



Instituto Superior de Gestão

O desempenho dos fundos de investimento em tempos de crise: o caso
Português, 2005 – 2010

Marco Paulo Alves Mendes

Dissertação apresentada no Instituto Superior
de Gestão para obtenção do Grau de Mestre
em Gestão Financeira

Orientador: Prof. Doutor Belmiro Cabrito

Lisboa

2013

Resumo

Esta dissertação de mestrado aborda a evolução dos modelos financeiros, começando no modelo de Markowitz e terminando no modelo Arbitrage Pricing Theory. Entre ambos foram debatidos outros modelos como o Capital Asset Pricing Model. Depois de debatidos os modelos foram explicadas as medidas de desempenho global, mais concretamente, o Rácio de Sharpe, entre outros. Finalmente discutira-se o conceito de crise financeira, os diversos tipos de crise e alguns dos indicadores que permitem perceber a existência de uma crise.

Esta investigação utilizou como metodologia o paradigma qualitativo, adaptado a esta dissertação em concreto e pretendia perceber se o comportamento de fundos de investimento permite antecipar uma crise financeira. As técnicas utilizadas foram a pesquisa bibliográfica, a pesquisa de dados e a entrevista. Os dados recolhidos complementam-se entre si. Foi recolhida uma amostra de fundos de investimentos mobiliários de forma a medir e analisar a sua performance, para esta análise recorreu-se á obtenção de dados quantitativos. Estes dados foram discutidos à luz do discurso dos dois interlocutores privilegiados se entrevistou.

Terminou com algumas conclusões sendo de destacar o facto de que crise financeira atual afetou o desempenho dos fundos de investimento estudados e que esta crise se fez sentir particularmente em 2008

Palavras-chave: Crise Financeira; Fundos de investimento; Indicadores de avaliação de desempenho Global; Rácio de Sharpe

Abstract

This dissertation addresses the evolution of financial models, starting with Markowitz models and finishing with the Arbitrage Pricing Theory. Between both were discussed other models just as Capital Asset Pricing Model. After these discussion, measures of overall performance were explained, specifically Sharpe ration, among others. Finally, discusses the concept of financial crisis, the manifold types of crisis and some of the indicators to notice the existence of one.

This investigation used as methodology the qualitative paradigm, adapted to this dissertation in concrete and intended to realize if the behavior of investment funds allows us to anticipate a financial crisis. The techniques used were a literature review, research data and interviews. The data collected are complementary to each other. A sample of securities investment funds was collected in order to measure and analyze its performance; for this analysis, quantitative data was used. These data were discussed due to the discourse of the two privileged interlocutors who interviewed.

Ended with some conclusions and highlight the fact that, the current financial crisis, affected the performance of investment funds studied and that this crisis has been felt particularly in 2008.

Keywords: Financial Crisis; Investment funds; Indicators for evaluating overall performance; Sharpe Ratio

Agradecimentos

Agradeço a todos os que me apoiaram durante esta etapa da minha vida, em geral de uma forma muito particular:

Ao Senhor Professor Doutor Belmiro Cabrito quero deixar um agradecimento muito especial por ter permitido a realização deste trabalho e por todos os preciosos conselhos que deu e pelo tempo que despendeu na orientação desta dissertação.

A todos os professores, colegas e amigos que nos momentos mais difíceis sempre estiveram presentes para dar uma palavra de incentivo e apoio.

Aos entrevistados que responderam às entrevistas, disponibilizando o seu tempo precioso.

Por fim, e não menos importante um especial agradecimento aos meus pais pela paciência e apoio incondicional que demonstraram.

Abreviaturas

CAPM – Capital Assets Pricing Model;

APFIPP – Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios;

UE – União Europeia;

APT – Arbitrage Pricing Model;

F.I.M – Fundos de Investimento Mobiliário;

Índice Quadros

Quadro nº 1 – Características dos paradigmas.....	39
Quadro nº 2 – Classificação dos fundos de investimento.....	47
Quadro nº 3 – Quadro de dados	49
Quadro nº 4 – Resumo do comportamento dos fundos de investimento em análise.....	63

Índice Geral

Resumo	ii
Abstract	iii
Agradecimentos	iv
Abreviaturas	v
Índice Quadros	vi
Índice Geral	vii
Introdução	1
I - Enquadramento Teórico.....	3
2. Modelos de Equilíbrio Financeiro	10
3. Risco	19
4. Medidas de desempenho global	21
5. Crises Financeiras	27
6. Indicadores Financeiros	29
II - Metodologia.....	33
1. Identificação do objeto de estudo.....	34
2. Seleção das fontes.....	37
3. Problematização e explicitação da hipótese	37
4. Escolha do método	38
5. Recolha e tratamento dos dados	41
6. Apresentação das conclusões e redação do trabalho.....	44
III - Apresentação e análise dos dados	46

1. O comportamento dos fundos de investimento	47
2. O que dizem os entrevistados.....	64
3. Cruzamento de informações	69
Conclusão	71
Referências Bibliográficas.....	74
Anexos	82
Anexo nº1 – Guião das entrevistas	83
Anexo nº2 – Protocolos das Entrevistas	85
Anexo nº3 – Análise de Conteúdo	94

Introdução

Nas últimas décadas, a temática dos fundos de investimento têm sido objeto de vasta investigação. Uma das razões apontadas para essa preocupação passa pela importância que os fundos de investimento foram ganhando ao longo dos anos quando comparados com outros investimentos mais tradicionais, como por exemplo, os depósitos bancários.

Estes estudos, de uma forma geral, têm debatido os vários modelos de equilíbrio financeiro que foram criados para a área financeira, de entre os quais se podem destacar, pela sua importância, a Teoria da Carteira de Harry Markowitz (1952) e o Modelo de Avaliação de Ativos Financeiros em Equilíbrio (1964), mais conhecido pela sua designação inglesa de Capital Assets Pricing Model (CAPM).

Tendo por base alguns destes modelos, foram estabelecidas as medidas de desempenho global que são utilizadas para o cálculo do desempenho dos fundos de investimento. Grande parte deste debate tem-se focalizado na comparação dos diversos modelos e no destaque das vantagens de uns em relação aos outros. Para além desta comparação existem alguns estudos que foram mais longe promovendo, não só o debate, mas também propondo outros modelos, nomeadamente o Single Index Model, o modelo APT e outros. Estes modelos têm em comum a particularidade de surgirem da crítica aos modelos anteriores.

Esta dissertação pretende apresentar de uma forma breve, alguns dos modelos de equilíbrio financeiro e algumas das medidas de desempenho global que permitem medir a “performance” dos fundos de investimento. Nesta breve apresentação também são presentes as críticas feitas aos modelos de equilíbrio financeiro. Depois de apresentados os modelos são explicadas as medidas de “performance”, mais concretamente, o Rácio de Treynor, o Rácio de Sharpe, o Alpha Jensen, o Information Ratio, o Risk-Adjusted Performance, o Modified Sharpe Ratio e as críticas aos quatro primeiros. Explica-se, ainda, de forma breve, o que é uma crise financeira, quais os tipos de crise que existem e algumas das respetivas características. Na última parte deste enquadramento teórico serão explicitados e explicados quais os indicadores que permitem perceber se existe ou não uma crise.

Todo este enquadramento se justifica, perante a questão de investigação que é a seguinte:

Será que o desempenho dos fundos de investimento no período de 2005 a 2010 já antecipava a crise financeira e económica atual?

Neste quadro, foi definido o seguinte objetivo geral:

- Verificar se desempenho dos fundos de investimento no período de 2005 a 2010 permitiam antecipar a crise financeira e económica atual.

Para responder a este grande objetivo foram definidos quatro objetivos específicos:

- Medir o desempenho de um conjunto de fundos de investimento selecionados aleatoriamente, no período que vai de 2005 a 2010;

- Verificar se aqueles desempenhos antecipavam ou não a crise que surgiu;

- Perceber se a performance dos fundos de investimento foi ou não afetada pela crise financeira;

- Perceber quais são os indicadores mais importantes e que indiciam o aparecimento de uma crise financeira.

Esta dissertação estrutura-se em quatro partes. Na primeira parte vão ser debatidos os principais conceitos e modelos que existem para medir a performance de um fundo, nomeadamente a classificação dos tipos de fundos, o primeiro modelo da teoria da carteira e os modelos que se seguiram tendo este por base.

Na segunda parte será explicitada e justificada a metodologia seguida, utilizando-se os fundamentos teóricos para a escolha da mesma. Nesta fase do trabalho os métodos científicos a utilizar serão: a pesquisa básica, a pesquisa quantitativa, a pesquisa exploratória.

Na terceira parte da dissertação serão recolhidos os dados que vão permitir medir a performance dos fundos de investimento e vai ser medido o desempenho dos fundos selecionados ano a ano para posteriormente serem analisados; serão, ainda, apresentadas algumas conclusões e serão feitas duas entrevistas com o objetivo de confrontar os dados recolhidos e complementar a investigação.

Por fim, na quarta parte serão escritas as principais conclusões e feitas algumas sugestões para futuras investigações.

I - Enquadramento Teórico

1. Tipos de fundos

Nesta parte do trabalho o objetivo principal é apresentar uma discussão teórica dos principais conceitos e modelos relevantes para o tema desta dissertação. Assim, o primeiro conceito em discussão é o de “fundos de investimento”.

Relativamente a este conceito, a definição teórica é, de uma forma geral, consensual. De seguida são apresentados apenas dois conceitos que representam o que pode entender-se por um fundo de investimento:

- “Um fundo de investimento corresponde a um conjunto de valores monetários entregues por um conjunto de investidores singulares ou coletivos que são congregados numa unidade de investimento. Essa unidade passa a ser gerida por uma entidade especializada”. (Fundo de Investimento. In Diciopédia 2008 [DVD-ROM]. Porto: Porto Editora, 2007).

- “É um conjunto formado por obrigações e/ou ações adquiridos por uma SGFIM constitui uma carteira de títulos que usualmente se designa por fundo de investimento ou simplesmente fundo”. (Leão & Leão, 2011, p. 89.)

Quando se estuda o tema dos fundos de investimento, o investigador deve começar por conhecer o conceito de fundo de investimento bem como quais são as classificações dos diversos tipos de fundos de investimento que existem.

