastante estável, mesmo quando em 2006 apresenta uma variação negativa de 0,1% (a única registada nesta análise).

De salientar ainda a categoria de outros fundos, que representa uma minoria dado que é uma categoria especial em que os seus activos representam uma natureza específica (i.e. fundos de fundos, fundos de tesouraria, etc.) o valor líquido global é o mais baixo entre todas as categorias de fundos. Em 2004 tem uma valorização exponencial de 65,5% e em 2008 dá-se uma retracção de 26,8%.

Em termos totais, 2005 é o ano de ouro da indústria europeia dos FIM com uma valorização de 22,4% sendo que em 2008⁵⁷ foi um ano com maior perda de valor com uma desvalorização de 26,7% no valor líquido global dos FIM (ver Tabela A2.4 nos anexos).

⁵⁷ Em 2008, os mercados financeiros sofreram um colapso devido à crise financeira dos EUA, como tal a indústria dos FIM foi fortemente abalada nesse ano.

Gráfico 2 – Variação por Categorias de FIM entre os Países da Europa (%)

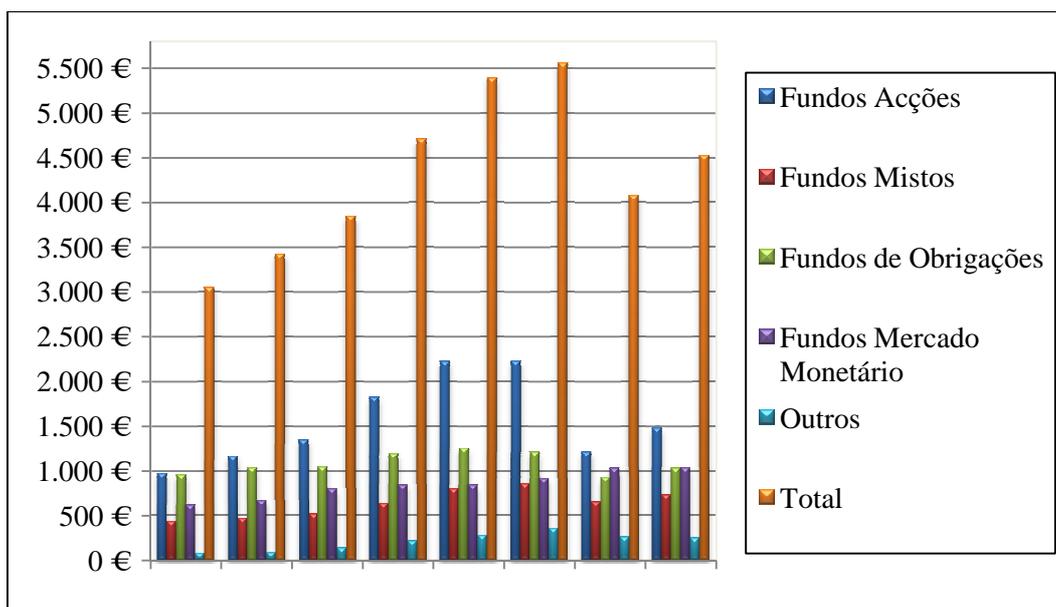
Fonte: Comissão Europeia, EFAMA/FEFSI

Nota: Fundos Harmonizados, nesta análise não existem dados disponíveis da Irlanda, nem da Holanda em 2009.

Quanto à evolução do valor de activos sob gestão na Europa, apontam-se diferenças de valor entre as várias categorias dos FIM. Os fundos de acções têm em 2007 o valor mais alto sob gestão entre Dezembro de 2002 e Novembro de 2009, 2.227 biliões de euros, e o valor mais baixo em 2002, 971 biliões de euros, como se observa no gráfico 3 (ver tabela A2.4 nos anexos).

Os fundos mistos obtiveram igualmente em 2007 o seu maior registo em termos de valor líquido global, com um montante de 856 biliões de euros, e em 2002 o valor mais baixo com 433 biliões de euros. Nos fundos de obrigações tem-se em 2006 o seu expoente máximo com 1.251 biliões e em 2008 com 926 biliões de euros. Os fundos do mercado monetário registaram o valor mais elevado em 2009 com 1.034 biliões de euros e em 2002 com 615 biliões de euros. Os outros fundos em 2007 atingiram um valor em carteira de 355 biliões de euros e em 2002, o valor menos expressivo com 77 biliões de euros sob a sua gestão.

No total da indústria de FIM na Europa em 2007 registava um número recorde, com 5.557 biliões de euros na sua carteira de activos, sendo que em 2002 a indústria marca o seu ponto mais baixo em termos de valor líquido global com 3.051 biliões de euros. No terceiro trimestre de 2009 embora a considerável recuperação da actividade dos FIM, ainda só atingiam um montante de 4.524 biliões de euros.

Gráfico 3 - Evolução do Valor Sob Gestão – por Categoria entre os Países Europeus

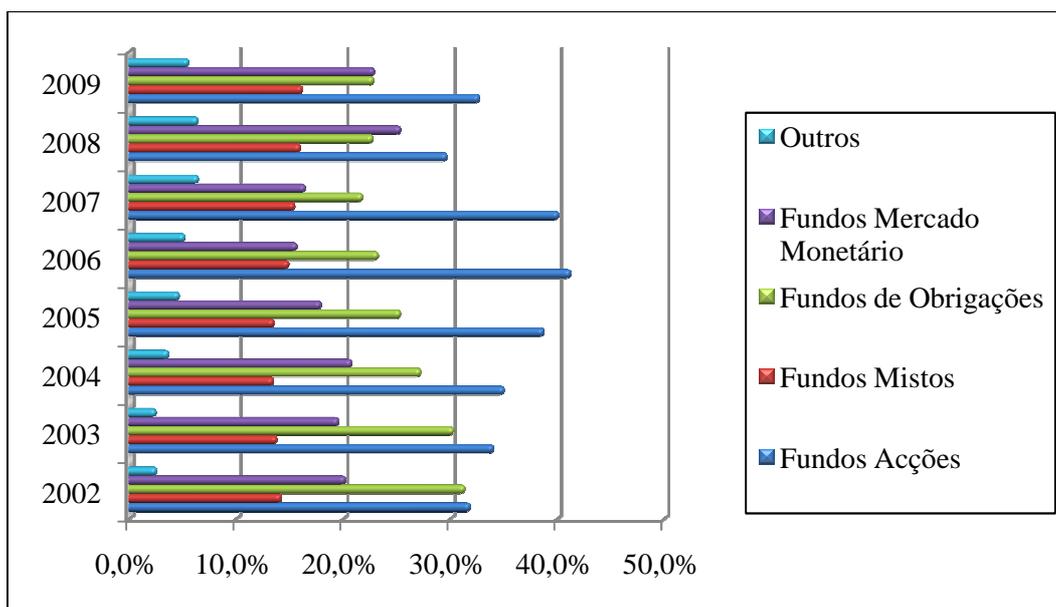
Fonte: Comissão Europeia, EFAMA/FEFSI

Nota: Fundos Harmonizados, não existem dados disponíveis da Irlanda nem da Holanda em 2009.

Quando passamos para uma análise do peso da representatividade das categorias dos FIM no total da indústria europeia observa-se (gráfico 4 e Tabela A2.5 nos anexos) que os fundos de acções tem ao longo dos anos (entre 2002 ao terceiro trimestre de 2009) aumentando o seu peso, sendo que em 2007 estes já representavam cerca 40,1% do total da indústria denotando-se apenas em 2008 uma quebra, representava 29,6%, (a mais baixa entre Dezembro de 2002 a Novembro de 2009), em contraposição encontram-se os fundos de obrigações que com o passar dos anos o seu peso vêm diminuindo dentro sector dos FIM. Em 2002 detinham cerca de 31,3% do valor total de activos sob gestão, e em 2007 tiveram o desempenho mais fraco com cerca de 21,7%.

Os fundos mistos têm mantido um percurso estável ao longo desta análise, ainda assim foi no terceiro trimestre de 2009 que se registou o seu maior peso no seio da indústria com 16,1%, sendo que em 2004 só representavam 13,4%. Outra categoria que também apresenta um desempenho equilibrado é a dos fundos do mercado monetário, em 2008 atingem a sua melhor marca, 25,3%, mas em 2006, não foram além dos 15,6%. Outros fundos considerados neste estudo, totalizam em conjunto nos anos de 2007 e 2008 a sua melhor performance com 6,4% nos dois anos, sendo que em 2002 e 2003 se verifica sua menor presença com um peso no total do sector de 2,5% respectivamente.

Gráfico 4 – Peso por Categoria no Total dos FIM (%)



Fonte: Comissão Europeia, EFAMA/FEFSI

Nota: Fundos Harmonizados, não existem dados disponíveis da Irlanda

3. FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO EM PORTUGAL

3.1 ENQUADRAMENTO

Limitando a análise unicamente aos fundos de investimento mobiliário portugueses conjuntamente comercializados e geridos por entidades residentes em Portugal, observa-se um aumento exponencial do valor líquido global e do número de fundos desde a sua origem, ilustrando a sua aceitação junto dos aforradores (Tabela 2).

Por volta de 1986 existia apenas um fundo de investimento mobiliário, cujo valor atingia a apenas 51 milhões de euros, no final de 2009 existiam 194 fundos e 18 sociedades gestoras que geriam um montante total de 11.653 milhões de euros (representando 6,8% do PIB).

Ainda assim, esta evolução não foi constante, sendo de destacar os seguintes sub-períodos: i) 1986 - 1990 ii) 1990 - 1999; iii) 1999 - 2002; iiiii) 2002 - 2005; iiiiii) 2005 - 2009.

Tabela 2 – Evolução dos Indicadores Agregados dos FIMUnidade: 10⁶ EUR

	Valor sob Gestão (1)	N.º de Entidade Gestoras	N.º de Fundos (2)	Capitalização Média dos Fundos [(1)/(2)]
1986	51	n/d	1	51
1987	251	n/d	5	50
1988	205	n/d	7	29
1989	1.003	n/d	24	42
1990	1.897	n/d	51	37
1991	4.305	n/d	82	53
1992	5.792	n/d	98	59
1993	8.258	n/d	108	76
1994	10.255	n/d	126	81
1995	10.639	n/d	150	71
1996	13.208	n/d	182	73
1997	19.615	n/d	204	96
1998	23.955	n/d	246	97
1999	24.087	n/d	272	89
2000	21.558	n/d	260	83
2001	21.266	n/d	262	81
2002	20.608	16	221	93
2003	22.857	16	215	106
2004	23.848	15	212	113
2005	26.560	15	213	125
2006	26.096	16	217	120
2007	22.986	17	219	100
2008	10.535	19	209	50
2009	11.653	18	194	60

Fonte: CMVM

Nota: As entidades gestoras dos FIM gerem também os FEI

No primeiro sub-período, há que salientar dois eventos com consequências importantes para a indústria dos fundos de investimento mobiliário. Por um lado, e segundo estudo da CMVM o *crash* bolsista em Outubro de 1987, que pode eventualmente explicar a taxa de crescimento negativa do valor líquido global dos fundos em 1988. Noutra perspectiva, a retoma do mercado de capitais em 1989, traduzida no elevado crescimento observado neste e nos dois anos seguintes. Ao que nesse estudo designa este sub-período como de “arranque” da indústria.

No segundo sub-período, de “consolidação” do crescimento da indústria, manteve-se a elevada tendência crescente dos montantes líquidos sob gestão (contudo com taxas de crescimento mais reduzidas). O forte acréscimo dos montantes aplicados ocorrido em 1997 poderá ter a ver com um conjunto de factores e acontecimentos que fomentaram o

amadurecimento do mercado português e o incremento dos investimentos nos mercados de valores em geral (ao nível europeu).

Entre eles pode-se considerar:

- i) O facto de várias instituições de análise financeira internacional passar a classificar o mercado português no grupo dos mercados desenvolvidos⁵⁸;
- 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.

Na perspectiva global a indústria de FIM em Portugal entre 1990 a 1999 foi crescendo acentuadamente, tendo o valor líquido global nesse período uma variação positiva de 1169,7%, sendo que o montante sob gestão aumentara de 1.897 milhões de euros para 24.087 milhões de euros (Tabela 2 e Tabela A2.6 nos anexos). Em termos de capitalização média, houve forte incremento no seu volume em 140,5%, alicerçado com o aumento do número de fundos em 433,3%.

Entre os anos 1999 a 2002 regista-se uma quebra no crescimento e desenvolvimento da indústria em Portugal, de salientar a descida no valor líquido global de 14,4%, (Gráfico 5) que espelha uma perda de 3.479 milhões de euros (Tabela 2) e que de certa forma tem a ver com a diminuição do número de fundos existentes no mercado, em que marca uma redução de 18,8% no efectivo. Ainda assim de referir um ligeiro aumento no valor de capitalização, 4,5%, que nesta análise representa a valorização positiva mais baixa de todos os períodos em consideração.