Assim, e de acordo com a Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios (APFIPP) na data de 17-06-2013 existem várias distinções a fazer e que variam de acordo com a natureza do fundo, a sua variabilidade do capital, com o espaço de atuação, a forma de remuneração e o nível de harmonização.

a) Natureza dos ativos

Tendo em atenção a natureza dos ativos, os fundos podem ser:

- Fundos mobiliários – são os fundos que aplicam o dinheiro dos participantes em valores mobiliários que podem ou não ser transacionados.

- Fundos imobiliários – são fundos que aplicam o dinheiro dos seus participantes em valores imóveis ou em participações em sociedades que têm como principal atividade o sector imobiliário.

b) Variabilidade do capital

Outra classificação dos fundos é de acordo com a variabilidade do capital. Em conformidade com esta classificação os fundos podem ser:

- Fundos Abertos – são fundos onde o seu capital é variável e que permitem aos participantes subscrever ou resgatar unidades de participação em qualquer momento.
- Fundos Fechados – são os fundos que têm um capital fixo e a sua duração está definida, este tipo de fundo não permite aos participantes subscrever ou resgatar unidades de participação.

c) Espaço de Atuação

Os fundos de investimento também podem ser classificados de acordo com o espaço de atuação. Assim têm-se:

- Fundos Nacionais – são os fundos geridos por entidades gestoras que têm a sua sede em território nacional e que preferencialmente optam por valores transacionados em mercados nacionais.
- Fundos Internacionais – são os fundos geridos por entidades gestoras que têm a sua sede em território nacional mas preferencialmente optam por valores transacionados em mercados internacionais.
- Fundos Estrangeiros – são fundos que têm a sua sede em países estrangeiros mas que optam por valores transacionados em mercados nacionais.
- Fundos da Zona Euro – são os fundos geridos por entidades gestoras que têm a sua sede em território nacional mas preferencialmente optam por valores transacionados em mercados situados na zona euro.

- Fundos da União Europeia, Suíça e Noruega – são os fundos geridos por entidades gestoras que têm a sua sede em território nacional mas preferencialmente optam por valores transacionados em mercados dos 15 países da União Europeia (UE), da Suíça e da Noruega.
- Fundos da América do Norte – são os fundos geridos por entidades gestoras que têm a sua sede em território nacional mas preferencialmente optam por valores transacionados em mercados da América do Norte (USA e Canadá).

d) Forma de remuneração

Outra forma de classificar os fundos de investimento é segundo a sua forma de remuneração. Deste modo têm-se:

- Fundos de rendimento – são fundos que vão distribuindo ao longo do tempo os rendimentos das aplicações efetuadas.
- Fundos de acumulação/ capitalização – são fundos que não distribuem os rendimentos ao longo do tempo e reinvestem-nos juntando estes á unidades de participação.

e) Natureza dos valores em carteira

Os fundos de investimento podem ser classificados de acordo com a natureza dos ativos que detêm, dentro desta classificação existe uma divisão:

e.1) Fundos do mercado de capitais

São fundos constituídos por uma carteira de títulos, composta em pelo menos em 85% de títulos mobiliários e depósitos á ordem de curto-prazo (inferior a 1 ano). Estes fundos ainda se podem subdividir em euro se forem cotados em mercados da União Europeia e Internacionais se forem cotados nos restantes mercados.

e.2) Fundos de Tesouraria

São fundos de investimento, cuja carteira de títulos é composta por valores mobiliários, com exceção de ações e depósitos bancários. Os valores mobiliários

devem corresponder a metade ou mais da carteira, sendo que nunca podem ultrapassar os 85% do total da carteira. A restante carteira é composta por depósitos bancários, com o prazo máximo de um ano. Estes fundos ainda se podem subdividir em duas subcategorias:

- Euros – se forem cotados em mercados da União Europeia.
- Internacionais – se forem cotados nos restantes mercados.

e.3) Fundos de Obrigações

São fundos constituídos por uma carteira de títulos, em que 2/3 da carteira são obrigações e 1/3 são títulos diversos que não tenham a componente acionista. Estes fundos ainda se podem subdividir em taxa indexada euro, taxa indexada internacional, taxa fixa euro e taxa fixa internacional.

- Taxa indexada euro – são fundos que investem metade da sua carteira em obrigações em taxa de juro indexada e todos os seus ativos estão denominados em euros, sendo que destes 90% tem de estar cotados em mercados na União Europeia.
- Taxa indexada Internacional – os restantes fundos de taxa indexada.
- Taxa fixa euro – são fundos que investem em metade da sua carteira de obrigações em taxa de juro fixa e todos os seus ativos estão denominados em euros, sendo que destes 90% tem de estar cotados em mercados na União Europeia.
- Taxa fixa Internacional – são os restantes fundos de taxa de juro fixa.

e.4) Fundos de Ações

São fundos que têm uma carteira constituída por ações, em pelo menos 2/3 do total da mesma e os restantes em títulos diversos. Estes fundos podem subdividir-se em Nacionais, União Europeia, Suíça e Noruega, América do Norte, setoriais e outros fundos de investimento de ações Internacionais.

- Nacionais – são fundos que investem em ações emitidas por entidades com sede em Portugal na moeda nacional.

- União Europeia, Suíça e Noruega – são fundos que investem em ações emitidas por entidades da União Europeia, Suíça e Noruega na moeda dos respectivos países.
- América do Norte – são fundos que investem em ações emitidas por entidades dos Estados Unidos e Canadá na moeda dos respectivos países.
- Setoriais – são fundos que investem em ações de um determinado setor.
- Outros fundos de investimento de ações – são os restantes fundos que investem em ações.

e.5) Fundos Mistos

São fundos que têm uma carteira de ações inferiores a 2/3 do total do fundo. Estes fundos podem dividir-se em dois grupos: predominantemente obrigações e predominantemente ações; a forma como se distinguem é que os predominantemente obrigações têm uma componente de ações inferior a 1/3 da carteira e os predominantemente ações têm uma componente de ações que varia entre 1/3 e 2/3 no máximo de ações.

e.6) Fundos Flexíveis

São fundos onde a composição da sua carteira é livre, isto é, não têm de obedecer a qualquer regra.

e.7) Fundos com capital garantido

São fundos que garantem aos seus participantes o capital e ou rendimento mínimo, através de garantias prestadas por terceiros e através da utilização de produtos derivados, como por exemplo, futuros, opções e swaps.

e.8) Fundos de Índices

São fundos que têm como objetivo seguir as mesmas variações do índice de valores mobiliários, como por exemplo, o PSI-20 que é composto pelas 20 maiores empresas Portuguesas.

e.9) Fundos de Fundos

São fundos que na composição da sua carteira detêm unidades de participação de outros fundos, na proporção de 2/3, no mínimo, do total da composição da própria carteira.

f) Fundos de retorno absoluto

São fundos de investimento não regulamentados, que não têm uma política de investimento definida, sendo que os gestores têm liberdade para escolher as melhores técnicas e estratégias. Os gestores podem escolher livremente os ativos que compõem a carteira.

De acordo com Leitão, Morais & Resende (2011), existe outro tipo de classificação, que se aplica aos fundos de investimento imobiliário: abertos, fechados, mistos, de rendimento e de capitalização:

A) FII abertos

São fundos onde as unidades de participação (UP) são variáveis, podendo a qualquer momento existir subscrições ou resgates.

B) FII fechados

São fundos onde as unidades de participação têm um número fixo, definido no início do fundo. Este número das unidades de participação pode ser aumentado, desde que esteja previsto no regulamento de gestão do fundo.

C) FII mistos

São fundos compostos por um número fixo de unidades de participação e por outra parte em número variável.

D) FII de rendimento

São fundos de investimento que, distribuem os seus rendimentos, periodicamente.

E) FII de capitalização

São fundos que não distribuem os seus rendimentos, utilizando-os em novos investimentos.

2. Modelos de Equilíbrio Financeiro

Sendo um dos objetivos desta dissertação, perceber em que medida o desempenho dos fundos permitiria antecipar a crise financeira que vivemos atualmente, é necessário saber como medir esse desempenho. O desempenho dos fundos de investimento pode ser medido utilizando as chamadas medidas de desempenho global, que têm como base os modelos de equilíbrio financeiro.

Segundo Amu & Millegard (2009), o primeiro modelo surgiu em 1952, num artigo intitulado *Portfolio Selection*, publicado no *The Journal of Finance*. Este modelo foi desenvolvido por Harry Markowitz (1952) e ficou conhecido como a Teoria da Carteira.

De acordo com West (2006), a teoria da carteira assenta em quatro pressupostos:

1. Os investidores tomam as suas decisões de acordo com a rendibilidade esperada e com o risco desse investimento.
2. Todos os investidores utilizam o mesmo período de tempo.
3. Todos os investidores têm acesso á informação necessária na mesma altura.
4. Os ativos financeiros são “arbitrarily fungible”

Todos estes pressupostos podem ser resumidos em dois, segundo Alves (2011):

- O investidor racional diversifica o investimento de forma a minimizar a sua exposição ao risco;

- a proporção do ativo é que conta para a minimização do risco da carteira e não o seu risco por si só.

Partindo dos pressupostos que estabeleceu, Markowitz (1952), no seu artigo, explica todo o modelo, que pode ser resumido em quatro expressões conforme demonstram Almeida, Silva, Ribeiro, & Sousa (2010):

$$E = \sum_{i=1}^n x_i \mu_i$$

$$V = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n x_i x_j \sigma_{ij}$$

$$\sum_{i=1}^n x_i = 1$$

$$x_i \geq 0$$

Onde:

E = Retorno esperado da carteira

x_i = Proporção de cada ativo

μ_i = Retorno do ativo

V = Variância da carteira

δ_{ij} = Covariância entre o par de ativos se (i) diferente de (j) e variância de (i) igual (j)

$x_i \geq 0$ = não existe alavancagem

$$\sum_{i=1}^n x_i = 1 = \text{Todo o capital deve ser investido}$$

Neste modelo apresentado por Markowitz, estão presentes dois conceitos: o conceito de risco e o conceito de rendibilidade que, de acordo com o modelo, passam a estar relacionados. Esta relação é aplicada no modelo matemático e demonstrada num gráfico que viria a ser conhecido como a “fronteira eficiente”. Esta

fronteira “representa todas as carteira eficientes”, isto é, representa todas as carteiras com maior rendibilidade para um dado nível de risco.