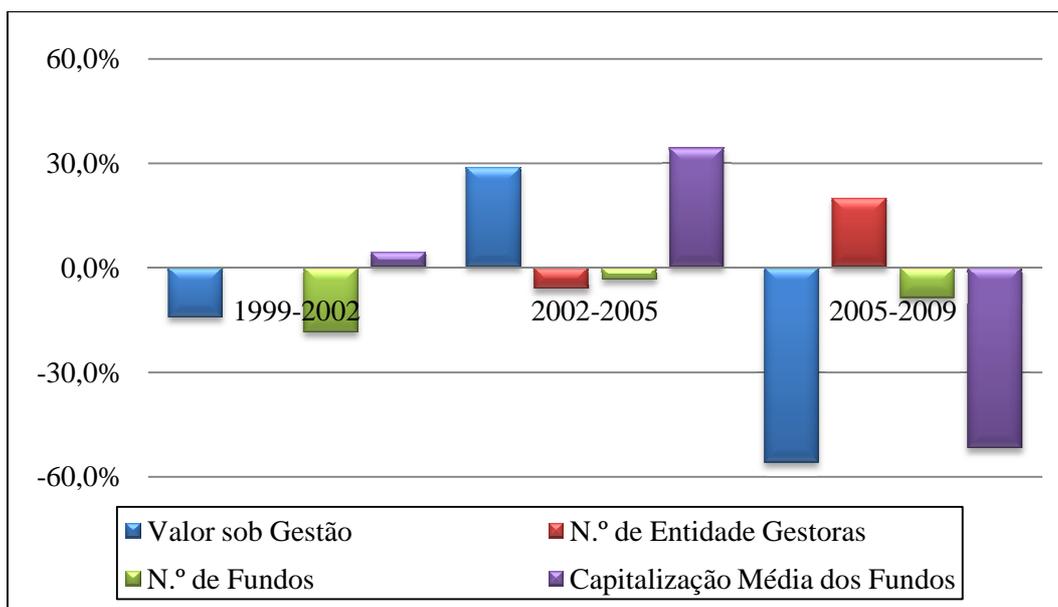
⁵⁸ A promoção de mercado emergente a mercado desenvolvido tornou o nosso mercado mais atractivo e criou maior visibilidade das empresas nacionais no exterior.

A partir de 2002, e tendo com horizonte 2005, dá-se uma recuperação de cerca de 28,9% (Gráfico 5) relativamente ao período anterior com um aumento do valor líquido global de 5.952 milhões de euros (Tabela 2) muito à custa do elevado valor atingido em 2005 com um montante sob administração de 26.560 milhões de euros (o mais alto até à data), e uma capitalização 34,4%.

A partir de 2005 regista-se o período “negro” da indústria de FIM com uma redução de cerca de 56,1% no valor sob gestão, representando 14.907 milhões de perda entre Dezembro de 2005 e Dezembro de 2009. A contribuir para esta quebra destaca-se o ano de 2008 com um valor líquido global de 10.535 milhões de euros (para se encontrar um valor mais temos que recuar até 1994), que muito se deve ao *crash* das bolsas internacionais e dos mercados financeiros em todo mundo devido à crise do crédito nos EUA.

Regista-se um grande decréscimo no valor de capitalização dos fundos, com uma perda de 52% de 2005 até 2009, atingindo um novo recorde, com diminuição estimada em 65 milhões de euros, e uma redução de 8,9% no número de fundos existente em Portugal pré-fazendo um total de 194 fundos, que vem contrastar com o período em que havia 272 fundos no ano de 1999.

Todavia, a indústria parece recuperar lentamente apresentando para o efeito no final de 2009 um valor do montante sob gestão de 11.653 milhões de euros que vem marcar uma recuperação de 10% comparativamente a 2008.

Gráfico 5 – Variação (%) dos Valores Agregados dos FIM

Fonte: CMVM

3.1.1 CATEGORIAS

Na Tabela 3 e no anexo A2.7 (mais detalhado) encontram-se dados referentes ao valor global sob administração, por categoria de fundos, entre 1990 e o terceiro trimestre de 2009. Os fundos de obrigações e de tesouraria (activos de menor risco) têm dominado o mercado. De facto como se pode observar no gráfico 6 (ver também Tabela A2.8 nos anexos), 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 3 – Evolução do Valor Líquido sob Gestão – por CategoriasUnidade: 10⁶

Ano	FO	FA	FT/MM	FF	FM	FPA	FPR/E	FG	FEI	Total
1986	n/d	n/d	n/d	-	n/d	-	-	-	-	51
1987	n/d	n/d	n/d	-	n/d	-	-	-	-	251
1988	n/d	n/d	n/d	-	n/d	-	-	-	-	205
1989	n/d		n/d	-	n/d	-	n/d	-	-	1.003
1990	529	65	1.052	-	249	-	n/d	-	-	1.895
1991	2.195	70	1.636	-	404	-	n/d	-	-	4.305
1992	3.661	80	1.696	-	354	-	n/d	-	-	5.791
1993	5.841	214	1.756	-	449	-	n/d	-	-	8.260
1994	6.245	289	2.699	-	1.057	-	n/d	-	-	10.260
1995	5.186	199	4.247	664	14	11	176	142	-	10.639
1996	7.006	476	3.976	1.035	12	58	409	237	-	13.208
1997	7.566	1.635	4.839	3.300	958	216	770	332	-	19.615
1998	7.660	2.138	5.968	4.089	2.023	386	1.072	619	-	23.955
1999	6.787	2.451	7.114	3.652	1.531	507	1.180	864	-	24.087
2000	5.701	2.499	6.189	2.937	1.458	510	1.246	1.018	-	21.558
2001	6.467	1.791	7.631	1.884	1.006	440	1.306	742	-	21.266
2002	6.600	1.119	8.928	1.114	773	350	1.356	665	-	20.608
2003	8.161	1.262	9.272	945	790	395	1.533	500	-	22.857
2004	8.951	1.337	8.879	1.018	822	416	1.817	508	567	24.415
2005	9.820	1.808	8.800	1.794	956	409	2.200	540	1.730	28.290
2006	8.439	2.571	8.111	2.061	228	415	2.457	541	3.042	29.138
2007	6.324	2.943	6.120	1.486	213	364	2.521	478	3.777	25.763
2008	2.767	981	2.985	688	90	128	1.424	202	3.807	14.342
2009	2.116	1.304	3.823	570	90	169	1.294	185	5.074	16.215

Fonte: CMVM

Legenda: FO - Fundos de Obrigações, FA - Fundos de Acções, FT/MM - Fundos de Tesouraria e do Mercado Monetário, FF - Fundos de Fundos, FPA – Fundos Poupança Acções, FM - Fundos Mistos, FPR/E - Fundos de Poupança Reforma/Educação, FG - Fundos Garantidos, FEI – Fundos Especiais de Investimento.

Nota: A partir de 2006 os valores relativos à rubrica FPR/E não contemplam a componente da Educação. Os valores totais englobam também o valor líquido global dos FEI, Obrigações de Taxa Fixa e Variável e Fundos Abertos de Obrigações. Os valores referentes a 2009 constam das estatísticas do 3º trimestre reportadas pela CMVM.

Já na segunda metade da década de 90, destaca-se o forte crescimento das aplicações dos FIM em 1997, 48,5% relativamente ao ano anterior, (anexo A2.7) que resultou de uma forte dinâmica observada em todas as categorias de fundos, particularmente em duas. Assim, registou-se um crescimento de 218,18% no montante investido em fundos de fundos que resulta do forte investimento em participações em instituições de investimento colectivo domiciliadas no estrangeiro (em especial no Luxemburgo) como refere estudos da CMVM.

Por outro lado, registou-se uma taxa de crescimento acentuada nos fundos de acções⁵⁹, em razão da evolução auspiciosa das Bolsas europeias em geral, e da portuguesa em particular⁶⁰.

A redução do investimento em fundos de acções, fundos poupança de acções e fundos mistos a partir de 2000 terá resultado, principalmente, da forte desvalorização registada nos principais índices do segmento accionista durante esse período.

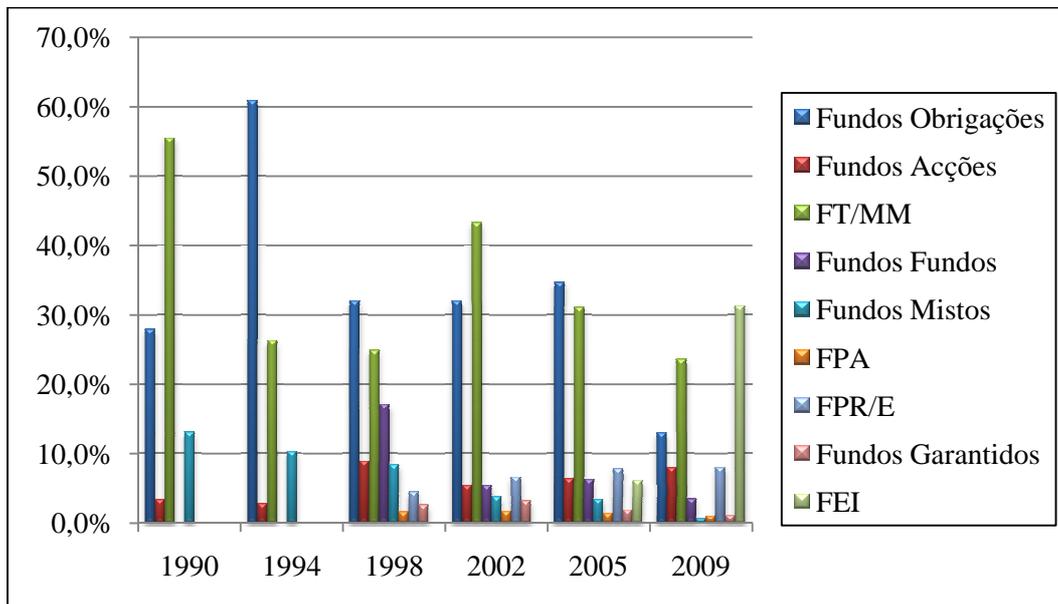
Entre 2002 e 2005, dá-se novamente um período de ascensão dos fundos de acções, com uma taxa de crescimento de 61,6%, enquanto os fundos de obrigações no mesmo período obtiveram um crescimento de 48,8% e os fundos mistos cresceram cerca de 23,7% no período homólogo.

Conforme ilustra o Gráfico 6 do ano de 2002 até ao de ano 2005, os fundos de obrigações registaram um peso no total das categorias da indústria dos FIM que rondou em média os 30%, esta rubrica, a par da dos fundos de tesouraria (obtiveram peso médio igualmente de 30% no total da indústria) são os que têm tido mais expressão no mercado nacional, pelo facto de serem compostos por activos com menor risco e com maior liquidez, o para os investidores é tido como um factor determinante do ponto de vista de assegurar uma dada rendibilidade e ter os seus investimentos salvaguardados contra as flutuações do mercado.

⁵⁹ Que se manteve até finais de 1999.

⁶⁰ 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.

Gráfico 6 – Peso das Categorias no valor líquido global da indústria de FIM (%)
(Dez 1999 – Nov. 2009)



Fonte: CMVM

Legenda: FEI – Fundos Especiais de Investimento; FPR/E – Fundos Poupança Reforma/Educação; FDA - Fundos Poupança Acções

Entre 2005 e 2009 (até ao final do 3º trimestre), assiste-se ao pior período do sector dos FIM em quase duas décadas de observação da evolução do valor líquido global e das taxas de crescimento das várias categorias. Com efeito, no princípio da década do presente século, tem-se vindo a constatar uma retracção fortíssima nunca antes registada no mercado português e de maneira geral no resto do mundo. Entre as principais categorias, as que foram mais penalizadas registam-se os fundos mistos com uma quebra de 90%, os fundos de obrigações, perdendo 78,5% do seu valor activos sob gestão, conforme demonstra o Gráfico 7 (e anexo A2.9).

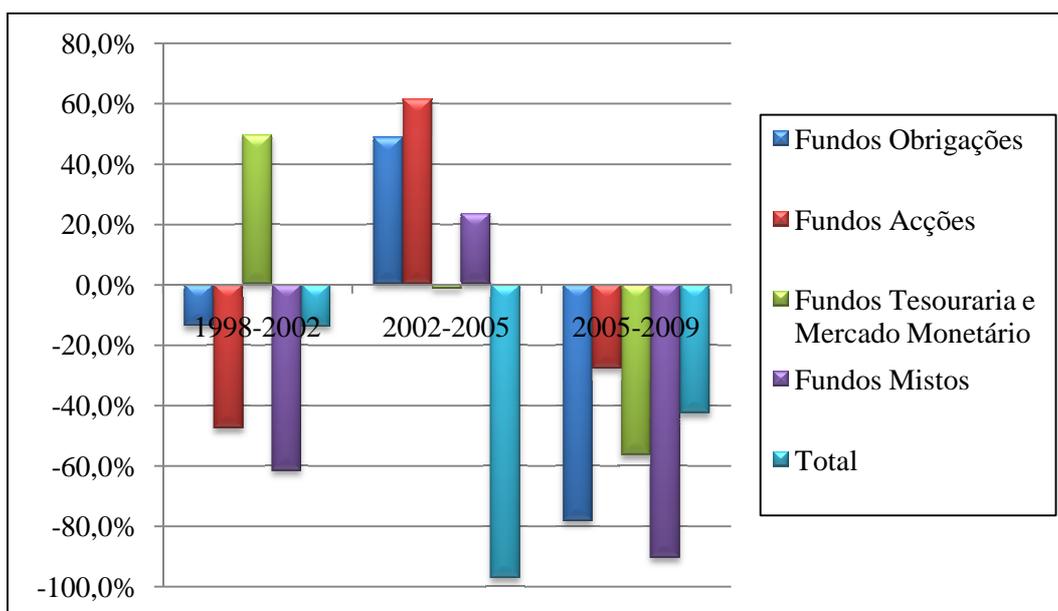
Ao invés os FPR/E e os FEI vêm apresentando ganhos consideráveis neste período (entre 2005 e 2009), pois apesar da acentuada aversão ao risco sentida pela generalidade dos investidores, estes, optam por instrumentos de poupança para a maior fatia do seu aforro acima de tudo devido ao facto de este tipo de fundos apresentar taxas garantidas e por outro lado ter uma componente fiscal mais atractiva que traduz num incremento no seu valor líquido global por haver uma maior procura.

Só no ano de 2008 registou-se quase metade do volume de perdas nas diferentes categorias, atingindo uma perda total no sector dos FIM de 44,3%.

Este evento muito se deve ao *crash* nos mercados financeiros e da bolha especulativa que se gerou nas praças mundiais, que ditaram a contaminação no mercado accionista mas também obrigacionista, observando-se pouca liquidez e um grande clima de instabilidade, que resultaram em perdas acima dos 50% na grande maioria das classes de fundos. (ver anexo A.2.7)

Ainda assim, 2009 demonstrou ser um ano de retoma da indústria, especial destaque para os FEI com um peso relativo de 31,3% (ver anexo A2.8), fundos de tesouraria e do mercado monetário representando 23,6%. Em termos globais registou-se uma taxa de crescimento relativa a 2008 de 13,1%).

Gráfico 7 Evolução do Valor Líquido Global (%)



Fonte: CMVM

3.1.2 COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA

Observando o Gráfico 8 (para uma análise mais detalhada ver anexo A2.10) consegue-se facilmente perceber que entre 1997 e 1999 a carteira dos FIM era relativamente equilibrada, ou seja, havia uma diversificação dos investimentos entre os vários tipos de activos que compunham a carteira.

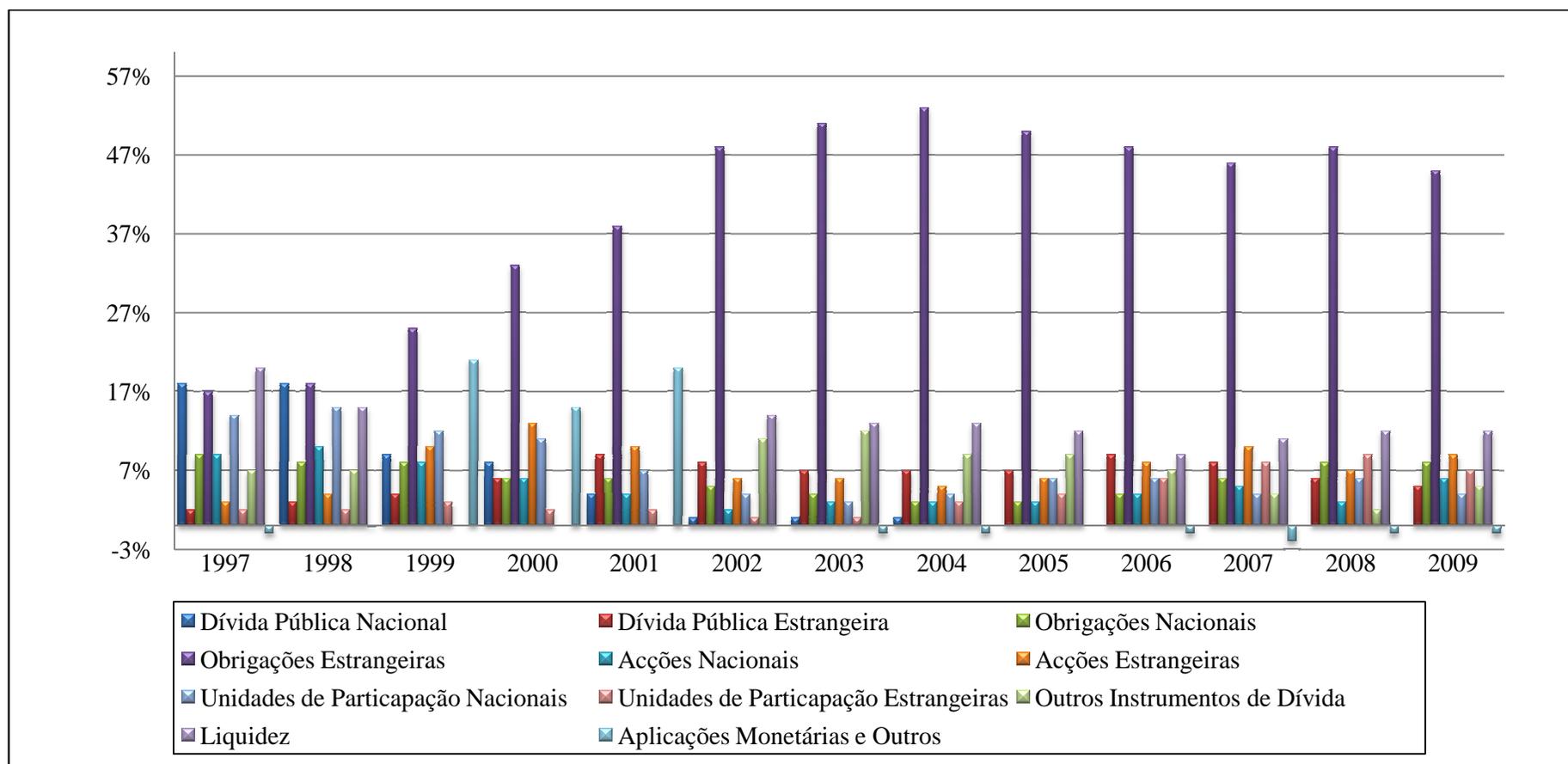
Nas componentes com maior peso na carteira registam-se entre 1997 e 1998 a dívida pública e unidades de participação a nível nacional com quotas médias de 18% e 15%, respectivamente, a rubrica liquidez e as obrigações estrangeiras têm quotas médias de 18%.

No total dos activos que compunham a carteira estas eram as componentes com mais relevância, representavam cerca de 66% da carteira do mercado nacional.

A partir de 1999 o mercado accionista crescia consideravelmente (justificado pelo direccionamento do investimento para dívida emitida por entidades privadas e para acções) que em 2001⁶¹ já contavam com 10% do mercado em Portugal, onde o principal destaque recaí sobre as obrigações estrangeiras que já dominam 38% da carteira do mercado, por outro lado, a dívida pública nacional tornara-se menos aliciante (com 4% de quota) um pouco à semelhança das restantes componentes nacionais que gradualmente vêm perdendo peso.

⁶¹ Simultaneamente, assistiu-se a uma redução dos montantes aplicados na componente da dívida pública nacional, justificada pelo direccionamento do investimento para dívida emitida por entidades privadas e para acções, representando cerca de 58% da carteira no final de 2001 (CMVM)

Gráfico 8 – Carteira de Mercado – por Natureza e Origem de Valor (%)



Fonte: CMVM

Tabela 4 Evolução do Investimento por Tipo de Activos e MercadosUnidade: 10⁶ EUR

<i>Activos e Mercados</i>		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Dívida Pública	Nacional	178	231	127	27	32	42	28	65
	Estrangeira	1.579	1.545	1.589	2.044	2.540	2.046	770	879
Outros Fundos Públicos	Nacionais	113	101	93	17	16	2,0	0,1	6,9
	Estrangeiros	25	24	66	77	43	29	20	50
Obrigações	Nacionais	1.096	811	711	988	1.216	1.442	1.149	1.201
	Estrangeiras	9.889	11.737	12.905	14.281	13.919	11.799	6.875	7.319
Acções	Nacionais	497	590	745	818	1.158	1.392	501	898
	Estrangeiras	1.209	1.309	1.217	1.583	2.270	2.497	1.075	1.424
Unidades de Participações	Nacionais	844	717	1.038	1.740	1.736	1.172	694	601
	Estrangeiras	224	334	617	991	1.806	1.971	1.264	1.110
Títulos de Participações	Nacionais	18	17	18	4,0	2,0	0,0	0,0	0,0
	Estrangeiros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fonte: CMVM.

Nota: A partir de 2004 faz parte ainda do total de activos valores de “outros activos” sendo que a partir de 2005 acresce ainda ao total “outros valores mobiliários” que embora não estejam elencados nesta tabela, fazem parte do valor total.

Os valores referentes a 2009 constam das estatísticas do 3º trimestre reportadas pela CMVM.

Tabela 4 Evolução Investimento por Tipo de Activos e Mercados (Continuação)Unidade: 10⁶ EUR

<i>Activos e Mercados</i>		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Direitos	Nacionais	0,2	0,1	0,0	16	0,0	0,0	0,0	0,3
	Estrangeiros	6,4	1,3	0,0	0,2	0,8	0,0	0,0	0,7
Warrants	Nacionais	1,0	16	15	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Estrangeiros	0,6	0,0	2,3	18	32	35	9,8	10
Opções	Nacionais	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Estrangeiras	0,0	0,0	0,0	1,7	22,3	3,5	0,1	1,2
Valores Mobiliários		15.680	17.435	19.144	22.640	24.795	22.437	12.388	13.569
Outros Instrumentos de Dívida		2.262	2.712	2.293	2.628	2.018	983	353	799
Liquidez		2.795	3.027	3.161	3.276	2.492	2.925	1.790	2.020
Empréstimos		-1,0	-10	-5,5	-6,7	-8,5	-72	-49	-45
Valores a Regularizar		-128	-306	-176	-248	-165	-525	-200	-205
Total		20.608	22.857	24.415	28.290	29.138	25.763	14.342	16.215

Fonte: CMVM

Nota: A partir de 2004 faz parte ainda do total de activos valores de “outros activos” sendo que a partir de 2005 acresce ainda ao total “outros valores mobiliários” que embora não estejam elencados nesta tabela, fazem parte do valor total.

Os valores referentes a 2009 constam das estatísticas do 3º trimestre reportadas pela CMVM.

Entre Dezembro de 2005 e Novembro de 2009 repete-se a mesma tendência que no período 2002 a 2005, com as obrigações estrangeiras a dominar o mercado, conforme se observa na Tabela 4, não obstante, regista-se uma quebra no valor sob gestão, sendo que em 2005 os fundos de obrigações estrangeiros detinham um valor de 14.281 milhões de euros (a sua melhor marca), em 2009 o valor de activos sob administração cairia para os 7.319 milhões de euros.

Ainda dentro do mesmo espaço temporal a dívida pública (nacional) deixa praticamente de pesar na carteira, sendo que nesta categoria somente a dívida estrangeira se evidenciava com um peso médio de 7% no total das categorias, relativamente às acções, observou-se uma evolução positiva do seu peso na carteira com um peso médio de 4,2% (nacionais) e 8% (estrangeiras).

Quanto às unidades de participação e tendo como referência o período de 2005 a 2009, as nacionais detêm em média 5,2% do mercado e as estrangeiras 6,8%. A rubrica outros instrumentos de dívida representam em média 5,4% da carteira de activos enquanto a componente liquidez em média tem um peso de 11% no total dos FIM.

Os dados estatísticos demonstram uma diminuição na concentração dos fundos de investimento no mercado de capitais português, em favor, principalmente, de outros mercados mais atractivos da Zona Euro. (Tabela 5 e ver também anexo A2.11)

Tabela 5 Composição da Carteira de Fundos MobiliárioUnidade: 10⁶ EUR

<i>Valores Mobiliários</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Portugal	1.867	1.723	1.600	1.343	1.570	1.819	848	1.309
Outros UE	12.107	13.829	15.057	16.898	17.629	15.284	7.907	8.645
Países Terceiros	496	602	547	885	1.026	961	617	767
Cotados (sub-total)	14.470	16.153	17.204	19.126	20.255	18.064	9.373	10.721
Em Processo de Admissão Mercado Nacional	14	28	0,0	14	17	4,1	20	20
Em Processo de Admissão Mercado Estrangeiro	22	32	93	106	21	4,3	0,0	33
Não Cotados Nacionais	22	31	109	538	844	1.067	823	861
Não Cotados Estrangeiros	85	154	83	132	162	190	238	256
Unidades de Participação Nacionais	844	702	1.038	1.734	1.728	1.163	682	582
Unidades de Participações Estrangeiras	223	334	617	990	1.798	1.948	1.250	1.096
Outros Activos	-	-	-	-	2,1	16	60	77
Valores de Natureza Monetária	5.056	5.729	5.448	5.898	4.501	3.936	2.094	2.774
Valores a Regularizar	-128	-306	-176	-248	-161	-525	-200	-205
Total	20.608	22.857	24.415	28.290	29.138	25.763	14.342	16.215

Fonte: CMVM

Nota: Os Valores de 2009 são referentes ao 3º trimestre.

De acordo com a CMVM esta situação assumiu particular relevância a partir de 1999, em resultado da criação da moeda única. Em 1995 cerca de 81,7% das aplicações em valores mobiliários cotados tinham origem no mercado nacional, altura em que detinham um peso significativamente superior aos dos valores mobiliários cotados com origem noutros países da UE, sendo que estes representavam apenas 15,7% das aplicações em Portugal.