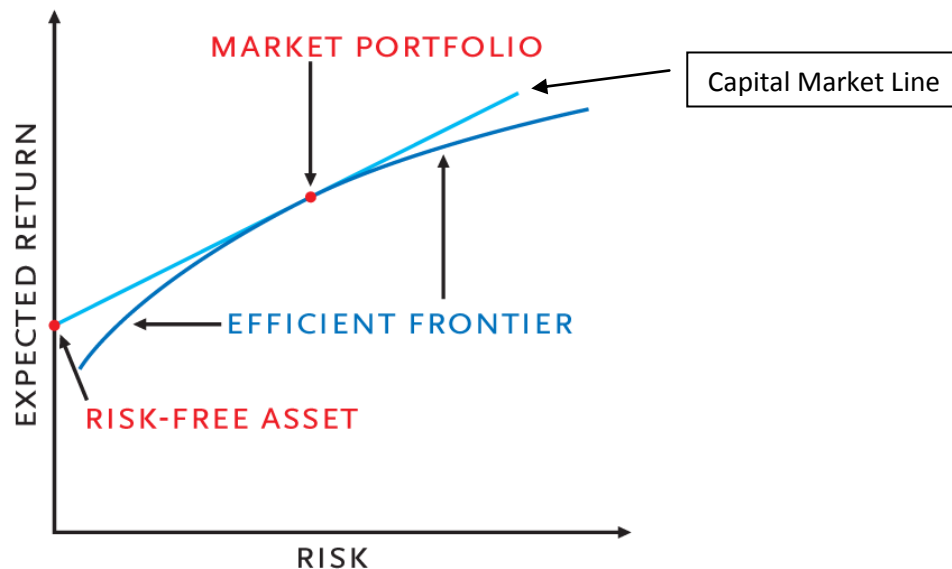
Este modelo tem sido criticado ao longo dos anos por vários autores, como por exemplo, Konno & Yamazaki, em 1991 e Damodaran, em 2004. Segundo Konno & Yamazaki (1991) a crítica que fazem passa pela dificuldade em introduzir este modelo num computador.

Damodaran (2004) vai mais longe e faz duas críticas:

- a primeira crítica está relacionada com o cálculo da variância da carteira, que quando aplicado a um grande número de títulos se torna difícil de realizar, em consequência dos cálculos intermédios (covariâncias entre ativos) que são necessários fazer;

- a segunda crítica assenta no facto de que ignora a escolha de ativos que estão isentos de risco.

De acordo com Romacho (2004), o modelo de Markowitz teve um novo desenvolvimento, com Tobin, em 1958. Tobin acrescentou uma nova variável ao modelo, o ativo sem risco, o que permitiu a criação de novas possibilidades de investimento, combinando “diferentes proporções do ativo sem risco com a carteira de mercado”, esta combinação introduziu um novo conceito, o de Reta de Mercado de Capitais, conhecido pela sua designação inglesa de Capital Market Line (CML), que “é o conjunto de todas as carteiras eficientes que se define no espaço geométrico do risco (eixo das abcissas) e do retorno esperado (eixo das ordenadas)” (Abreu, Afonso, Escária, & Ferreira, 2012, p. 118). Esta nova CML levou a um novo reposicionamento da fronteira eficiente de Markowitz, que passou a coincidir com a reta do mercado de capitais, porque todas as carteiras situadas ao longo desta reta são preferíveis a quaisquer outras situadas na fronteira eficiente de Markowitz, com exceção do ponto de tangência entre as duas fronteiras eficientes.



Adaptado de: http://en.wikipedia.org/wiki/File:Capital_Market_Line.png, no dia 02-07-2013

No gráfico, é observável a Linha do mercado de capitais (Capital Market Line), a fronteira eficiente de Markowitz (Efficient Frontier) e o ponto de tangência (Market Portfolio).

Tobin, neste mesmo estudo, concluiu ainda que os investidores vão sempre optar por uma combinação de ativos com risco e sem risco.

Em 1963, William Sharpe, num artigo designado “*A Simplified Model for Portfolio Analysis*”, publica um novo modelo simplificado para a análise de uma carteira de títulos, a qual se dá nome de Single-Index Model.

Neste artigo, Sharpe faz duas críticas ao modelo de Markowitz:

- a primeira é a de que os cálculos necessários à aplicação desse modelo são muito complexos e demorados e que a introdução desses cálculos num computador é morosa;

- a segunda crítica feita ao modelo refere-se aos elevados custos que são necessários para aplicar o modelo.

Para provar estas afirmações Sharpe afirma que um computador da IBM da época demorou mais de meia hora a fazer todas as contas do modelo de Markowitz e que foram necessárias vários especialistas para introduzirem os dados no computador.

Desta crítica surgiu um novo modelo que, ainda segundo Sharpe, implica cálculos mais simples e rápidos de fazer, de tal forma, que o mesmo computador demorou cerca de vinte segundos a dar os resultados, quando foi aplicado este novo modelo.

Este modelo tem como base os seguintes três pressupostos de acordo com Prof. Cristopher Balke (2013):

- 1) o erro tem valor esperado igual a zero
- 2) o erro a rentabilidade do mercado não estão correlacionados
- 3) o erro é independente seja qual for o ativo.

Tendo em conta estes pressupostos é possível aplicar a seguinte expressão:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + e_i$$

Onde:

R_i = Rentabilidade total do ativo i

α_i = Constante

β_i = Declive

R_m = Rentabilidade do mercado

e_i = termo residual

Fonte: Investments, 2003, p.250

Depois de desenvolvidos os modelos descritos, foi criado o Capital Assets Pricing Model, também conhecido pelas suas iniciais de CAPM. Este novo modelo foi desenvolvido por Sharpe, em 1964, num artigo chamado "*Capital Asset Prices: A Theory of market Equilibrium under Conditions of Risk*". Mais tarde, Lintner e Mossin nos anos de 1965 e 1966 respetivamente, perceberam que era difícil calcular as covariâncias entre os ativos que compõem a carteira de títulos. Para resolver este problema substituíram as covariâncias pelo beta. Desta forma chegou-se á atual fórmula do CAPM:

$$R_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Fonte: Avaliação de Empresas e Negócios, 2002, p.113.

Onde:

R_e = Rendibilidade esperada de um ativo.

R_f = Rendibilidade de um ativo sem risco.

R_m = Rendibilidade esperada do mercado.

β = Mede o risco sistemático

Este modelo tem como base seguintes pressupostos de acordo com Pratt & Grabowski (2010) e Focardi & Fabozzi (2004):

- “Os investidores são avessos ao risco”
- A carteira de títulos está totalmente diversificada
- Todos os investidores têm acesso à igual informação, no mesmo período de tempo
- Os investidores têm as mesmas expectativas
- Não existem quaisquer custos associados à carteira de títulos
- Não existem impostos sobre a carteira de títulos
- A taxa de juro aplicada é igual, tanto para quem empresta como para quem pede emprestado
- “Os títulos da carteira são infinitamente divisíveis e têm liquidez”.

Estes oito pressupostos podem ser resumidos em apenas três, segundo Alves (2011):

- Mercados financeiros perfeitos, ou seja, os agentes do mercado têm toda a informação de que necessitam para tomarem decisões, estas decisões não estão limitadas por nenhum tipo de regulamentação e não existem custos de transação
- “Produtos com normalidade estatística”
- “Expectativas homogêneas”, isto é, os investidores reagem todos da mesma forma aos sinais do mercado (rentabilidade e risco).

Partindo da equação básica do CAPM é possível, calcular o risco não-diversificável da carteira resolvendo a equação em ordem ao Beta (β), como se demonstra:

$$R_e - R_f = \beta (R_m - R_f)$$

$$\frac{R_e - R_f}{R_m - R_f} = \beta$$

Fonte: Avaliação de Empresas e Negócios, 2002, p.113.

Conforme aconteceu com os modelos anteriores, este, também está sujeito a críticas, sendo que duas se destacam em particular: a crítica de Roll e a crítica de Fama & French.

De acordo com Roll (1977), o modelo apresenta duas grandes falhas:

- A primeira é a de que o modelo não pode ser testado empiricamente;
- A segunda refere que todos os testes realizados ao CAPM, até a época, na realidade não o foram porque nestes nunca se conseguiu encontrar uma carteira eficiente e, por isso, não se cumpriu um dos pressupostos.

Mais tarde, em 1992, Fama & French voltaram a criticar o modelo quando no seu estudo concluíram que a relação entre o beta e o retorno da carteira é fraca, contrariando assim o modelo.

Mais recentemente, em 2010, Drake & Fabozzi fizeram três novas críticas ao modelo:

- A primeira foi o uso do desvio-padrão ou da variância para medir o risco.
- A segunda é que o modelo não reflete o que é observado nos mercados financeiros.
- A terceira é que os pressupostos comportamentais do modelo não são o reflexo do comportamento dos investidores nos mercados financeiros.

Apesar das críticas, existem também alguns estudos que apoiam o CAPM, como por exemplo, o estudo feito por Black, Jensen, & Scholes, escrito em 1972 e o estudo feito por Fama & Macbeth, em 1973. Os dois estudos comparam o retorno médio real dos ativos com os previstos pelo modelo e chegaram à conclusão de que: o retorno esperado está relacionado com o beta e que a linha do mercado de títulos prevista pelo CAPM é mais inclinada do que a real.

Em 1976 surge o modelo Arbitrage Pricing Model, mais conhecido pelas suas iniciais de modelo APT num artigo intitulado de “*The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing*”, que foi publicado no *Journal of Economic Theory* e desenvolvido por Ross (1976).