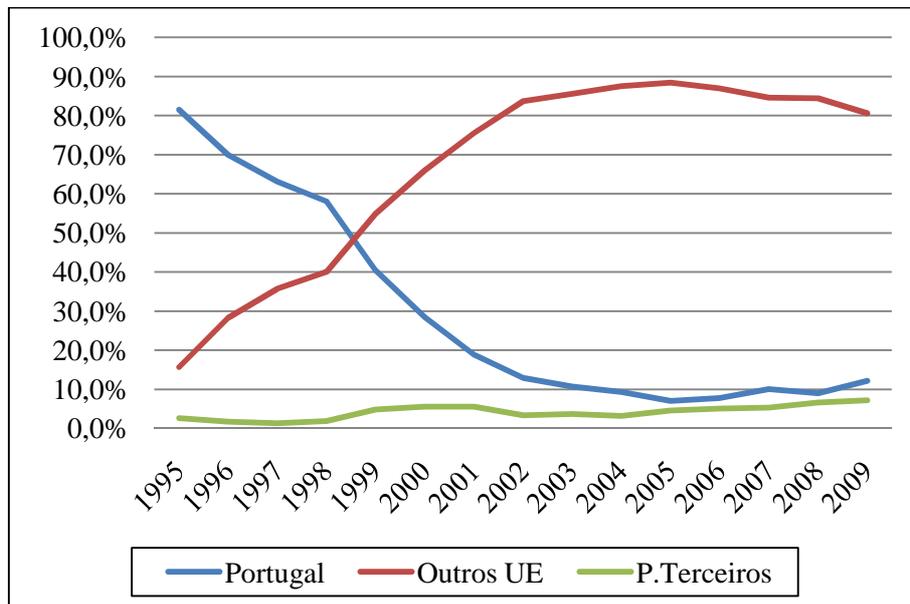
Em Novembro de 2009 assistimos a uma inversão completa, com o mercado nacional a registar apenas 12,2% das aplicações enquanto as aplicações em outros países da UE elevavam a sua quota para 80,6%. (Gráfico 9 ver também anexo A2.12).

As razões que se podem apontar a este fenómeno têm sobretudo a ver, com a legislação e regime fiscal pelo qual os fundos de investimento nacionais têm que se reger.

Comparativamente a outros países da UE, estes factores são menos atractivos do ponto de vista da rendibilidade oferecida e do custo suportado pelos investidores quando investem o seu dinheiro. Por outro lado, tem que se ter em conta que a cotação dos valores mobiliários nacionais em bolsa está dependente, de factores macroeconómicos, como a riqueza produzida pelo país e do nível de competitividade da sua economia.

Estas são variáveis que afectam o preço da procura/oferta dos valores mobiliários nacionais, pois estes dependem da produtividade dos sectores de actividade dos quais têm origem, ou seja, as acções nacionais são valores mobiliários que compõem o capital das empresas nacionais onde seu valor depende da boa ou má gestão das mesmas, assim como o valor das obrigações do Estado está dependente do contexto em que se encontra a dívida nacional e o tipo de *rating* que estas oferecem aos investidores. Aqui, importa lembrar que se o país está muito endividado e por consequência o seu *rating* aumenta para um nível de risco superior, isto vai alterar o preço de mercado das obrigações, desvalorizando-as, o que leva os investidores investirem o seu capital noutros activos com menor risco e com uma taxa de juro melhor.

Gráfico 9 Evolução da Carteira dos FIM – por Mercado e Origem de Valor (%)
(Cotados)



Fonte: CMVM

3.1.3 ESTRUTURA DE MERCADO

Numa óptica de estrutura de mercado verificou-se que no final de 2009 existiam cerca de 288 fundos, conforme se observa na Tabela 6 (ver também anexo A2.13), sendo que a Caixagest detinha sob a sua gestão 56 fundos, representando 19,4% no total das 10 maiores sociedades gestoras, seguida pelo Santander com 32 fundos e tendo um peso de 11,1% e a ESAF com 30 fundos cujo seu peso representava 10,4%.

Comparando estas estatísticas com o ano de 2002, em que somente havia registo de cerca de 221 fundos, constata-se que houve um crescimento de sensivelmente de 23,3% no número de fundos por entidade gestora.

Nesta perspectiva, em 2002 havia uma melhor “harmonização” na divisão do mercado de FIM pelas respectivas entidades gestoras, que num universo das dez maiores destacam-se as seguintes sociedades: a AF Investimentos com 38 fundos a seu cargo e com um peso de 17,2% no total de da indústria de fundos mobiliários, seguida pela Caixagest com 28 fundos e com uma quota de mercado de 12,7% e pelo Santander com 27 fundos e com um peso 12,2% no total das entidades gestoras.

Tabela 6 Número de Fundos por Entidade Gestora (As Dez Maiores)

<i>Entidade</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>
BCP	-	-	-	33	35	39	29	27
AF Investimentos	38	36	34	-	-	-	-	-
Caixagest	28	31	37	40	46	51	50	56
Santander	27	25	23	27	30	35	34	32
BPI Gestão de Activos	22	21	19	21	21	21	22	23
ESAF	29	17	29	28	28	25	33	30
Barclays Fundos	10	10	14	14	16	16	16	16
BPN Gestão de Activos	-	-	7	7	9	9	8	8
BBVA Gest	7	10	13	19	21	24	20	14
MGF	11	11	11	13	13	-	-	-
Central Fundos	7	6	7	-	-	-	-	-
Banifundos Cisalpina	10	7	-	-	-	-	-	-
Banif Gestão de Activos	-	-	-	10	12	15	16	20
Montepio Gestão de Activos	-	-	-	-	-	17	16	17
Crédito Agrícola Gest			7					
Outras	32	31	30	33	32	39	48	45
Total	221	215	224	242	263	291	292	288

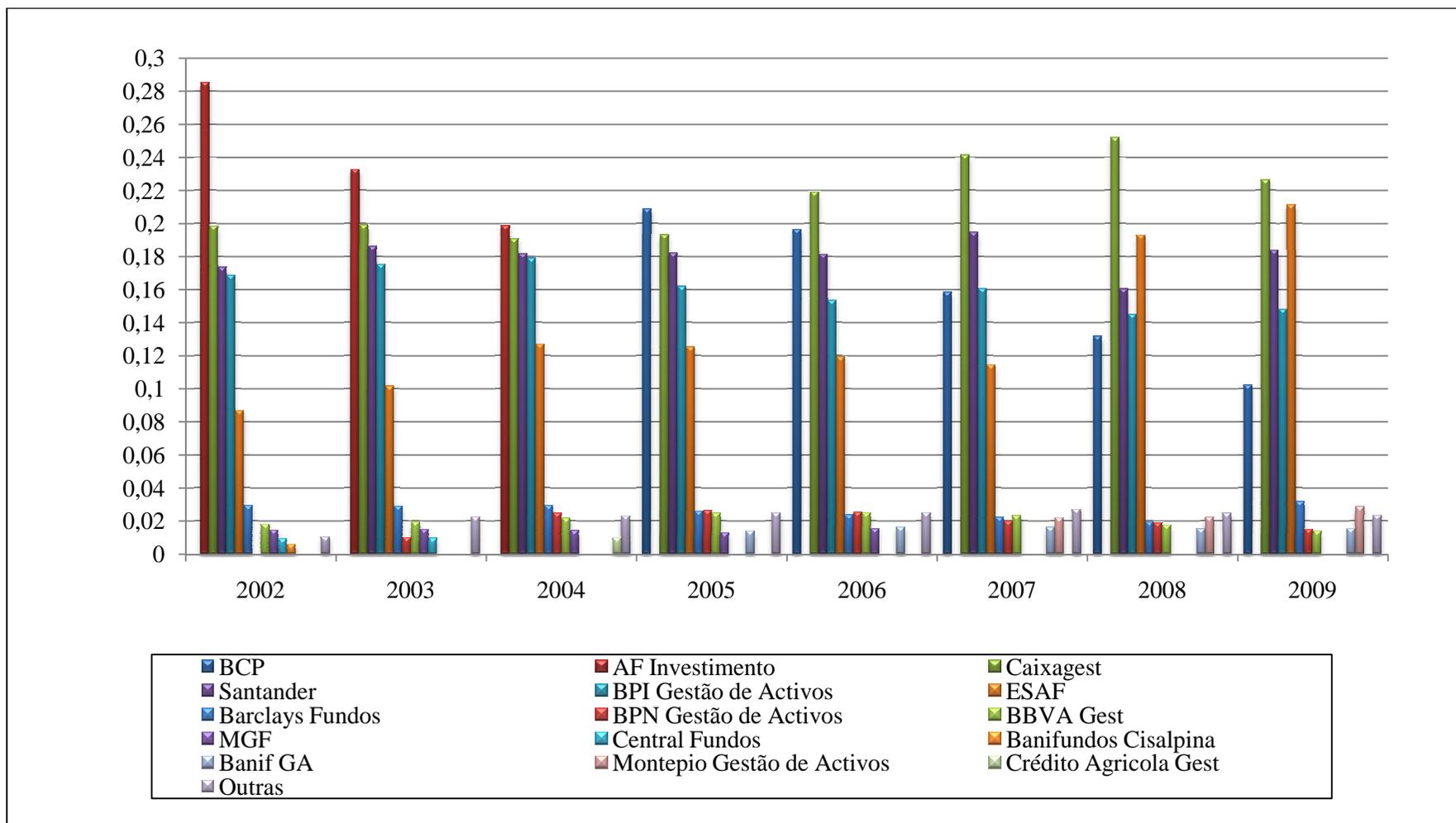
Fonte: CMVM

Nota: Para simplificação da análise, optou-se por elaborar uma tabela apenas com as dez maiores Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento Mobiliário.

Em Setembro de 2009 entre as dez maiores entidades gestoras de Fundos de Investimento Mobiliário (SGFIM) destacam-se particularmente cinco. Estas detinham uma quota de mercado superior a 87.1% (ver Gráfico 10 e ver anexo A2.14).

Neste grupo, deve-se salientar a Caixagest com 2,6%, tendo um valor sob gestão de 3.672 milhões de euros, a ESAF com 21,1%, gerindo um montante de 3.427 milhões de euros, os fundos do Santander representavam 18,4% do mercado e tinham na sua carteira de activos um valor perto de 3 mil milhões de euros. O BPI Gestão de Activos controlava 14,8 % do valor líquido global gerido pelos FIM com 2.402 milhões de euros, enquanto o Millennium BCP geria 10,2% do mercado com 1.658 milhões de euros.

Gráfico 10 Quota (%) de Mercado – por Entidade Gestora (As Dez Maiores)



Fonte: CMVM

A oscilação da quota do mercado pelas sociedades gestoras numa análise entre 2002 a 2009 é relativamente estável, não se observa grandes variações na representatividade de cada uma delas. Ainda assim, entre as dez maiores, constata-se que a AF Investimento que outrora dominava o mercado entre 2002 e 2004, nos últimos anos quase deixou de ter expressão.

A Caixagest continua a consolidar a sua posição de líder desde 2006, os fundos do Santander são igualmente bastante representativos e têm competido pelo mercado em segundo lugar do *Ranking* até 2007 enquanto o ESAF do Banco Espírito Santo cresceu consideravelmente acabando o ano de 2009 com uma quota de 21,1%, quase menos um ponto percentual que a líder Caixagest.

3.1.4 OS FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO ESTRANGEIROS⁶²

Conforme estudos da CMVM os investidores nacionais começaram a revelar um forte interesse por organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM) estrangeiros comercializados em território português no decorrer de 1997, sendo que os valores líquidos acumulados atingiram os 715 milhões de euros, ou seja, 3,6% do total investido em fundos nacionais àquela data. A mesma entidade refere ainda que em 1998 e 1999 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.

Entre 2000 e 2001 observou-se um incremento em termos de aceitação dos fundos estrangeiros junto dos investidores portugueses, denotando-se montantes subscritos superiores aos resgatados.

Em resultado deste cenário o mesmo estudo aponta que as razões para tal devem-se não só pela maior apetência dos investidores para este tipo de produtos, mas por outro lado pela significativa entrada de grandes grupos internacionais de gestão de activos. Estes grupos utilizam quer estruturas próprias (das participadas em Portugal), quer as que são facultadas pelo sector bancário, de modo a efectivarem a comercialização destes produtos.

⁶² A Directiva do Conselho n.º 85/611/CEE, de 20 de Dezembro, foi transposta para o ordenamento jurídico português em 1994. A partir desse ano começou a admitir-se, com base numa simples comunicação à CMVM e através do cumprimento de certos requisitos de informação, a comercialização no espaço económico nacional de fundos de investimento com sede noutros Estados-membros, desde que não transgredissem a legislação nacional. Neste contexto colocou-se 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

De registar ainda que as aplicações líquidas acumuladas de 1996 a 2001 ascenderam a 782 milhões de euros representando na altura cerca de 3,7% dos fundos portugueses. No final de Dezembro de 2001 existiam 10 entidades a comercializar participações em 80 OICVM estrangeiros. De 2001 para 2009, o património sob gestão pelos OICVM estrangeiros registaram uma taxa de crescimento de 74% ascendendo a 726 milhões de euros.

Dos montantes comercializados em Portugal em 2009⁶³ apenas 5,9% do total são geridos por entidades não. O Banco ActivoBank tem liderado o mercado dos fundos estrangeiros, sendo responsável por uma quota média 19,8% do mercado no final de 2009 (Tabela 9 ver também anexo A2.15).