Este modelo tem por base a “lei do preço único” segundo a qual o mesmo ativo não pode ser vendido a preços diferentes, derivando esta lei para os mercados financeiros, significa que dois ativos diferentes, com igual risco e características semelhantes devem ter o mesmo preço. No caso de o preço não ser igual significa que há possibilidade de haver arbitragem, isto é, compra o ativo mais barato para depois o vender novamente mais caro, mantendo o mesmo nível de risco. Esta situação tende a desaparecer, ao longo do tempo, pois á medida que os investidores se apercebem desta situação criam uma pressão para que leva a que o preço do ativo mais caro baixe e o do ativo mais barato suba até ao ponto de ambos os preços se igualarem desaparecendo assim a possibilidade de haver arbitragem. (Afonso, Barros, Calado, Garcia, & Relvas, 2004)

De acordo com o mesmo autor o modelo APT em seis hipóteses:

1. “Os investidores são avessos ao risco, procurando combinar rendimento e risco de forma a maximizar a sua riqueza”;
2. “Os investidores podem emprestar ou pedir emprestado á taxa de juro do ativo sem risco”;
3. “Não existem custos de transação, impostos sobre o rendimento e sobre as mais-valias, nem restrições em relação às vendas a descoberto”;
4. “Os investidores concordam no que diz respeito ao número e identidade dos fatores que são sistematicamente importantes para a determinação do preço dos ativos”;
5. “Não existem oportunidades de arbitragem lucrativas”;
6. “ O rendimento de qualquer ativo está linearmente relacionado com os índices ou fatores que o determinam”;

Este modelo é composto por um conjunto de fatores que explicam a rendibilidade do ativo, no entanto, não define quantos fatores explicam essa mesma rendibilidade, podendo ser um, dois ou mais. (Pires, 2006).

Tendo em atenção esta ideia e as hipóteses do modelo fica-se com a seguinte fórmula matemática:

$$R_i = a_i + b_{i1}F_1 + b_{i2}F_2 + \dots + b_{ik}F_k + \epsilon_i$$

Fonte: Mercados e Investimentos Financeiros, 2006, p. 134.

Onde:

R_i = Rendibilidade do ativo i

A_i = Rendibilidade esperada que não depende dos fatores

F_j = O valor do fator j que influencia a rentabilidade do ativo i

b_{ij} = mede a sensibilidade do ativo da rentabilidade do ativo i relativamente ao fator j

ϵ_i = variável residual

Para se poder aplicar esta fórmula há que ter em atenção ainda que os resíduos não estão correlacionados com os fatores; que os resíduos dos ativos também não estão correlacionados e que os termos residuais cumprem as seguintes condições:

$$E(\epsilon_i) = 0$$

$$\text{Var}(\epsilon_i) = \sigma_{\epsilon_i}^2$$

O modelo APT têm como grande vantagem em relação ao modelo CAPM ter pressupostos menos restritivos.

Este modelo, conforme aconteceu com os anteriores, também se encontra sujeito a crítica, uma das quais foi feita por Dhrymes, Friend, & Gultekin em 1988, num artigo publicado no *Journal of Finance* cujo título é “*A Critical reexamination of the Empirical Evidence on the Arbitrage Pricing Theory*”. A crítica era que o modelo APT de Ross não determinava quantos fatores eram importantes para explicar o preço dos ativos e não identificar concretamente quais eram os fatores que contribuíam para a explicação do preço dos ativos. Outra crítica é o facto de este modelo não poder ser aplicado á realidade conforme está definido na teoria, isto é, só pode ser aplicado á realidade uma aproximação do modelo. Este facto pode levar a erros na avaliação dos preços dos ativos. Apesar das críticas existem alguns estudos que tem utilizando este modelo como base propondo algumas variáveis que

podem ajudar a explicar o desempenho dos títulos e das carteiras. Seguem-se alguns exemplos destes estudos:

- Em 1985, DeBondt & Thaler propuseram utilizar a taxa de rendibilidade a longo prazo.
- Em 1993, Jegadeesh & Titman propuseram a utilização da taxa de rendibilidade de curto prazo.
- Em 1993, Elton et al. propuseram o uso de um índice com títulos de baixa capitalização.
- Em 1994, Lakonishok propuseram três fatores, a taxa de crescimento das vendas, resultados/preço e o cash-flow/preço.

Tendo como base o fator proposto por Elton et al. (1993) Fama e French, em 1996, criaram um modelo que pressupõe que uma carteira têm um retorno em excesso que é explicado por três fatores:

1. O retorno em excesso do mercado.
2. A diferença entre uma carteira de baixa capitalização e uma de alta capitalização.
3. A diferença entre o retorno de uma com alto book-to-market e uma de baixo.

Este modelo de Fama & French, ainda têm algumas limitações que tentaram ser resolvidas por Carhart (1997) e por Elton et al. (1999) que adicionaram ao modelo mais dois fatores, a diferença no ex-post entre uma carteira de “vencedores” e uma de “perdedores” e o outro fator foi o índice de obrigações. Estes dois correspondem a cada um dos estudos respetivamente. (Machado-Santos & Leite, 2006).

3. Risco

Nos modelos brevemente descritos, existe um conceito, que é unanime a todos que é o conceito de risco.

O conceito de risco em geral pode ser definido como “a incerteza de resultados de acontecimentos futuros que nunca serão totalmente certos” (Abreu et al., 2012, p. 57). Do ponto de vista financeiro o conceito de risco surge relacionado com a criação de novas oportunidades. Em consequência um novo conceito de risco é proposto, o de risco financeiro que, de acordo com Esperança & Matias (2009), está relacionado com o conceito de incerteza. Assim este autor define risco financeiro como “a probabilidade de obter um resultado diferente do esperado” (Esperança & Matias, 2009, p.164). Uma outra autora, Abreu et al. (2012) utilizam o mesmo conceito de incerteza para definir risco financeiro “medida de incerteza quanto aos rendimentos futuros associados a esse investimento, num dado intervalo de tempo e relativamente a um valor de referência” (Abreu et al., 2012, p.57); estas duas definições são partilhadas por Gitman (2006), que define risco como a possibilidade de perda financeira.

O risco financeiro assume diversos tipos de risco: o risco de crédito, o risco de mercado, o risco legal, o risco operacional, o risco de liquidez, o risco de liquidação e o risco humano (Tostes, 2007), explicitados da seguinte forma:

Risco de crédito – “probabilidade de que o recebimento não ocorra” (Neto & Sérgio, 2009, p.21);

Risco de mercado – “a porção relevante do risco de um ativo atribuível a fatores de mercado que afetam todas as empresas” (Gitman, 2006, p. 216)

Risco legal – “Incerteza sobre o cumprimento das leis, sobre quais leis regem certos contratos que envolvem transações internacionais” (Lastra, 2000, p. 83)

Risco operacional – “risco de a empresa ser incapaz de cobrir os seus custos operacionais” (Gitman, 2006, p. 286)

Risco liquidez – “Possibilidade de um investidor não conseguir comprar ou vender uma commodity ou um valor mobiliário rapidamente ou em número suficiente em razão das limitadas oportunidade de compra ou venda” (Downes & Goodman, 1993, p. 470)

Risco de liquidação – “Possibilidade de um tomador não liquidar uma obrigação conforme acertado” (Downes & Goodman, 1993, p. 470)

Risco humano – possibilidade de um ser humano tomar uma decisão errada.
(Tostes, 2007)

O risco pode ser medido, utilizando uma medida estatística conhecida como desvio-padrão (S) que, segundo a sua definição estatística, é a “raiz quadrada do valor da variância” (Amaro, Silvestre, & Fernandes, 2009, p.67), o que remete para a definição de variância (S²) que segundo a estatística “é o valor médio do quadrado das distâncias entre as observações e o seu valor médio ” (Amaro et al., 2009, p.67).

$$\bar{X} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n X_i$$

Fonte: Estatística Descritiva - O segredo dos dados, 2009, p.67

$$s^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2$$

Fonte: Estatística Descritiva - O segredo dos dados, 2009, p.67

$$S = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}$$

Fonte: Estatística Descritiva - O segredo dos dados, 2009, p.67

4. Medidas de desempenho global

4.1 O rácio de Treynor

As medidas de desempenho começaram a ser estudadas por Cowles (1933). Nesse estudo comparava-se o “retorno médio de um conjunto de carteiras ativamente geridas com uma carteira passiva” (Machado-Santos & Leite, 2006, p.141).

Mais tarde, em 1965, Treynor crítica este estudo realizado por Cowles, por este não ter em atenção dois parâmetros: a rendibilidade e o risco. Desta crítica surge uma nova medida de desempenho: o Treynor Index, também conhecido como Rácio de Treynor ou Treynor reward- to- volatility (Haslem, 2003), que mede o excesso de

retorno de um fundo por cada unidade de risco sistemático (Caia, Reddy, & Mba 2011). Este risco é definido como o risco que não pode ser diversificado, isto é, é o risco que afeta todas as carteiras. Esta medida, tal como acontece, com o CAPM, têm como pressuposto que a carteira está completamente diversificada e diferencia os dois tipos de risco de uma carteira, o risco de mercado e o risco específico (Haslem, 2003).

Tendo em atenção estes pressupostos, pode-se calcular o Treynor Index, utilizando a seguinte fórmula:

$$\text{Rácio de Treynor} = \frac{R_i - R_f}{\beta_i}$$

Onde:

R_i = Rendibilidade esperada

R_f = Taxa livre de risco

β_i = Beta do investimento

Fonte: Risk Frameworks and Applications – 2nd edition, 2010, p. 239.

4.2 O rácio de Sharpe

Em 1966 uma nova medida de desempenho global foi desenvolvida, o “reward-to-variability” (Amenc & Sourd, 2003, p.109), também conhecido como Rácio de Sharpe. Este rácio foi desenvolvido por Sharpe, num artigo publicado no *The Journal of Business*, com o título de “*Mutual Fund Performance*”. O rácio de Sharpe mede o prémio de risco por unidade de risco sistemático (Amenc & Sourd, 2003). Outra definição veio a ser disponibilizada por Gregoriou (2008) que define o rácio de Sharpe como a rendibilidade esperada menos a taxa livre de risco a dividir pela volatilidade. O rácio também tem por base o modelo CAPM (Anastassiou, 2000) e o pressuposto de que a carteira deve estar diversificada. Cumprindo este pressuposto, o rácio de Sharpe é calculado utilizando a seguinte fórmula:

$$\text{Rácio de Sharpe (RS)} = \frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$$

Onde:

R_i = Rendibilidade esperada

R_f = Taxa livre de risco

σ_i = Desvio-padrão do investimento

Fonte: Risk Frameworks and Applications – 2nd edition, 2010, p. 238

Esta fórmula de cálculo do rácio de Sharpe é semelhante à do rácio de Treynor, diferenciando-se, unicamente no tipo de risco que utiliza. No caso do rácio de Treynor o risco utilizado é o risco específico, medido através do Beta; no caso do rácio de Sharpe o risco utilizado é o risco total, medido pelo desvio-padrão.

Este rácio, é uma das medidas de desempenho mais utilizadas para medir a performance de um fundo de investimento, por diversas razões:

É grande a simplicidade de cálculo, isto é, não são precisos grandes dados para o cálculo do rácio de Sharpe. (Vários autores, Qfinance, 2009)

De acordo com Cavalcante & Zeppelini, (2013) O rácio de Sharpe é o mais indicado para medir a performance passada.

O risco dos fundos de investimento não é estável ao longo do tempo por esta razão a utilização do desvio-padrão torna-se mais adequado. (Cavalcante & Zeppelini, 2013). De acordo com estes autores, o rácio de Sharpe é mais adequado para medir a performance de uma carteira de investimentos.

O rácio de Sharpe é mais preciso na medição do desempenho, por poder serem utilizados dados com maior frequência. (Cavalcante & Zeppelini, 2013).

O rácio de Sharpe permite a comparação entre os vários tipos de fundo, desde que se utilize os mesmos critérios para o cálculo do rácio.

O rácio de Sharpe, apesar de ter todas estas vantagens, também têm uma grande desvantagem, segundo (Cavalcante, & Zeppelini, 2013) que é o facto de quando o rácio apresentar valores negativos as conclusões a tirar podem ser erradas. Esta ideia é contraposta por Sharpe (1975) e Mcleod & Van Vuuren (2004). Segundo Sharpe, o rácio avalia o desempenho de um fundo comparado o perfil de risco e sua rentabilidade com um ativo sem risco. Para Mcleod & Van Vuuren, quanto maior for

o rácio de Sharpe de um fundo de investimento maior é a sua probabilidade do seu desempenho superar o ativo sem risco, independentemente das condições de mercado.

4.3 O Alpha de Jensen

O Alpha de Jensen surge em 1967 e mede a rentabilidade em excesso que os fundos obtêm quando comparado com uma carteira de ativos que tem o mesmo nível de risco sistemático. O Alpha de Jensen calcula-se da seguinte forma:

$$R_{it} = \alpha_i + R_f + \beta_i [R_{Mt} - R_f]$$

Onde:

R_{it} = Retorno diário do investimento no período t

R_f = Taxa livre de risco diária

R_{Mt} = os retornos diários do índice de mercado no período t

β_i = Beta

Fonte: Risk Frameworks and Applications – 2nd edition, 2010, p. 239

4.4 Information Ratio

O Information ratio ou “appraisal ratio” (Amenc & Sourd, 2003, p.114) surge, em 1973, num artigo intitulado “*How to Use Security Analysis to Improve Portfolio Selection*” publicado no *The Journal of Business*. O Information ratio foi desenvolvido por Treynor & Black (1973). Este rácio mede a rentabilidade em excesso quando comparado com um determinado benchmark, tendo em conta o desvio-padrão da rentabilidade em excesso (Schneider, 2009) sendo o benchmark a “medida de referência de uma carteira de investimento utilizada para comparar a performance e a competitividade de carteiras similares no mercado” (Montezuma, Neves, & Laia, 2010, p. 370).

O Information Ratio calcula-se da seguinte forma:

$$\text{Information Ratio (IR)} = \frac{r_P - r_M}{\sigma_{ER}}$$

Onde:

r_p = Retorno do fundo

r_m = Retorno do benchmark

σ_{ER} = desvio-padrão da rendibilidade em excesso

Fonte: How useful is the Information Ratio to Evaluate the Performance of Portfolio Managers, 2009, p.9

Ao longo dos anos, as medidas desempenho global descritas acima foram alvo de inúmeras críticas:

- A primeira crítica foi feita por Friend & Blume (1970), segundo os quais existe a possibilidade de haver uma correlação entre as medidas de desempenho e as medidas de risco, que segundo os próprios não deveria acontecer porque as medidas de desempenho já estão ajustadas ao risco.
- A segunda foi feita por Roll (1978), segundo a qual o facto de se utilizar estimativas para o cálculo da carteira de mercado e não a verdadeira carteira de mercado pode levar a que o posicionamento da carteira seja diferente.
- A terceira foi feita por Levy (1981 e 1984), segundo o qual o posicionamento da carteira pode variar de acordo com o período temporal escolhido.

4.5 Risk-Adjusted Performance

Mais tarde, em 1997, surge outra medida de desempenho, o risk-adjusted performance, também conhecido por M^2 ou por RAP, esta medida desempenho começou a ser desenvolvida por Modigliani e Modigliani num artigo publicado no Journal of Portfolio Management, cujo o título era "*Risk-Adjusted Performance*" (Amenc & Sourd, 2003). Esta medida é um desenvolvimento do rácio de Sharpe, tendo como grande vantagem a facilidade com que se pode interpretar, sendo muito intuitivo. Uma semelhança que têm em relação ao rácio de Sharpe é que esta medida também utiliza o risco total que é medido pelo desvio-padrão.

Esta medida mede o quanto uma determinada carteira vai render ou teria rendido se tivesse o mesmo que a referência do mercado (Hunt-Ahmed, 2013).

O Risk-Adjusted Performance pode ser medido utilizando a seguinte fórmula:

$$RAP_P = \frac{\sigma_M}{\sigma_P} (R_P - R_F) + R_F$$

Onde:

σ_m = é o desvio-padrão anualizado dos retornos do mercado;

σ_p = é o desvio-padrão anualizado dos retornos do fundo P;

R_p = é o retorno anualizado do fundo P;

R_F = é a taxa livre de risco;

Fonte: Portfolio Theory and Performance Analysis, 2003, p. 121

4.6 Modified Sharpe Ratio

Depois do Risk-Adjusted Performance, surgiu uma nova medida de desempenho, o Rácio de Israelsen também conhecido por Modified Sharpe Ratio, que como o próprio nome indica é outro desenvolvimento do rácio de Sharpe. Esta nova medida surge neste novo millennium, mais concretamente, no ano de 2005 e foi introduzida por Israelsen. Esta medida de desempenho tal como a anterior também foi publicada num artigo de jornal com o título de “*A refinement to the Sharpe Ratio and Information ratio*”. Este artigo foi publicado no *Journal of Asset Management*.

Tal como foi escrito anteriormente, o Modified Sharpe ratio é um desenvolvimento do rácio de Sharpe, este desenvolvimento consiste na modificação do denominador do rácio de Sharpe de forma a permitir que este se possa aplicar a valores negativos. Esta alteração consiste em colocar no denominador uma divisão entre o retorno em excesso do portefólio e o seu valor absoluto.

O Modified Sharpe Ratio é calculado utilizando a seguinte fórmula:

$$Modified Sp = \frac{\overline{Rp} - \overline{RF}}{\frac{\overline{Rp} - \overline{RF}}{\sigma(Rp)(Rp) - (\overline{RF})}}$$

Onde:

Sp = é o Modified Sharpe Ratio do portefólio p;

R_p = é o retorno mensal médio do portfólio p;

R_F = é média da taxa livre de risco;

$\sigma(R_p)$ = é desvio-padrão do portfólio p;

Fonte: Contemporary Islamic Finance: Innovations, Applications and Best Practices, 2013, p. 310

Em relação a esta medida há que salientar, que quando o retorno da carteira é superior ao da taxa livre de risco, o valor deste rácio coincide com o do rácio de Sharpe, quando é inferior não é coincidente sendo que o resultado do modified Sharpe ratio é mais penalizador do que o do rácio de Sharpe.

5. Crises Financeiras

Uma crise financeira pode ser definida como uma perturbação forte, num ou em vários mercados financeiros que se caracteriza por uma importante diminuição do valor dos ativos, e que causa frequentemente a falência de numerosas empresas financeiras e não financeiras.” (Abreu et al., 2012, p. 309)

Dentro desta definição geral podem existir várias crises: as crises bancárias, as crises da dívida soberana, as crises cambiais e as crises mistas.

Uma crise bancária acontece quando existe uma instabilidade no setor bancário, instabilidade que pode afetar apenas grupo limitado de instituições bancárias, sendo que nestas os seus ativos rapidamente se desvalorizam, ou alastram-se a todo o sistema bancário através de processo do contágio.

Dentro de uma crise bancária ainda se pode fazer uma distinção entre crise bancária sistémica e crise bancária periférica.

Uma crise bancária sistémica afeta todo o sector bancário e caracteriza-se por um elevado número de fusões, pelo encerramento da instituições bancárias e por elevado número de falências bancárias que levam a uma forte intervenção pública através do processo de nacionalização.

Uma crise bancária periférica acontece quando existe uma forte instabilidade numa ou num conjunto de instituições bancárias e caracteriza-se pela existência de

poucas fusões e poucas falências, o que leva a que não haja uma intervenção do estado (Abreu et al., 2012).

Apesar desta distinção, os economistas ainda não chegaram a um consenso sobre o conjunto de fatores que, com clareza, permitem distinguir uma crise bancária sistêmica e uma crise bancária periférica.

No entanto, e apesar desta discordância, a maioria dos economistas concorda que existem crises bancárias que se caracterizam por um elevado número de falências no setor financeiro e no setor empresarial e que as instituições financeiras e as empresas têm grande dificuldade para cumprir com os seus compromissos financeiros. Como consequência desta situação, o crédito mal parado aumenta, levando a que bancos para compensarem redução os capitais próprios o que origina uma depreciação dos seus ativos. (Abreu et al., 2012).

Uma crise da dívida soberana acontece quando um Estado de um determinado país têm dificuldade ou não consegue pagar as dívidas contraídas e quando este mesmo Estado tem dificuldade em obter novos empréstimos nos mercados financeiros com uma taxa de juro “dentro dos padrões normais de mercado” (Abreu et al., 2012, p.316).

Esta situação tem como consequência a diminuição do preço das obrigações de dívida pública no mercado secundário e o aumento do prémio de risco dos novos empréstimos do Estado que está sobre-endividado.

Por causa do sobre-endividamento e da dificuldade de o Estado obter crédito, o risco do país aumenta, o que faz com que todas as instituições financeiras tenham dificuldade em obter também financiamento; esta situação leva a que os bancos dificultem o acesso ao crédito por parte das empresas e também dos particulares.