Tabela 7 Montantes Comercializados em Portugal de OICVM Estrangeiros – por Entidade Comercializadora⁶⁴

Unidade: 10⁶ EUR

<i>Entidades Gestoras</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>Quota Média de Mercado</i>
BNP Paribas	77	78	53	58	78	98	104	74	78	19%
Deutsche Bank	43	36	86	66	72	97	118	56	81	16%
Barclays Bank	39	30	28	19	8	7	109	37	58	9%
Banco ActivoBank	5	26	75	105	199	243	216	86	126	20%
BEST	0	18	45	68	178	274	313	107	205	20%
BBVA	17	9	8	7	6	5	2	1	1	2%
BPI	0	7	0							0%
BIG	1	6	8	11	50	71	67	21	56	4%
Investimento Directo	2	5	2							0%
MSDW	5	4								0%
Banco Português de Gestão			3	3	2	3	1			1%
Morgan Stanley Banco Português de Investimento				4	13	15	13	3	10	1%
BCP					78	182	209	62	108	15%
Banco Finantia						3	4	0	1	0%
Total	189	220	310	341	683	997	1.155	448	726	100%

Fonte: CMVM

⁶³ Isto é, a soma dos valores sob gestão dos fundos estrangeiros (726 milhões de euro) e nacionais (11.653 milhões de euro), totalizando 12.379 milhões de euro.

⁶⁴ Data da elaboração desta tabela já constavam os valores finais de 2009

CONCLUSÃO

Os fundos de investimento mobiliário portugueses são, no contexto dos países da Europa, os que apresentam menores valores de activos sob gestão, representando, no penúltimo trimestre de 2009, cerca de 0,2% do mercado europeu de fundos harmonizados face aos 0,5% registados em 2000. Esta reduzida dimensão da indústria pode ainda ser observada ao nível do valor dos FIM no PIB, com Portugal a ocupar os últimos lugares do *ranking* europeu.

Da análise desagregada das diversas categorias de fundos (FIM harmonizados), 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 Europa. Ao invés, os fundos de obrigações e os de tesouraria apresentam uma importância relativa claramente acima da média europeia.

Apesar da menor representatividade dos fundos portugueses no contexto da UE, a indústria dos FIM um crescimento considerável até finais de 1998. O ano de 1999 foi um ano de viragem, assistindo-se nos três anos seguintes a uma redução dos montantes globais sob gestão. A forte contracção no segmento accionista poderá estar na origem da redução do valor líquido global dos FIM. No entanto registou-se entre 2003 e 2005 uma recuperação, e a partir de 2007, dá-se novamente uma ruptura tendo o ano de 2008 com uma retracção de 44,3% no valor sob gestão dos FIM devido à crise nos mercados de financeiros internacionais, assistindo-se a uma ligeira recuperação em 2009 sobretudo pela recuperação do mercado accionista e pela redução do risco das obrigações (o preço das mesmas aumentou).

Nos últimos anos registou-se uma forte alteração na composição dos FIM, consubstanciada numa redução das aplicações em activos de curto prazo 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 três 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.

No final do 3º trimestre de 2009 as cinco maiores sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário (SGFIM) já totalizavam uma quota de mercado superior a 87,1%.

No ano de 1997, observou-se acentuado interesse dos investidores portugueses por organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM) estrangeiros, contudo nos dois anos seguintes o peso das aplicações líquidas acumuladas no total da indústria nacional tornou-se quase nulo. A partir de 2000, assiste-se um aumento do nível de aceitação destes fundos, que resultou não só do maior interesse dos investidores, mas também da entrada de grupos internacionais de gestão de activos. De referir no entanto, que os valores sob gestão dos organismos de investimento colectivo em valores mobiliários estrangeiros de 2001 para 2009, registaram uma taxa de crescimento de 284,5% para os 726 milhões de euros.

Em suma, o mercado de fundos de investimento em Portugal depende de várias variáveis que condicionam e têm uma influência directa no crescimento e desenvolvimento do mesmo.

Desde logo como primeira condicionante que se pode apontar é o facto de Portugal ter uma dimensão populacional relativamente baixa se a compararmos com outros países da Europa. Todavia, existe uma outra condicionante que pesa bastante nesta aferição que é a capacidade de aforro dos investidores, que tendo em conta o contexto económico-financeiro nacional (Portugal vem sofrendo uma forte crise estrutural ao nível da sua economia com elevadas taxas de desemprego e grande endividamento agravado pela pouca produtividade dos portugueses) que é muito precária e optam por canalizar as suas pequenas poupanças em produtos com menor risco (ex. depósitos a prazo) e com maior liquidez.

Por outro lado, existe todo um tecido legal e um regime fiscal que torna Portugal um país menos atractivo para os fundos de investimento que optam por países com uma legislação mais flexível como é o caso do Luxemburgo que não obstante ser um país cujos habitantes não atingem um milhão, faz com que pela natureza do seu regime fiscal e pelo nível de formação profissional altamente sofisticado dos seus habitantes resulta que na Europa e no mundo é dos países com maior volume de activos sob gestão e com uma maior incidência de proliferação de fundos de investimento.

Por último, de referir que o nível de comissionamento também condiciona a forma como os fundos de investimento são geridos e em última instância é também um factor que pode determinar se ao investir-se no mesmo se isso se traduzirá ou não num bom investimento.

BIBLIOGRAFIA

Sharpe, W.F. (1964), Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk, *The Journal of Finance* 19

Treynor, Jack L. (1965) How to Rate Management of Investment Fund Harvard Business Review 43

Lintner, J. (1965), The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risk investments in Stock Portfolios and capital budgets, *Review of Economics and Statistic*

Mossin, J. (1966), Equilibrium in a capital asset market, *Econometrica* 3

Michael C. Jensen (1968), Determinants of Mutual Fund Performance, *Proceedings of the Seminar on the Analysis of Security Prices* (University of Chicago, November,

Michael C. Jensen, (1969), Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios, *Journal of Business*

Roll, R. (1977) A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests, *Journal of Financial Economics*, 4

Rudolf, M., Zimmermann, H., Zogg-Wetter, C. (1992), *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol. 7

Antunes, P. E e Peixoto A, C (1993) *Fundos de Investimento – Análise e Performance*, Lisboa 1º edição

Malkiel, Burton G. (1995), Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991, *Journal of Finance*, 50

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

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

Working Papers:

CMVM, *Estudo sobre o Impacto da Reforma Fiscal no Mercado de Capitais Português* (2001)

CMVM, *Estudo sobre a Indústria de Fundos de Investimento em Portugal* (2002)

CMVM, *A Volatilidade Histórica Enquanto Indicador de Risco nos Fundos de Investimento* (2009)

CMVM, *Rendibilidade e Activismo de Gestão de Fundos de Investimento Nacionais de Acções* (2009)

Referências não publicadas retiradas da internet:

APFIPP, Fundos de Investimento Mobiliário

<http://www.apfipp.pt/index2.aspx?MenuCode=FIM> última consulta em Setembro de 2009

CMVM, Legislação/Regulamentos, <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/636D0811-F58C-460E-8521-1A8E65981534.htm?WBCMODE=p%23tabelas> última consulta em Setembro de 2009

CMVM, Os Fundos de Investimento Mobiliários como Veículo Privilegiado

[http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/CF492321-E01B-417C-ADAA-](http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/CF492321-E01B-417C-ADAA-5467D4D27337/10156/OsFundosIMcomoveiculoGestaoActivos.pdf)

[5467D4D27337/10156/OsFundosIMcomoveiculoGestaoActivos.pdf](http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/CF492321-E01B-417C-ADAA-5467D4D27337/10156/OsFundosIMcomoveiculoGestaoActivos.pdf) última consulta em

Dezembro de 2009

European Commission, Eurostat, National Accounts,

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/national_accounts/data/main_tables última

consulta em Dezembro de 2009

CMVM, Fundos de Investimento Mobiliário, [http://www.cmvm.pt/NR/exeres/6B987508-](http://www.cmvm.pt/NR/exeres/6B987508-AB49-4C38-BDF0-74059B987AB7.htm)

[AB49-4C38-BDF0-74059B987AB7.htm](http://www.cmvm.pt/NR/exeres/6B987508-AB49-4C38-BDF0-74059B987AB7.htm) última consulta em Janeiro de 2010

Caixagest, Fundo de Investimento Mobiliário Aberto de Obrigações de Taxa Variável Postal
Capitalização Relatório & Contas 1º Semestre de 2009

[http://www.caixagest.pt/getresource.aspx/doc.pdf?id=800dfc2f-8d62-4624-9e8c-](http://www.caixagest.pt/getresource.aspx/doc.pdf?id=800dfc2f-8d62-4624-9e8c-0a2427e0d5fc)

[0a2427e0d5fc](http://www.caixagest.pt/getresource.aspx/doc.pdf?id=800dfc2f-8d62-4624-9e8c-0a2427e0d5fc) última consulta em Janeiro de 2010

ThinkFinance, Fundo de Investimento,

http://www.thinkfn.com/wikibolsa/Fundo_de_investimento última consulta em Janeiro de

2010.

Romacho J. Competição e Desempenho entre Fundos de Investimento: O Efeito da
Internacionalização

http://www.aeca.es/pub/on_line/comunicaciones_xvcongresoaecca/cd/22b.pdf última consulta

em Fevereiro de 2010

CMVM, Gestão de Activos,

<http://www.cmvm.pt/NR/exeres/090D567B-C0E6-484F-B937-CA0924B29EBB.htm> última

consulta em Março de 2010

EFAMA, Efama Library, <http://www.efama.org/> última consulta em Março de 2010

ANEXOS

ANEXO 1 (A1)

REGULAMENTOS

No que se refere à regulamentação dos fundos de investimento mobiliário actualmente em vigor, podemos enumerar a seguinte (CMVM):

- i. *Regulamento n.º 96/01* - Condições que devem ser observadas na criação de agrupamentos de fundos de investimento mobiliário;
- ii. *Regulamento n.º 10/98 e 02/2001* - Operações de reporte e empréstimo de valores por conta do fundo;
- iii. *Regulamento n.º 15/99* - Regras a observar na elaboração do prospecto simplificado³⁹;
- iv. *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;
- v. *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.
- vi. *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;
- vii. *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.
- viii. *Regulamento n.º 19/2000* - Regras sobre condições a que deve obedecer a fusão de FIM;
- ix. *Regulamento n.º 20/2000* - Condições a observar na divulgação de medidas de rendibilidade de Instituições de Investimento Colectivo em Valores Mobiliários.
- x. *Regulamento n.º 31/2000* - Contabilidade dos FIM;
- xi. *Regulamento n.º 03/2001* - Parâmetros de comunicação à CMVM e de publicação da composição das carteiras FIM.

- xii. *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.
- xiii. *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.

- xiv. *Regulamento n.º 2/2000* – Sistema de Indemnização aos investidores, revogado pelo *Regulamento n.º 15/2003*. Vigora apenas para os Fundos que ainda não tenham transitado para o novo enquadramento legal e regulamentar. Estes Fundos têm até final de 2005 para se adaptarem à nova legislação, sendo também essa a data limite de aplicação deste Regulamento.
- xv. *Regulamento n.º 12/2000* – Intermediação financeira, alterado pelo *Regulamento n.º 2/2006*, *Regulamento n.º 7/2005*, *Regulamento n.º 10/2003*, *Regulamento n.º 2/2003*, *Regulamento n.º 17/2002* e *Regulamento n.º 32/2000*.
- xvi. *Regulamento n.º 23/2000* – Mediação voluntário de conflitos revogado pelo *Regulamento n.º 15/2003*. Vigora apenas para os Fundos que ainda não tenham transitado para o novo enquadramento legal e regulamentar, estes fundos têm até final de 2005 para se adaptarem à nova legislação, sendo também essa a data limite de aplicação deste regulamento.
- xvii. *Regulamento n.º 7/2003* – Taxas, (alterado pelo *Regulamento n.º 17/2003*, *Regulamento n.º 2/2004*, *Regulamento n.º 6/2004* e *Regulamento n.º 3/2005*).

- xviii. *Regulamento n.º 7/2004* - Comercialização de organismos de investimento colectivo estrangeiro harmonizados que disponham de prospecto simplificado, alterado pelo *Regulamento n.º 8/2005*.
- xix. *Regulamento da n.º 9/2005* - Organismos de Investimento colectivo, altera o *Regulamento da n.º 15/2003*
- xx. *Regulamento da n.º 15/2003* - Organismos de investimento colectivo revoga os seguintes regulamentos: *Regulamento n.º 9/2003*; *Regulamento n.º 6/2003*; *Regulamento n.º 5/2003*; *Regulamento n.º 14/2002*; *Regulamento n.º 4/2002*; *Regulamento n.º 3/2002*; *Regulamento n.º 3/2001*; *Regulamento n.º 2/2001*; *Regulamento n.º 36/2000*; *Regulamento n.º 27/2000*; *Regulamento n.º 20/2000*; *Regulamento n.º 19/2000*; *Regulamento n.º 99/24*; *Regulamento n.º 99/21*; *Regulamento n.º 99/20*; *Regulamento n.º 99/15*; *Regulamento n.º 98/10*; *Regulamento n.º 96/01*.
- xxi. *Regulamento n.º 16/2003* - Contabilidade dos organismos de investimento colectivo (OIC)

Em relação aos fundos de investimento imobiliário, apresentam-se os seguintes regulamentos:

- i. *Regulamento n.º 11/2002* - Estabelece as normas contabilísticas relativas aos FII⁶⁵
- ii. *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:

⁶⁵ Este regulamento entrou em vigor no dia 1 de Agosto de 2002. Os fundos de investimento imobiliário constituídos e em actividade antes dessa data, podiam 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 manteve em vigor até 31 de Dezembro de 2002.