Outro tipo de crise são as crises cambiais. Estas surgem quando existe alguma instabilidade no mercado de câmbios; esta instabilidade é provocada por uma desconfiança generalizada dos agentes financeiros numa ou em diversas moedas; esta desconfiança leva á depreciação da moeda ou das moedas, o que, por sua vez, cria instabilidade nas taxas de câmbio (Abreu et al., 2012).

Para além das crises referidas acima, podem ainda existir outro tipo de crises, as chamadas crises mistas, que se caracterizam por misturar os vários tipos de

crises. Dentro desta designação mais genérica, ainda existem dois nomes mais concretos para este tipo de crise que são: as crises gémeas e crises triplas. As crises gémeas caracterizam-se por misturar uma crise bancária com uma crise cambial. As crises triplas, misturam três tipos de crise, uma crise bancária, uma crise de dívida soberana e uma crise cambial. (Abreu et al., 2012).

Depois de explicadas brevemente os vários tipos de crise, existem algumas “razões explicativas” que levam às crises financeiras, tais como, as propostas por (Abreu et al., 2012):

- As crises surgem em períodos de tempo com as seguintes características: fraco crescimento, défices orçamentais elevados, acumulação de défices comerciais e elevadas taxas de inflação.
- Subidas das taxas de juro.
- Aumento de incerteza.
- Instabilidade nos mercados de títulos.

6. Indicadores Financeiros

Conforme explicado na introdução desta dissertação um dos objetivos é perceber quais os principais indicadores para os quais se deve olhar para se perceber se um país está numa fase de crescimento, de expansão, de desaceleração ou se numa fase de recessão. Desta forma á começar por definir estes quatro conceitos.

Segundo Blanchard (2004) podemos definir expansão como o “período de crescimento do Produto Interno Bruto”.

Crescimento pode ser definido “aumento contínuo do Produto Nacional Bruto” (Nogami, 2007, p. 231) ou segundo Blanchard (2004) como “o aumento contínuo do produto agregado ao longo do tempo”.

Recessão é “período de crescimento negativo do Produto Interno Bruto”. (Blanchard, 2004).

Desaceleração “é quando o Produto Interno Bruto está crescendo a taxas decrescentes” (Bacha & Caetano, 2004, p.33)

Depois de definidos os quatro conceitos há que explicar quais os indicadores que permitem perceberem em que fase o país se encontra. Estes indicadores podem ser separados em dois grupos (Bodie et. al, 2000), os indicadores que coincidentes e os indicadores previsionais. Os indicadores coincidentes são os demonstram o estado atual da economia. Os indicadores previsionais são os que tentam prever o comportamento da economia.

Segundo Blanchard (2004), os principais indicadores macroeconómicos são: o Produto Interno Bruto (PIB), a inflação e o desemprego.

O Produto Interno Bruto (PIB), segundo Mankiw (2005) é “o valor de mercado de todos os bens e serviços finais produzidos em um país em um dado período de tempo”, outra definição é proposta por Blanchard (2004) que define o Produto Interno Bruto como “a soma das quantidades de bens finais produzidos em uma economia”. Esta definição proposta por Blanchard (2004) introduz a forma de cálculo do Produto Interno Bruto que é a seguinte:

$$Y = C + I + G + EL$$

Onde:

Y = Produto Interno Bruto

C = Consumo

I = Investimento

G = Gastos do Estado

EL = Exportações Líquidas

Fonte: Introdução à economia, 2005, p. 505

Esta fórmula de cálculo introduz quatro novos conceitos, consumo, investimento, gastos do governo e exportações líquidas.

O Consumo é as despesas todas que as famílias têm em bens e serviços, com exceção da compra de imóveis novos. O investimento é a compra de bens que serão utilizados para produzir novos bens e serviços. Os gastos do estado são as

despesas que o estado tem com bens e serviços. As exportações líquidas são a diferença entre as exportações e as importações. (Mankiw, 2005)

A Inflação é a subida generalizada dos preços. (Blanchard, 2004)

O desemprego é outro dado que permite perceber o estado da economia de um país, este dado é medido através da taxa de desemprego, cuja definição é a “razão do número de desempregados para com o número dos que estão na força de trabalho” (Ehterberg & Smith, 2000, p. 638).

Estes indicadores, apesar de muito utilizados têm alguns problemas, que são o facto de serem publicados numa fase posterior ao momento em que acontecem e outro problema é o facto de serem publicados muito espaçadamente (Fuller, Preston, Modesto, & Leite-Monteiro, 2000).

Segundo o mesmo autor, em Portugal, existem mais indicadores, que ajudam a perceber em que estado está a economia, a estes indicadores os autor chama de Índice coincidente e Índice previsional, o nome índice surge por serem compostos por uma série de outros indicadores.

O Índice coincidente é composto por uma série de indicadores que reagem no mesmo momento de tempo que as mudanças de ciclo da economia.

O índice coincidente é composto pelos seguintes sete indicadores:

1. Emprego Total
2. Imposto sobre o Valor Acrescentado
3. Vendas de Gasolina
4. Índice de Produção Industrial: bens de investimento
5. Índice de Produção industrial: bens Intermédios
6. Índice de Vendas de Aço
7. Total de Dormidas na Hotelaria

O índice Previsional á semelhança do que acontece com o anterior, é composto por uma série de indicadores, no entanto, estes indicadores reagem às mudanças de ciclo antes destas acontecerem, isto é, antecipam as mudanças de ciclo. Este indicador é composto por sete indicadores que são os seguintes:

1. Pedidos de Emprego pelos desempregados
2. Ofertas de Emprego

3. Licença de Construção para a Habitação
4. Matrículas de Viaturas de Passageiros
5. Inquérito á industria: Produção Prevista
6. Vendas de Viaturas Comerciais com peso superior a 3,5 toneladas
7. Exportações

Segundo este autor, o índice previsional têm a vantagem de por uma lado, antecipar as viragens de ciclo, sendo assim uma ferramenta de grande utilidade para quem toma decisões, como por exemplo os investidores e outra vantagem é o facto de utilizar indicadores que são publicados mensalmente ou de dois em dois meses.

O Índice coincidente tem a vantagem de os indicadores também serem publicados mensalmente e de coincidirem com o momento de viragem de ciclo.

II - Metodologia

A metodologia científica é o “estudo dos métodos de conhecer, de buscar, o conhecimento. É uma forma de pensar para se chegar á natureza de um determinado problema, seja para explica-lo ou estudá-lo”. (Kahlmeyer-mertens et al., 2007, p.15).

De acordo com esta definição a metodologia deve explicar o caminho seguido para fazer um estudo. Segundo Azevedo & Azevedo (2006) são seis as etapas deste caminho:

1. Identificação do objeto de estudo;
2. Seleção das fontes;
3. Problematização e explicitação da hipótese
4. Escolha do método;
5. Recolha de dados;
6. Conclusões;

Todas estas etapas segundo este autor devem ser seguidas e adaptadas a cada projeto.

1. Identificação do objeto de estudo

Na primeira fase do trabalho, o mais importante é definir a temática do trabalho, definir o que se pretende investigar e definir com clareza o objeto de estudo.

Na área temática o autor apresenta duas razões para a escolha de um determinado tema que são:

1. A área escolhida é uma área que desperta a curiosidade do investigador.
2. O tema escolhido relaciona-se com a vida do investigador de alguma forma.

Passada esta fase da escolha do tema há que identificar o objeto de estudo que, segundo o mesmo autor, pode fazer parte da pergunta de investigação. Esta pergunta de investigação deve depois de ser formulada e cumprir com um “conjunto de crivos” que são os seguintes:

Aspetos subjetivos

A escolha do tema deve ter em atenção o gosto do investigador pelo tema, assim, numa fase posterior da investigação será mais fácil ao investigador ultrapassar as dificuldades que vai encontrar.

Capacidades e limites pessoais

Nesta fase do trabalho o investigador deve pensar que tipo de trabalho tem mais tendência se para o “campo positivo ou o especulativo”, isto é, o investigador deve pensar se pretende fazer um trabalho mais experimental ou um trabalho de “revisão da literatura”. Independentemente da escolha do investigador, este deve também nesta fase pensar se as suas capacidades pessoais chegam para fazer a investigação ou se são necessárias adquirir novas capacidades, como por exemplo, aprender uma nova língua estrangeira útil para a leitura de autores de renome relacionados com o tema.

Possibilidades objetivas

Segundo o autor existem duas possibilidades objetivas, a primeira é perceber se o objeto de estudo é ou não interessante para outros de ser estudado, ou se é um tema novo deve procurar saber se existe informação suficiente para realizar o estudo. A segunda é perceber se têm acesso a toda a informação, tempo, dinheiro e conhecimentos suficientes para realizar o estudo.

Delimitação do objeto de investigação

O tema deve ser abrangente o suficiente para poder ser estudado, mas limitado o suficiente para não ser demasiado disperso. De acordo com Azevedo & Azevedo (2006), o tema vai se tornando mais limitado com o decorrer do estudo, esta limitação prende-se com aumento do conhecimento sobre o tema por parte do investigador, ou seja, á medida que o conhecimento do autor aumento este vai percebendo quais assuntos mais importantes para a investigação, desta forma vai filtrando a toda informação de que dispõe. Outra razão para limitação apontada pelo autor é o facto de o prazo para a realização do estudo se reduzir.

Conforme foi escrito anteriormente, todos estes pontos referidos por Azevedo & Azevedo (2006) devem ser adaptados a cada trabalho. Assim no caso da presente

dissertação optou-se por uma problemática atual e pertinente e que não tivesse sido objeto de estudo aprofundado durante a licenciatura, de forma a aumentar o meu nível de conhecimentos sobre o domínio económico e financeiro. Optei, pois, por fazer uma investigação sobre os fundos de investimento com o título: *O desempenho dos fundos de investimento em tempos de crise: o caso Português: 2005 – 2010.*

Com este título ficou definido o objeto de estudo e a sua limitação num dado período de tempo.