- a. De 0,0133‰, no caso dos fundos de investimento mobiliário;
- b. De 0,0266‰, no caso dos fundos de investimento imobiliário; e
- c. 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 *a. e b.* 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.

- iii. *Regulamento n.º 1/2005* - Fundos de investimento imobiliário, Rectificado pelo *n.º 552/2005*, visaram alterações em particular as relativas ao regime dos fundos especiais de investimento imobiliário (FEII), os quais podiam apresentar políticas de investimento imobiliário mais flexíveis ou exclusivamente direccionadas para activos imobiliários não admitidos até á data, ou apenas admitidos em termos limitados, fossem prédios rústicos ou unidades de participação de outros fundos imobiliários. Consequentemente, passou igualmente a admitir-se a figura dos fundos de fundos no sector imobiliário.

Por outro lado, esta figura passou a exigir especiais exigências de controlo do risco, transparência, rigor informativo e protecção dos investidores. Neste sentido, para além do estabelecimento de alguns limites de âmbito territorial ao investimento em prédios rústicos, adoptaram-se regras idênticas às já aplicáveis à realidade dos fundos mobiliários especiais. Por último disciplinava-se ainda a possibilidade de constituição de fundos de investimento imobiliário com garantia de capital e rendibilidade, à semelhança do que sucedia no universo dos fundos mobiliários, assim como se introduziram outras alterações com o simples propósito de equiparar o regime a algumas das soluções já constantes do regime jurídico dos organismos de investimento colectivo.

- iv. *Regulamento n.º 2/2005* - Contabilidade dos fundos de investimento imobiliário, face às alterações ao regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário, aprovado pelo *Decreto-Lei n.º 60/2002, de 20 de Março, pelo Decreto-Lei n.º 13/2005, de 7 de Fevereiro* e à alteração do *Regulamento n.º 8/2002, de 18 de Junho*, pelo *Regulamento n.º 1/2005, de 14 de Fevereiro*, revelou-se necessário, proceder à alteração do plano de contas dos fundos de

investimento imobiliário, constante do *Regulamento n.º 11/2002, de 24 de Agosto*.

- v. *Regulamento n.º 7/2007* - Fundos de investimento imobiliário e organismos de investimento colectivo, altera o Regulamento n.º 8/2002 e o Regulamento n.º 15/2003
- vi. *Regulamento n.º 7/2007* - Fundos de investimento imobiliário e organismos de investimento colectivo, o diploma legal determina a divulgação ao público como “produto financeiro complexo” dos instrumentos financeiros que, embora assumindo a forma jurídica de um instrumento já existente, têm características que não são directamente identificáveis com as desse instrumento, em virtude de terem associados outros instrumentos de cuja evolução depende, total ou parcialmente, a sua rentabilidade.

ANEXO 2 (A2)

Tabela A2.1

Unidade: 10⁶ EUR

	Valor de Activos Sob Gestão (Harmonizados) em Milhões €									
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Portugal	17.602 €	18.640 €	19.042 €	21.366 €	22.402 €	26.208 €	25.762 €	21.700 €	10.892 €	11.058 €
Luxemburgo	792.781 €	851.060 €	766.539 €	874.198 €	1.024.984 €	1.386.611 €	1.661.563 €	1.824.000 €	1.337.043 €	1.529.019 €
Reino Unido	383.073 €	355.246 €	275.471 €	313.953 €	361.740 €	502.920 €	635.217 €	685.000 €	396.422 €	504.936 €
Alemanha	252.578 €	239.666 €	199.455 €	218.780 €	217.309 €	262.365 €	271.552 €	266.100 €	184.921 €	213.645 €
Holanda	99.300 €	88.800 €	80.300 €	74.088 €	72.326 €	79.984 €	82.430 €	77.400 €	59.126 €	64.100 €
Itália	449.930 €	403.678 €	360.693 €	279.045 €	375.694 €	381.889 €	343.810 €	285.100 €	189.400 €	194.200 €
Espanha	182.977 €	179.359 €	170.814 €	202.173 €	233.124 €	268.597 €	279.361 €	269.400 €	194.714 €	188.247 €
França	766.100 €	800.200 €	805.900 €	909.300 €	1.006.500 €	1.155.100 €	1.343.400 €	1.351.600 €	1.143.265 €	1.264.105 €
Bélgica	74.611 €	77.017 €	71.501 €	78.166 €	86.905 €	107.177 €	120.545 €	120.400 €	97.768 €	87.105 €
Dinamarca	34.470 €	37.948 €	38.289 €	39.219 €	47.573 €	63.744 €	72.605 €	71.500 €	46.836 €	55.161 €
Finlândia	13.474 €	14.507 €	15.749 €	23.727 €	27.647 €	38.497 €	51.484 €	55.100 €	35.029 €	43.734 €
Grécia	30.936 €	26.795 €	25.385 €	30.399 €	31.647 €	27.944 €	23.910 €	21.700 €	9.259 €	9.869 €
Suécia	82.857 €	73.514 €	55.298 €	69.474 €	78.602 €	103.787 €	137.783 €	136.400 €	84.662 €	111.196 €
Aústria	60.005 €	61.930 €	63.771 €	69.661 €	76.139 €	107.961 €	114.886 €	111.400 €	79.701 €	81.802 €
Irlanda	145.399 €	215.188 €	238.501 €	285.372 €	343.308 €	463.000 €	582.779 €	646.300 €	517.200 €	569.697 €
Total Europa	3.498.000 €	3.547.000 €	3.290.000 €	3.704.631 €	4.192.000 €	5.170.000 €	5.974.126 €	6.203.000 €	4.593.081 €	5.157.294 €
EUA	7.390.351 €	7.823.837 €	6.093.602 €	5.870.217 €	5.951.478 €	7.548.677 €	7.907.074 €	8.165.904 €	6.898.822 €	4.847.600 €
Japão	458.400 €	385.762 €	289.111 €	276.444 €	293.269 €	398.444 €	439.547 €	485.020 €	413.399 €	391.700 €

Fonte: EFAMA/FEFSI

Nota: Valores referentes ao 3º trimestre de 2009, com excepção dos valores dos EUA e do Japão que correspondem aos valores do 1º trimestre de 2009

Tabela A2.2

Peso do VLG (Harmonizados) por País no Total dos FIM na Europa										
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Portugal	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%
Luxemburgo	22,7%	24,0%	23,3%	23,6%	24,5%	26,8%	27,8%	29,4%	29,1%	29,6%
Reino Unido	11,0%	10,0%	8,4%	8,5%	8,6%	9,7%	10,6%	11,0%	8,6%	9,8%
Alemanha	7,2%	6,8%	6,1%	5,9%	5,2%	5,1%	4,5%	4,3%	4,0%	4,1%
Holanda	2,8%	2,5%	2,4%	2,0%	1,7%	1,5%	1,4%	1,2%	1,3%	1,2%
Itália	12,9%	11,4%	11,0%	7,5%	9,0%	7,4%	5,8%	4,6%	4,1%	3,8%
Espanha	5,2%	5,1%	5,2%	5,5%	5,6%	5,2%	4,7%	4,3%	4,2%	3,7%
França	21,9%	22,6%	24,5%	24,5%	24,0%	22,3%	22,5%	21,8%	24,9%	24,5%
Bélgica	2,1%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,0%	1,9%	2,1%	1,7%
Dinamarca	1,0%	1,1%	1,2%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,0%	1,1%
Finlândia	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%
Grécia	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,5%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%
Suécia	2,4%	2,1%	1,7%	1,9%	1,9%	2,0%	2,3%	2,2%	1,8%	2,2%
Aústria	1,7%	1,7%	1,9%	1,9%	1,8%	2,1%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%
Irlanda	4,2%	6,1%	7,2%	7,7%	8,2%	9,0%	9,8%	10,4%	11,3%	11,0%
Total Europa	100,0%									

Fonte: EFAMA/FEFSI

Nota: Valores referentes ao 3º trimestre 2009, com excepção dos valores dos EUA e do Japão que correspondem aos valores do 1º trimestre de 2009

Legenda: VLG – Valor líquido global

EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO EM PORTUGAL

Tabela A.2.3

FIM Total/PIB										
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Portugal	14,4%	14,4%	14,1%	15,4%	15,5%	17,6%	16,6%	13,3%	6,5%	6,7%
Reino Unido	23,9%	21,6%	16,1%	19,1%	20,4%	27,4%	32,7%	33,5%	21,8%	32,2%
Alemanha	12,2%	11,3%	9,3%	10,1%	9,8%	11,7%	11,7%	11,0%	7,4%	8,9%
Holanda	23,8%	19,8%	17,3%	15,5%	14,7%	15,6%	15,3%	13,6%	9,9%	11,3%
Itália	37,8%	32,3%	27,8%	20,9%	27,0%	26,7%	23,1%	18,4%	12,1%	12,8%
Espanha	29,0%	26,4%	23,4%	25,8%	27,7%	29,6%	28,4%	25,6%	17,9%	17,9%
França	53,2%	53,4%	52,0%	57,0%	60,6%	66,9%	74,4%	71,3%	58,6%	65,0%
Bélgica	29,6%	29,7%	26,7%	28,4%	29,9%	35,4%	37,9%	35,9%	28,4%	25,8%
Dinamarca	19,9%	21,2%	20,7%	20,8%	24,1%	30,7%	33,2%	31,5%	20,1%	24,8%
Finlândia	10,2%	10,4%	11,0%	16,3%	18,2%	24,5%	31,1%	30,7%	19,0%	25,6%
Grécia	22,4%	18,3%	16,2%	17,6%	17,0%	14,3%	11,4%	9,6%	3,9%	4,2%
Suécia	31,1%	29,2%	20,9%	25,2%	27,3%	35,2%	44,0%	41,2%	25,8%	38,6%
Áustria	28,9%	29,1%	29,1%	31,2%	32,7%	44,3%	44,8%	41,1%	28,3%	29,5%
Irlanda	138,7%	184,0%	183,1%	204,2%	230,3%	285,6%	329,7%	340,6%	284,7%	346,9%
Total Europa	35,3%	34,7%	30,9%	34,3%	36,9%	43,3%	47,4%	46,5%	33,9%	40,3%
EUA	68,6%	68,1%	54,1%	59,6%	62,4%	74,3%	74,1%	79,5%	70,3%	68,0%
Japão	9,1%	8,4%	6,9%	7,4%	7,9%	10,9%	12,7%	15,2%	12,5%	10,7%
Luxemburgo	3603,5%	3770,4%	3194,9%	3383,9%	3733,4%	4579,2%	4865,6%	4868,6%	3398,1%	4074,1%

Fonte: EFAMA/FEFSI

Nota: Valores referentes ao 3º trimestre 2009, com exceção dos valores dos EUA e do Japão que correspondem aos valores do 1º trimestre de 2009

EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO EM PORTUGAL

Tabela A2.4

Unidade: 10⁶ EUR

Valor de Activos sob Gestão - por Categoria de Fundos (Harmonizados)																
	Biliões € Δ Anual		Biliões € Δ Anual		Biliões € Δ Anual		Biliões € Δ Anual		Biliões € Δ Anual		Biliões € Δ Anual		Biliões € Δ Anual			
	2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009	
Fundos Acções	971 €	20%	1.163 €	19,8%	1.345 €	15,6%	1.822 €	35,5%	2.222 €	22,0%	2.227 €	0,2%	1.208 €	-45,8%	1.479 €	22,4%
Fundos Mistos	433 €	9%	470 €	8,5%	517 €	10,0%	636 €	23,0%	800 €	25,8%	856 €	7,0%	651 €	-23,9%	730 €	12,1%
Fundos de Obrigações	955 €	8%	1.034 €	8,3%	1.045 €	1,1%	1.190 €	13,9%	1.251 €	5%	1.208 €	-3,4%	926 €	-23,3%	1.032 €	11,4%
Fundos Mercado Monetário	615 €	9%	668 €	8,6%	798 €	19,5%	842 €	5,5%	841 €	-0,1%	911 €	3%	1.031 €	13,2%	1.034 €	0,3%
Outros	77 €	9%	84 €	9,1%	139 €	65,5%	217 €	56,1%	277 €	27,6%	355 €	28%	260 €	-26,8%	249 €	-4,2%
Total	3.051 €	12%	3.419 €	12,1%	3.845 €	12,5%	4.707 €	22,4%	5.391 €	14,5%	5.557 €	3,1%	4.076 €	-26,7%	4.524 €	11,0%

Fonte: EFAMA/FEFSI

Nota: Em 2009 os valores são referentes ao 3º trimestre, a variação (%) é relativa a 31/12/2008. Excluindo a Irlanda em todos os anos em análise e excluindo a Holanda em 2009, sem dados disponíveis.