Segundo Quivy & Campenhoudt (2008) uma investigação para ser “bem feita” deve ter uma boa pergunta como ponto de partida, essa pergunta deve respeitar um conjunto de condições, mais concretamente, as qualidades de clareza, de exequibilidade e por fim as qualidades de pertinência. As qualidades de clareza são: ser precisa, concisa e unívoca, isto é, a pergunta deve ser curta, clara, e ajudar a indicar o objetivo que o autor tem. As qualidades de exequibilidade são: o realismo, ou seja, um investigador quando pensa numa determinada pergunta deve perguntar a si mesmo quais são os meios de que dispõe ou que espera vir a contar para pôr em prática a sua investigação, estes meios podem pessoais, materiais e técnicos. As qualidades de pertinência são: ser uma verdadeira pergunta e ter uma intenção de compreensão dos fenómenos estudados. Tendo em atenção as características descritas foi definida a pergunta de investigação que é a seguinte:

Será que o desempenho dos fundos de investimento no período de 2005 a 2010 já antecipavam a crise financeira e económica atual?

Esta pergunta vai ao encontro das características escritas, é precisa, concisa e unívoca e é uma verdadeira pergunta.

Como foi escrito na introdução deste trabalho, esta dissertação têm um objetivo geral e quatro objetivos específicos que irão ser um caminho para chegar ao objetivo principal.

O objetivo geral da investigação é o seguinte:

Verificar se desempenho dos fundos de investimento no período de 2005 a 2010 permitiam antecipar a crise financeira e económica atual.

Nesse sentido, foram definidos quatro objetivos específicos:

- Medir o desempenho de uma amostra aleatória de fundos de investimento;
- Verificar se aqueles desempenhos antecipavam ou não a crise que surgiu;
- Perceber se esta amostra aleatória de fundos de investimento tinha ou não sido afetada pela crise;
- Perceber quais os indicadores mais importantes e que indiciam o aparecimento de uma crise financeira.

2. Seleção das fontes

Nesta fase do trabalho, há que selecionar, as fontes a utilizar, que, de acordo com Azevedo & Azevedo (2006) podem ser livros, estudos e documentos, utilizando as diversas fontes. Há que distinguir e selecionar quais as que vão ser utilizadas. Esta tarefa de procurar, distinguir e selecionar as fontes pode ser demorada. No entanto, o autor sugere que de forma a não demorar tanto tempo, se converse com uma pessoa que tenha um grande conhecimento teórico sobre o tema, de forma, a que esta pessoa recomende fontes. Segundo o mesmo autor esta conversa não implica que o investigador não continue a procurar e a selecionar as suas próprias fontes. Estas fontes devem utilizadas, sempre que possível, na língua original e, no caso de não ser possível, deve-se procurar uma tradução fiável.

3. Problematização e explicitação da hipótese

Nesta fase, segundo Azevedo & Azevedo (2006), começa por se ler as obras selecionadas na fase anterior recolhendo destas a informação teórica mais importante sobre o tema que se está a investigar. Depois deve-se procurar outras obras, se existirem, que deem outra visão sobre o tema e assim promover uma discussão teórica sobre ele.

No caso, desta dissertação, é no enquadramento teórico que se aplicou, sempre que possível, esta abordagem, utilizando vários autores e confrontando as suas ideias.

4. Escolha do método

Depois de definido o tema, o objeto de estudo, a questão de investigação e os objetivos, segundo Azevedo & Azevedo (2006) há que definir os “recursos técnicos e metodológicos” a serem seguidos e que dependem da área de estudo, como por exemplo as ciências sociais e humanas.

No campo das ciências sociais existem três paradigmas que podem ser seguidos de acordo com Coutinho (2011): o paradigma positivista, o paradigma interpretativo e o paradigma socio-crítico.

O “paradigma positivista” também pode ser chamado de “quantitativo, empírico-analítico, racionalista ou empirista”. Este paradigma procurou adaptar o modelo das ciências naturais à investigação das ciências sociais e humanas, utilizando uma “metodologia de cariz quantitativo” (Coutinho, 2011, p.11) e teve o seu início com Augusto Comte, no século XIX, que defendia a “primazia do estágio positivo do conhecimento baseado na observação” (Coutinho, 2011, p.11).

O “paradigma qualitativo”, também chamado de hermenêutico, naturalista, qualitativo e construtivista, segundo Coutinho (2011) evolui em quatro fases:

1ª fase – este paradigma tem o seu início no século passado mas sem grande força. É na década de 1960 que este paradigma começa a ganhar uma ligeira força, com um conjunto de estudos que seguiram este paradigma e que tiveram o apoio de organismos oficiais dos EUA.

2ª fase – a segunda fase deste paradigma começa na década de 1970, com um grande aumento dos estudos que o seguem.

3ª fase – a terceira fase surge na década de 1980, com a discussão em torno da inteligência artificial que vai influenciar os estudos que utilizavam este paradigma.

4ª fase – a quarta fase surge na década de 1990, quando os investigadores sociais começam a construir os seus estudos com base em teorias que se “adaptam a problemas ou situações”.

O paradigma sócio-crítico nasce da crítica ao “reducionismo do paradigma positivista” e da crítica ao “conservadorismo do paradigma qualitativo”. Têm como base “uma versão modernizada da filosofia marxista” que tem as suas origens na escola de Frankfurt na Alemanha, no início do século XX.

A novidade que este paradigma apresenta é “a introdução explícita da ideologia no processo de produção do conhecimento científico” (Coutinho, 2011, p.19).

Todos estes paradigmas seguem determinados critérios que são resumidos no quadro abaixo:

Quadro nº 1 – Características dos paradigmas

	Positivista	Interpretativo	Crítico
Denominações	Empírico-analítico Objetivista Realista Quantitativo Racionalista	Humanista Naturalista Hermenêutico Qualitativo Ecológico Fenomenológico Etnográfico	Sócio-crítico Orientação á mudança Investigação-Ação Emancipatório Ciência crítica da educação
Fundamento teórico	Positivismo Pós-positivismo Empirismo	Fenomenológica Interacionismo simbólico Antropologia	Teoria crítica Praxeologia
Natureza da realidade (ontologia)	Única, objetiva Estática, dada Fragmentável Convergente, Externa Observável Sujeito a uma ordem	Múltipla Dinâmica Construída Holística Divergente Interna, Subjetiva	Múltipla; Dinâmica Construída, Holística Divergente, Evolutiva Interativa Comparticipada, histórica
Lógica	Hipotética-dedutiva	Indutiva/descritiva Interpretativa	Indutiva
Tipo de conhecimento	Generalizações Leis nomotéticas Técnico	Explicação ideográfica Hipóteses de	Explicação ideográfica Emancipador

		trabalho prático, indutivo	Mudança, prático
Finalidade Investigação	Descrever, analisar, explicar, prever Controlar fenómenos Verificar teorias Construir teorias Procurar Leis	Compreender Interpretar Descobrir significados Hipóteses de trabalho	Libertar Emancipar Melhorar Transformar Criticar Identificar mudanças
Valores (axiologia)	Excluídos Livre de valores Neutralidade	Incluídos Explícitos Influentes	Integrados Compartilhados
Ética	Extrínseca	Intrínseca	Intrínseca
Relação sujeito/ objeto	Independentes Distanciados Neutralidade Investigador externo	Dependência Inter-relacionados Implicação do Investigador	Inter-relação por compromisso Investigador é mais um dos participantes
Relação teoria e prática	Independentes Teoria é norma para a prática	Relacionadas, unidas Retroalimentação mútua	Indissociáveis A prática é a teoria em ação Relação dialética
Papel da teoria	Construção e verificação de teorias	As construções teóricas emergem da situação	As construções teóricas emergem de forma cooperativa
Estilo do investigador	Interventivo	Seletivo	Participativo
Desenho do estudo	Determinado	Emergente	Negociado
Quadro da investigação	Laboratório	Natural	Circunscrito
Condições para a recolha de dados	Controladas	Livres	Em co-gestão

Fonte: Coutinho, 2011, p.21

Tendo em atenção o que estes autores referem, o tema desta dissertação faz parte da temática das ciências sociais. Neste campo científico existem, conforme referido por Coutinho, três paradigmas que podem ser seguidos. Tendo em atenção as características de cada paradigma esta dissertação enquadra-se no paradigma qualitativo, pois apresenta as características descritas no quadro.

5.Recolha e tratamento dos dados

Segundo Azevedo & Azevedo (2006), esta fase do trabalho é mais demorada, pois é nesta fase que são apresentados e analisados os dados recolhidos. Para a realização desta seguiu-se as características das abordagens propostas por Bogdan & Biklen. (1997). Segundo estes autores um estudo qualitativo deve ter dados, deve ter uma amostra e deve utilizar algumas técnicas específicas. Os dados podem ser descritivos, documentos pessoais, notas de campo, fotografias, o discurso dos sujeitos e documentos oficiais e outros. A amostra deve ser pequena e não representativa. As técnicas utilizadas devem ser a observação, estudo de documentos vários, a observação participante e entrevista.

Tendo em atenção o objetivo geral e os objetivos específicos desta investigação começou-se por escolher o modelo a ser aplicado nesta tese. No caso presente, optou-se pelo rácio de Sharpe por dois motivos: o primeiro por causa de todas as vantagens que apresenta e, o segundo, por ser um dos rácios mais utilizados na medição da “performance” dos fundos de investimento.

Para aplicar este modelo são necessárias três variáveis, a primeira é a rendibilidade do fundo de investimento; a segunda é o desvio-padrão; e, o ultimo, é o retorno de uma aplicação sem risco. As primeiras duas variáveis estão disponíveis nos endereços URL da Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios e da CMVM na data de consulta; a terceira variável foi substituída pela taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro conforme proposto por Damodaran (2008), que se encontrava disponível no endereço URL do PORDATA na data em que foi feita a pesquisa.

Depois de encontrados os dados foi selecionada uma amostra aleatória de um conjunto de fundos de investimento, por não ser possível tecnicamente analisar

todos os fundos existentes. Nesta fase também se decidiu acerca do período em análise: 2005 a 2010. Este período foi escolhido porque se enquadra na questão de investigação, visto que foi neste período que a atual crise financeira e económica surgiu.

Terminada a recolha dos dados e selecionada a amostra foi calculado o rácio de Sharpe. Para este cálculo foi utilizado um programa informático de análise de dados escolhido entre um conjunto de programas de análise de dados, como por exemplo, o Excel, o Statistica, o Spss Statistics ou o Eviews. No caso presente optou-se pela utilização do Excel, na versão de 2007.