Tabela A2.5

Peso por Categoria no total dos FIM (%)								
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fundos Acções	31,8%	34,0%	35,0%	38,7%	41,2%	40,1%	29,6%	32,7%
Fundos Mistos	14,2%	13,7%	13,4%	13,5%	14,8%	15,4%	16,0%	16,1%
Fundos de Obrigações	31,3%	30,2%	27,2%	25,3%	23,2%	21,7%	22,7%	22,8%
Fundos Mercado Monetário	20,2%	19,5%	20,8%	17,9%	15,6%	16,4%	25,3%	22,9%
Outros	2,5%	2,5%	3,6%	4,6%	5,1%	6,4%	6,4%	5,5%
Total	100,0%							

Fonte: EFAMA/FEFSI

Tabela A2.6

	Variação %					
	1986-1990	1990-1999	1999-2002	2002-2005	2005-2009	Total
Valor sob Gestão	3619,6%	1169,7%	-14,4%	28,9%	-56,1%	514,3%
N.º de Entidade Gestoras				-6,3%	20,0%	
N.º de Fundos	5000,0%	433,3%	-18,8%	-3,6%	-8,9%	280,4%
Capitalização Média dos Fundo	-27,5%	140,5%	4,5%	34,4%	-52,0%	62,2%

Fonte: CMVM

Nota: As entidades gestoras dos FIM gerem também os FEI

EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO EM PORTUGAL

Tabela A2.7

Unidade: 10⁶

Ano	Evolução do Valor sob Gestão Por Categorias (variação anual)																			
	FO		FA		FT/MM		FF		FM		FPA		FPR/E		FG		FEI		Total	
	€	Δ Anual	€	Δ Anual	€	Δ Anual	€	Δ Anual	€	Δ Anual	€	Δ Anual	€	Δ Anual	€	Δ Anual	€	Δ Anual	€	Δ
1986	n/d		n/d		n/d		-		n/d		-		-		-		-		-	51 €
1987	n/d		n/d		n/d		-		n/d		-		-		-		-		-	251 € 392,2%
1988	n/d		n/d		n/d		-		n/d		-		-		-		-		-	205 € -18,3%
1989	n/d		n/d		n/d		-		n/d		-		n/d		-		-		-	1.003 € 389,3%
1990	529 €		65 €		1.052 €		-		249 €		-		n/d		-		-		-	1.895 € 88,9%
1991	2.195 €	314,9%	70 €	7,7%	1.636 €	55,5%	-		404 €	62,2%	-		n/d		-		-		-	4.305 € 127,2%
1992	3.661 €	40,0%	80 €	14,3%	1.696 €	3,7%	-		354 €	-12,4%	-		n/d		-		-		-	5.791 € 34,5%
1993	5.841 €	37,3%	214 €	167,5%	1.756 €	3,5%	-		449 €	26,8%	-		n/d		-		-		-	8.260 € 42,6%
1994	6.245 €	6,5%	289 €	35,0%	2.699 €	53,7%	-		1.057 €	135,4%	-		n/d		-		-		-	10.260 € 24,2%
1995	5.186 €	-20,4%	199 €	-31,1%	4.247 €	57,4%	664 €		14 €	-98,7%	11 €		176 €		142 €		-		-	10.639 € 3,7%
1996	7.006 €	26,0%	476 €	139,2%	3.976 €	-6,4%	1.035 €	55,9%	12 €	-14,3%	58 €	427,3%	409 €	132,4%	237 €	66,9%	-		-	13.208 € 24,1%
1997	7.566 €	7,4%	1.635 €	243,5%	4.839 €	21,7%	3.300 €	218,8%	85 €	7883,3%	216 €	272,4%	770 €	88,3%	332 €	40,1%	-		-	19.615 € 48,5%
1998	7.660 €	1,2%	2.138 €	30,8%	5.968 €	23,3%	4.089 €	23,9%	2.023 €	111,2%	386 €	78,7%	1.072 €	39,2%	619 €	86,4%	-		-	23.955 € 22,1%
1999	6.787 €	-12,9%	2.451 €	14,6%	7.114 €	19,2%	3.652 €	-10,7%	531 €	-24,3%	507 €	31,3%	1.180 €	10,1%	864 €	39,6%	-		-	24.087 € 0,6%
2000	5.701 €	-19,0%	2.499 €	2,0%	6.189 €	-13,0%	2.937 €	-19%	1.458 €	-4,8%	510 €	0,6%	1.246 €	5,6%	1.018 €	17,8%	-		-	21.558 € -10,5%
2001	6.467 €	11,8%	1.791 €	-28,3%	7.631 €	23,3%	1.884 €	-35,9%	1.006 €	-31,0%	440 €	-13,7%	1.306 €	4,8%	742 €	-27,1%	-		-	21.266 € -1,4%
2002	6.600 €	2,0%	1.119 €	-37,5%	8.928 €	17,0%	1.114 €	-40,9%	773 €	-23,2%	350 €	-20,5%	1.356 €	3,8%	665 €	-10,4%	-		-	20.608 € -3,1%
2003	8.161 €	19,1%	1.262 €	12,8%	9.272 €	3,9%	945 €	-15,2%	790 €	2,2%	395 €	12,9%	1.533 €	13,1%	500 €	-24,8%	-		-	22.857 € 10,9%
2004	8.951 €	8,8%	1.337 €	5,9%	8.879 €	-4,2%	1.018 €	7,7%	822 €	4,1%	416 €	5,3%	1.817 €	18,5%	508 €	1,6%	65 €		-	24.415 € 6,8%
2005	9.820 €	8,8%	1.808 €	35,2%	8.800 €	-0,9%	1.794 €	76,2%	956 €	16,3%	409 €	-1,7%	2.200 €	21,1%	540 €	6,3%	1.730 €	205,1%		28.290 € 15,9%
2006	8.439 €	-16,4%	2.571 €	42,2%	8.111 €	-7,8%	2.061 €	14,9%	228 €	-76,2%	415 €	1,5%	2.457 €	11,7%	541 €	0,2%	3.042 €	75,8%		29.138 € 3,0%
2007	6.324 €	-33,4%	2.943 €	14,5%	6.120 €	-24,5%	1.486 €	-27,9%	213 €	-6,6%	364 €	-12,3%	2.521 €	2,6%	478 €	-11,6%	3.777 €	24,2%		25.763 € -11,6%
2008	2.767 €	-128,6%	981 €	-66,7%	2.985 €	-51,2%	688 €	-52%	90 €	-57,7%	128 €	-64,8%	1.424 €	-43,5%	202 €	-57,7%	3.807 €	0,8%		14.342 € -44,3%
2009	2.116 €	-30,8%	1.304 €	32,9%	3.823 €	28,1%	570 €	-17,2%	90 €	0,0%	169 €	32,0%	1.294 €	-9,1%	185 €	-8,4%	5.074 €	33,3%		16.215 € 13,1%

Fonte: CMVM

Nota: A partir de 2006 os valores relativos à rubrica FPR/E não contemplam a componente da Educação. Os valores totais englobam também o valor líquido global dos FEI, Obrigações de Taxa Fixa e Variável e Fundos Abertos de Obrigações. Os valores referentes a 2009 constam das estatísticas do 3º trimestre reportadas pela CMVM.

Legenda: FO - Fundos de Obrigações, FA - Fundos de Acções, FT/MM - Fundos de Tesouraria e do Mercado Monetário, FF - Fundos de Fundos, FPA – Fundos Poupança Acções, FM - Fundos Mistos, FPR/E - Fundos de Poupança Reforma/Educação, FG - Fundos Garantidos, FEI - Fundos Especiais de Investimento:

EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO EM PORTUGAL

Tabela A2.8

Peso das Categorias na Indústria de FIM																				
Ano	FO	FA	FT/MM	FF	FM	FPA	FPR/E	FG	FEI	Total										
1986	n/d	n/d	n/d	-	n/d	-	-	-	-	51 €										
1987	n/d	n/d	n/d	-	n/d	-	-	-	-	251 €										
1988	n/d	n/d	n/d	-	n/d	-	-	-	-	205 €										
1989	n/d	n/d	n/d	-	n/d	-	n/d	-	-	1.003 €										
1990	529 €	27,9%	65 €	3,4%	1.052 €	55,5%	-	249 €	13,1%	-	1.895 €	100,0%								
1991	2.195 €	51,0%	70 €	1,6%	1.636 €	38,0%	-	404 €	9,4%	-	4.305 €	100,0%								
1992	3.661 €	63,2%	80 €	1,4%	1.696 €	29,3%	-	354 €	6,1%	-	5.791 €	100,0%								
1993	5.841 €	70,7%	214 €	2,6%	1.756 €	21,3%	-	449 €	5,4%	-	8.260 €	100,0%								
1994	6.245 €	60,9%	289 €	2,8%	2.699 €	26,3%	-	1.057 €	10,3%	-	10.260 €	100,0%								
1995	5.186 €	48,7%	199 €	1,9%	4.247 €	39,9%	664 €	6,2%	14 €	0,1%	11 €	0,1%	176 €	1,7%	142 €	1,3%	-	10.639 €	100,0%	
1996	7.006 €	53,0%	476 €	3,6%	3.976 €	30,1%	1.035 €	7,8%	12 €	0,1%	58 €	0,4%	409 €	3,1%	237 €	1,8%	-	13.208 €	100,0%	
1997	7.566 €	38,6%	1.635 €	8,3%	4.839 €	24,7%	3.300 €	16,8%	956 €	4,9%	216 €	1,1%	770 €	3,9%	332 €	1,7%	-	19.615 €	100,0%	
1998	7.660 €	32,0%	2.138 €	8,9%	5.968 €	24,9%	4.089 €	17,1%	2.026 €	8,4%	386 €	1,6%	1.072 €	4,5%	619 €	2,6%	-	23.955 €	100,0%	
1999	6.787 €	28,2%	2.451 €	10,2%	7.114 €	29,5%	3.652 €	15,2%	135 €	6,4%	507 €	2,1%	1.180 €	4,9%	864 €	3,6%	-	24.087 €	100,0%	
2000	5.701 €	26,4%	2.499 €	11,6%	6.189 €	28,7%	2.937 €	13,6%	158 €	6,8%	510 €	2,4%	1.246 €	5,8%	1.018 €	4,7%	-	21.558 €	100,0%	
2001	6.467 €	30,4%	1.791 €	8,4%	7.631 €	35,9%	1.884 €	8,9%	1.006 €	4,7%	440 €	2,1%	1.306 €	6,1%	742 €	3,5%	-	21.266 €	100,0%	
2002	6.600 €	32,0%	1.119 €	5,4%	8.928 €	43,3%	1.114 €	5,4%	773 €	3,8%	350 €	1,7%	1.356 €	6,6%	665 €	3,2%	-	20.608 €	100,0%	
2003	8.161 €	35,7%	1.262 €	5,5%	9.272 €	40,6%	945 €	4,1%	790 €	5%	395 €	1,7%	1.533 €	6,7%	500 €	2,2%	-	22.857 €	100,0%	
2004	8.951 €	36,7%	1.337 €	5,5%	8.879 €	36,4%	1.018 €	4,2%	822 €	3,4%	416 €	1,7%	1.817 €	7,4%	508 €	2,1%	567 €	2,3%	24.415 €	100,0%
2005	9.820 €	34,7%	1.808 €	6,4%	8.800 €	31,1%	1.794 €	6,3%	956 €	3,4%	409 €	1,4%	2.200 €	7,8%	540 €	1,9%	1.730 €	6,1%	28.290 €	100,0%
2006	8.439 €	29,0%	2.571 €	8,8%	8.111 €	27,8%	2.061 €	7,1%	228 €	0,8%	415 €	1,4%	2.457 €	8,4%	541 €	1,9%	3.042 €	10,4%	29.138 €	100,0%
2007	6.324 €	24,5%	2.943 €	11,4%	6.120 €	23,8%	1.486 €	5,8%	216 €	0,8%	364 €	1,4%	2.521 €	9,8%	478 €	1,9%	3.777 €	14,7%	25.763 €	100,0%
2008	2.767 €	19,3%	981 €	6,8%	2.985 €	20,8%	688 €	4,8%	90 €	0,6%	28 €	0,9%	1.424 €	9,9%	202 €	1,4%	3.807 €	26,5%	14.342 €	100,0%
2009	2.116 €	13,0%	1.304 €	8,0%	3.823 €	23,6%	570 €	3,5%	90 €	0,6%	169 €	1,0%	1.294 €	8%	185 €	1,1%	5.074 €	31,3%	16.215 €	100,0%

Fonte: CMVM

Nota: A partir de 2006 os valores relativos à rubrica FPR/E não contemplam a componente da Educação. Os valores totais englobam também o valor líquido Global dos FEI, Obrigações de Taxa Fixa e Variável e Fundos Abertos de Obrigações. Os valores referentes a 2009 constam das estatísticas do 3º trimestre reportadas pela CMVM.

Legenda: FO - Fundos de Obrigações, FA - Fundos de Acções, FT/MM - Fundos de Tesouraria e do Mercado Monetário, FF - Fundos de Fundos, FPA – Fundos Poupança Acções, FM - Fundos Mistos, FPR/E - Fundos de Poupança Reforma/Educação, FG - Fundos Garantidos, FEI – Fundos Especiais de Investimento

Tabela A2.9

Evolução do Valor Global Líquido - Principais Categorias (%)					
	1990-1994	1994-1998	1998-2002	2002-2005	2005-2009
Fundos Obrigações	1080,5%	22,7%	-13,8%	48,8%	-78,5%
Fundos Acções	344,6%	639,8%	-47,7%	61,6%	-27,9%
Fundos Tesouraria e Mercado Monetário	156,6%	121,1%	49,6%	-1,4%	-56,6%
Fundos Mistos	324,5%	91,4%	-61,8%	23,7%	-90,6%
Total	441,4%	133,5%	-14,0%	-97,3%	-42,7%

Fonte: CMVM

Tabela A2.10

Carteira de Mercado por Natureza e Origem de Valor (%)													
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Dívida Pública Nacional	18%	18%	9%	8%	4%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Dívida Pública Estrangeira	2%	3%	4%	6%	9%	8%	7%	7%	7%	9%	8%	6%	5%
Obrigações Nacionais	9%	8%	8%	6%	6%	5%	4%	3%	3%	4%	6%	8%	8%
Obrigações Estrangeiras	17%	18%	25%	33%	38%	48%	51%	53%	50%	48%	46%	48%	45%
Acções Nacionais	9%	10%	8%	6%	4%	2%	3%	3%	3%	4%	5%	3%	6%
Acções Estrangeiras	3%	4%	10%	13%	10%	6%	6%	5%	6%	8%	10%	7%	9%
Unidades de Participação Nacionais	14%	15%	12%	11%	7%	4%	3%	4%	6%	6%	4%	6%	4%
Unidades de Participação Estrangeiras	2%	2%	3%	2%	2%	1%	1%	3%	4%	6%	8%	9%	7%
Outros Instrumentos de Dívida	7%	7%				11%	12%	9%	9%	7%	4%	2%	5%
Liquidez	20%	15%				14%	13%	13%	12%	9%	11%	12%	12%
Aplicações Monetárias e Outros	-1%	0%	21%	15%	20%	0%	-1%	-1%	0%	-1%	-2%	-1%	-1%
Total	100%												

Fonte: CMVM

EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO EM PORTUGAL

Tabela A2.11

Valores Mobiliários	Composição da Carteira de FIM															
	Unidade: 10 ⁶ EUR															
	2002	%	2003	%	2004	%	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%
Portugal	1.867	12,9%	1.723	10,7%	1.600	9,3%	1.343	7,0%	1.570	7,8%	1.819	10,1%	848	9,0%	1.309	12,2%
Outros UE	12.107	83,7%	13.829	85,6%	15.057	87,5%	16.898	88,4%	17.629	87,0%	15.284	84,6%	7.907	84,4%	8.645	80,6%
Países Terceiros	496	3,4%	602	3,7%	547	3,2%	885	4,6%	1.026	5,1%	961	5,3%	617	6,6%	767	7,2%
Cotados (sub-total)	14.470	100,0%	16.153	100,0%	17.204	100,0%	19.126	100,0%	20.255	100,0%	18.064	100,0%	9.373	100,0%	10.721	100,0%
Em Processo de Admissão Mercado Nacional	14	0,1%	28	0,1%	0	0,0%	14	0,0%	17	0,1%	4,1	0,0%	20	0,1%	20	0,1%
Em Processo de Admissão Mercado Estrangeiro	22	0,1%	32	0,1%	93	0,4%	106	0,4%	21	0,1%	4,3	0,0%	0	0,0%	33	0,2%
Não Cotados Nacionais	22	0,1%	31	0,1%	109	0,4%	538	1,9%	844	2,9%	1.067	4,1%	823	5,7%	861	5,3%
Não Cotados Estrangeiros	85	0,4%	154	0,7%	83	0,3%	132	0,5%	162	0,6%	190	0,7%	238	1,7%	256	1,6%
Unidades de Participação Nacionais	844	4,1%	702	3,1%	1.038	4,3%	1.734	6,1%	1.728	5,9%	1.163	4,5%	682	4,8%	582	3,6%
Unidades de Participações Estrangeiras	223	1,1%	334	1,5%	617	2,5%	990	3,5%	1.798	6,2%	1.948	7,6%	1.250	8,7%	1.096	6,8%
Outros Activos	-	-	-	-	-	-	-	-	2,1	0,0%	16	0,1%	60	0,4%	77	0,5%
Valores de Natureza Monetária	5.056	24,5%	5.729	25,1%	5.448	22,3%	5.898	20,8%	4.501	15,4%	3.936	15,3%	2.094	14,6%	2.774	17,1%
Valores a Regularizar	-128	-0,6%	-306	-1,3%	-176	-0,7%	-248	-0,9%	-161	-0,6%	-525	-2,0%	-200	-1,4%	-205	-1,3%
Total	20.608	100,0%	22.857	100,0%	24.415	100,0%	28.290	100,0%	29.138	100,0%	25.763	100,0%	14.342	100,0%	16.215	100,0%

Fonte: CMVM

Tabela A2.12

	Peso (%) na Carteira															
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
Portugal	81,5%	70,0%	63,1%	58,1%	40,4%	28,4%	18,9%	12,9%	10,7%	9,3%	7,0%	7,8%	10,1%	9,0%	12,2%	
Outros UE	15,7%	28,3%	35,7%	40,0%	54,9%	66,0%	75,5%	83,7%	85,6%	87,5%	88,4%	87,0%	84,6%	84,4%	80,6%	
P.Terceiros	2,6%	1,7%	1,3%	1,9%	4,8%	5,6%	5,6%	3,4%	3,7%	3,2%	4,6%	5,1%	5,3%	6,6%	7,2%	
Cotados (total)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	

Fonte: CMVM

Tabela A2.13

N.º de Fundo por Entidades Gestoras (as 10 Maiores)																
	2002	%	2003	%	2004	%	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%
BCP							33	13,6%	35	13,3%	39	13,4%	29	9,9%	27	9,4%
AF Investimentos	38	17,2%	36	16,7%	34	15,2%										
Caixagest	28	12,7%	31	14,4%	37	16,5%	40	16,5%	46	17,5%	51	17,5%	50	17,1%	56	19,4%
Santander	27	12,2%	25	11,6%	23	10,3%	27	11,2%	30	11,4%	35	12,0%	34	11,6%	32	11,1%
BPI Gestão de Activos	22	10,0%	21	9,8%	19	8,5%	21	8,7%	21	8,0%	21	7,2%	22	7,5%	23	8,0%
ESAF	29	13,1%	17	7,9%	29	12,9%	28	11,6%	28	10,6%	25	8,6%	33	11,3%	30	10,4%
Barclays Fundos	10	4,5%	10	4,7%	14	6,3%	14	5,8%	16	6,1%	16	5,5%	16	5,5%	16	5,6%
BPN Gestão de Activos					7	3,1%	7	2,9%	9	3,4%	9	3,1%	8	2,7%	8	2,8%
BBVA Gest	7	3,2%	10	4,7%	13	5,8%	19	7,9%	21	8,0%	24	8,2%	20	6,8%	14	4,9%
MGF	11	5,0%	11	5,1%	11	4,9%	13	5,4%	13	4,9%						
Central Fundos	7	3,2%	6	2,8%												
Banifundos Cisalpina	10	4,5%	7	3,3%												
Banif GA							10	4,1%	12	4,6%	15	5,2%	16	5,5%	20	6,9%
Montepio Gestão de Activos											17	5,8%	16	5,5%	17	5,9%
Crédito Agrícola Gest					7	3,1%										
Outras	32	14,5%	31	14,4%	30	13,4%	33	13,6%	32	12,2%	39	13,4%	48	16,4%	45	15,6%
Total	221	100,0%	215	100,0%	224	100,0%	242	100,0%	263	100,0%	291	100,0%	292	100,0%	288	100,0%

Fonte: CMVM

EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO EM PORTUGAL

Tabela A2.14

Quota de Mercado e Montante sob Gestão em Milhões € por Entidade Gestora (As 10 Maiores)																
	2002	%	2003	%	2004	%	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%
BCP							5.911 €	20,9%	5.721 €	19,6%	4.082 €	15,8%	1.890 €	13,2%	158 €	10,2%
AF Investimentos	5.882 €	28,5%	5.319 €	23,3%	4.852 €	19,9%										
Caixagest	4.088 €	19,8%	4.549 €	19,9%	4.654 €	19,1%	5.465 €	19,3%	683 €	21,9%	6.217 €	24,1%	3.614 €	25,2%	3.672 €	22,6%
Santander	3.578 €	17,4%	4.255 €	18,6%	4.437 €	18,2%	5.154 €	18,2%	582 €	18,1%	5.015 €	19,5%	2.301 €	16,0%	2.979 €	18,4%
BPI GA	3.475 €	16,9%	4.004 €	17,5%	4.370 €	17,9%	4.582 €	16,2%	473 €	15,4%	4.139 €	16,1%	2.079 €	14,5%	2.402 €	14,8%
ESAF	1.789 €	8,7%	2.322 €	10,2%	3.099 €	12,7%	3.543 €	12,5%	3.47€	11,9%	2.948 €	11,4%	2.767 €	19,3%	3.427 €	21,1%
Barclays Fundos	605 €	2,9%	664 €	2,9%	718 €	2,9%	733 €	2,6%	692 €	2,4%	575 €	2,2%	280 €	2,0%	516 €	3,2%
BPN GA		0,0%	228 €	1,0%	606 €	2,5%	742 €	2,6%	738 €	2,5%	511 €	2,0%	0€	1,9%	243 €	1,5%
BBVA Gest	368 €	1,8%	441 €	1,9%	529 €	2,2%	699 €	2,5%	725 €	2,5%	600 €	2,3%	249 €	1,7%	225 €	1,4%
MGF	299 €	1,5%	344 €	1,5%	347 €	1,4%	367 €	1,3%	446 €	1,5%						
Central Fundos	190 €	0,9%	220 €	1,0%												
Banifundos Cisalpina	122 €	0,6%														
Banif GA							393 €	1,4%	474 €	1,6%	415 €	1,6%	218 €	1,5%	249 €	1,5%
Montepio GA											564 €	2,2%	319 €	2,2%	464 €	2,9%
Crédito Agricola Gest					238 €	1,0%										
Outras	212 €	1,0%	511 €	2,2%	565 €	2,3%	701 €	2,5%	727 €	2,5%	697 €	2,7%	355 €	2,5%	380 €	2,3%

Fonte: CMVM

EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO EM PORTUGAL

Tabela A2.15

	2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009		QM Média
	QM	Δ Anual	QM	Δ Anual	QM	Δ Anual	QM	Δ Anual	QM	Δ Anual	QM	Δ Anual	QM	Δ Anual	QM	Δ Anual	QM	Δ Anual	
BNP Paribas	41,0%	35,6%	1,0%	17,0%	-32,9%	17,0%	10,3%	11,4%	34,9%	9,8%	25,0%	9,0%	6,5%	16,5%	-28,8%	10,7%	5,0%	0,4%	18,7%
Deutsche Bank	23,0%	16,4%	-17,1%	27,9%	139,4%	19,4%	-23,3%	10,6%	9,1%	9,7%	34,4%	10,2%	21,9%	12,5%	-52,7%	11,2%	44,7%	46,4%	15,6%
Barclays Bank	20,9%	13,7%	-23,6%	9,1%	-6,6%	5,7%	-31,3%	1,2%	-59,1%	0,7%	-11,4%	9,4%	1452,9%	8,2%	-66,3%	8,0%	59,3%	32,4%	8,5%
Banco ActivoBank	2,5%	11,9%	445,8%	24,4%	187,8%	30,8%	39,3%	29,2%	89,7%	24,4%	22,0%	18,7%	-11,1%	19,3%	-60,0%	17,4%	45,7%	96,2%	19,8%
BEST	0,2%	8,2%	4400,0%	14,6%	151,7%	20,0%	50,6%	26,1%	161,4%	27,5%	53,5%	27,1%	14,4%	23,9%	-65,8%	28,3%	91,5%	99,8%	19,5%
BBVA	8,9%	4,2%	-44,6%	2,7%	-9,7%	2,1%	-14,3%	0,9%	-16,7%	0,5%	-20,0%	0,2%	-56,3%	0,2%	-47,6%	0,2%	27,3%	-1100,0%	2,2%
BPI	0,0%	3,1%		0,1%	-97,0%														0,3%
BIG	0,3%	2,7%	1100,0%	2,6%	33,3%	3,3%	40,0%	7,3%	343,8%	7,1%	42,5%		-6,1%	4,8%	-68,0%	7,8%	164,3%	99,1%	4,0%
Investimento Directo	0,8%	2,5%	260,0%	0,7%	-59,3%														0,4%
MSDW	2,4%																		0,4%
Banco Português de Gestão				1,1%		0,8%	-18,2%	0,2%	-40,7%	0,3%	62,5%	0,1%	-76,9%		-100,0%				0,5%
Morgan Stanley		1,6%																	
Banco Português de Investimento						1,0%		1,8%	257,1%	1,5%	21,6%	1,1%	-14,5%	0,8%	-73,8%	1,4%	202,9%	66,0%	1,3%
BCP								11,4%		18,3%	134,1%	18,1%	14,4%	13,7%	-70,5%	14,9%	75,4%	27,8%	15,3%
Banco Finantia										0,3%		0,3%	50,0%	0,1%	-92,3%	0,2%	333,3%	-100,0%	0,2%
Total	100,0%	100,0%	16,3%	100,0%	41,0%	100,0%	10,2%	100,0%	100,3%	100,0%	45,9%	100,0%	15,9%	100,0%	-61,2%	100,0%	61,9%	74,0%	100,0%

Fonte: CMVM