Com este programa, foi criada uma tabela, com cinco colunas, sendo que as últimas quatro estão subdivididas em seis colunas mais pequenas cada uma correspondente ao ano da amostra. A primeira coluna identifica os fundos de investimento selecionados; a segunda apresenta as respetivas rendibilidades anualizadas; a terceira indica o desvio-padrão; a quarta coluna apresenta a taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro e, a quinta coluna apresenta o cálculo do rácio de Sharpe.

Esta tabela foi feita de forma a juntar todos os dados recolhidos para serem analisados. Esta análise começou a ser feita calculando o rácio de Sharpe anual para cada fundo de investimento selecionado. Deste cálculo surgiram uma série de valores do rácio de Sharpe. No entanto, ao observar apenas de forma numérica estes valores, torna-se difícil perceber o comportamento da *performance* dos fundos de investimento. No sentido de facilitar esta observação, foram realizados vinte gráficos, correspondentes aos vinte fundos de investimento que compõem a amostra.

Conforme referem Bogdan & Biklen (1997) uma das formas técnicas mais utilizadas é a entrevista, que pode ser de duas formas consoante o objetivo da mesma: a entrevista pode ter por objetivo a “recolha de dados”, ou ser utilizada para complementar a “observação participante, a análise de documentos e outras técnicas”. Esta entrevista pode ser feita diretamente com o entrevistado ou através de questionário, conforme refere Coutinho (2011). Para Bogdan & Biklen (1997) a entrevista deve ser realizada diretamente com o entrevistado de forma a permitir uma interação entre o entrevistador e entrevistado. Segundo Coutinho existem duas ferramentas auxiliares para a recolha dos dados de um inquérito que são o guião da

entrevista e o questionário. No caso desta dissertação, seguiu-se o caminho proposto por Coutinho, fazendo um guião de entrevista e seguido de um questionário que foi enviado para os entrevistados.

Segundo Coutinho (2011), o número de entrevistados normalmente é pequeno, assim optou-se por fazer dois questionários, a duas pessoas que são designadas por sujeito A e sujeito B.

Antes de identificar concretamente os sujeitos A e B o investigador deve perceber com quem é útil ir ter para responder as perguntas que foram previamente feitas, no caso desta investigação é importante ir ter com pessoas, que no mínimo de formação académica fossem licenciados, numa das seguintes áreas: Economia, Gestão, Finanças ou uma área equiparável, sendo o ideal Mestrados ou Doutorados numa destas áreas referidas. Em relação á vida profissional o ideal é ter pessoas que, no seu dia a dia, trabalhem ou tenham trabalhado com fundos de investimento ou carteiras de títulos. Outra característica importante é que os entrevistados tivessem trabalhado durante o período da atual crise financeira.

O sujeito A a nível académico é mestrado em gestão. Ao nível profissional exerce a função de Professor Universitário e de Diretor de uma Empresa.

O Sujeito B, a nível académico é licenciado em Gestão e tem um mestrado em Economia. Ao nível profissional exerce atualmente a função de Professor Universitário e exerce uma função de Diretor de uma empresa.

Depois de escolhidas as pessoas, foram enviados os questionários para os entrevistados. Optou-se por este método pelo facto dos entrevistados não terem tempo para fazerem a entrevista presencialmente.

Depois de recebidos os questionários procedeu-se á sua análise de conteúdo, que segundo Bardin (1979) é “ um conjunto de técnicas de análise das comunicações visando obter, por procedimentos, sistemáticos e objetivos de descrição de conteúdo das mensagens, indicadores (quantitativos ou não) que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/ recepção (variáveis inferidas) destas mensagens” p. 42.

Para esta análise de conteúdo seguiu-se o caminho proposto por Bardin (1979) que é composto por três fases:

1. Pré – análise;

Esta fase consiste na leitura de documentos relacionados com a investigação de forma a aumentar a preparação do investigador para posterior análise das entrevistas. Nesta fase são definidos os objetivos do questionário.

No caso desta dissertação toda esta preparação foi feita no enquadramento teórico, feita esta preparação procedeu-se á elaboração do guião das entrevistas, por fim foram feitos os questionários para serem enviados para os dois entrevistados

2. Exploração do Material;

Segundo Bardin (1979) esta fase “consiste essencialmente de operações de codificação, desconto ou enumeração, em função de regras previamente formuladas” (p. 101).

Nesta fase foram recolhidos os dados em bruto que depois foram organizados e colocados em grupos.

3. O tratamento dos resultados, a inferência e a interpretação dos resultados;

Segundo o mesmo autor é nesta terceira fase, que são retirados os resultados da análise, que depois podem seguir dois caminhos:

1. Os resultados da análise serem utilizados com fins teóricos
2. Os resultados podem propor uma nova análise.

No caso desta dissertação os resultados da análise forma utilizados como complemento e confrontação dos dados quantitativos.

6. Apresentação das conclusões e redação do trabalho

Segundo Azevedo & Azevedo (2006), esta é última etapa da investigação. Nela são apresentados os resultados do estudo realizado, que têm por base todo o enquadramento teórico e nela se pretende ter uma resposta à pergunta feita

inicialmente. No entanto, segundo o mesmo autor, nem sempre se obtém uma resposta à pergunta inicial, o que não significa que o estudo esteja mal feito.

III - Apresentação e análise dos dados

1. O comportamento dos fundos de investimento

A análise de dados será realizada através de dois tipos de informação e de dados: na primeira vão ser utilizados dados numéricos que vão permitir medir a *performance* dos fundos de investimento. Na segunda parte, serão discutidas as inferências retiradas das duas entrevistas realizadas, que permitem complementar a análise inicialmente realizada.

De acordo com o que foi escrito na introdução e desenvolvido no capítulo da metodologia, esta dissertação tem o objetivo de perceber se, o desempenho de uma amostra de fundos de investimento (mobiliários) já antecipava a crise financeira de 2008 em diante.

De forma a responder a esta questão foram selecionados de forma aleatória os seguintes vinte fundos de investimentos e classificados.

Quadro nº 2 – Classificação dos fundos de investimento

Nome do Fundo de Investimento	Categoria
F.I.M Barclays Global Dinâmico	Fundos de Fundos Predominantemente Ações
F.I.M Millennium Eurocarteira	Fundos de Ações da União Europeia, Suíça e Noruega
F.I.M Santander Euro Futuro Ações Defensivo	Fundos de Ações Sectoriais
F.I.M. Santander Euro Futuro Cíclico	Fundos de Ações Sectoriais
F.I.M Santander Euro Futuro Telecomunicações	Fundos de Ações Sectoriais
F.I.M. BPI Reestruturações	Outros Fundos de Ações Internacionais
F.I.M Barclays Global Moderado	Fundos de Fundos Mistos
F.I.M BPI Europa	Fundos de Ações da União Europeia, Suíça e Noruega
F.I.M BPI Global	Fundos Flexíveis
F.I.M Millennium Mercados Emergentes	Outros Fundos de Ações Internacionais
F.I.M Euro Futuro Banco e Seguros	Fundos de Ações Sectoriais
F.I.M. BPI Brasil	Fundos Flexíveis

F.I.M Aberto BBVA PPA Índice PSI20	Fundos de Índice
F.I.M Aberto de Ações BBVA Bolsa Euro	Fundos de Ações da União Europeia, Suíça e Noruega
F.I.M Millennium Ações América	Fundos de Ações da América do Norte
F.I.M Aberto Santander PPA	Fundos PPA
F.I.M Barclays FPA	Fundos PPA
F.I.M Santander Ações Portugal	Fundos de Ações Nacionais
F.I.M Montepio Capital	Fundos de Ações da União Europeia, Suíça e Noruega
F.I.M Montepio Multi Gestão Dinâmica	Fundos de Fundos Predominantemente Ações

Fonte: Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios (2007).

Após se conhecer a amostra, e de forma a responder á questão de investigação começou-se por calcular o rácio de Sharpe para a amostra selecionada conforme demonstra o quadro que se segue:

Quadro nº 3 – Quadro de dados

Nome do fundo de investimento	Rendibilidade ao ano (%)						Risco 52 Semanas (%)					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2005	2006	2007	2008	2009	2010
F.I.M Barclays Global Dinâmico	22,70	14,40	3,70	-46,71	36,26	5,22	7,24	10,01	13,70	26,53	19,78	15,30
F.I.M Millennium Eurocarteira	23,05	17,00	5,08	-50,33	33,16	7,05	9,49	12,68	14,32	38,25	24,62	17,97
F.I.M Santander Euro Futuro Ações Defensivo	26,73	15,76	7,40	-24,75	15,65	6,40	7,71	8,93	10,23	35,45	13,58	14,02
F.I.M Santander Euro Futuro Cíclico	30,59	17,60	9,25	-43,43	36,46	17,57	12,07	14,63	17,08	41,47	26,70	20,26
F.I.M Santander Euro Futuro Telecomunicações	11,18	13,46	12,87	-37,06	14,55	9,93	10,82	14,05	14,56	32,09	18,36	16,69
F.I.M BPI Reestruturações	19,80	20,39	4,53	-24,92	21,61	16,80	6,27	8,73	11,67	20,97	16,59	14,73
F.I.M Barclays Global Moderado	8,70	5,00	3,60	-28,14	24,20	3,97	3,16	4,86	7,12	12,98	11,55	9,16
F.I.M BPI Europa	19,90	24,05	-2,69	-49,20	27,66	13,29	8,11	11,02	16,06	39,82	27,50	19,91
F.I.M BPI Global	4,28	3,15	-1,26	-29,73	11,98	1,66	1,90	2,92	3,87	8,41	4,79	4,11
F.I.M Millennium Mercados Emergentes	46,05	13,78	26,61	-53,84	68,73	19,72	14,93	16,95	21,51	40,30	22,49	19,34
F.I.M Euro Futuro Banco e Seguros	24,82	21,11	-11,62	-58,09	37,95	-8,41	11,43	13,48	17,84	46,19	48,27	28,19
F.I.M BPI Brasil	33,47	13,82	27,57	-29,61	66,46	17,74	15,54	16,64	21,19	34,00	16,73	19,51
F.I.M Aberto BBVA PPA Índice PSI20	15,95	32,00	18,42	-50,29	37,45	-6,80	8,00	9,86	14,07	32,93	20,02	22,85
F.I.M Aberto de Ações BBVA Bolsa Euro	22,36	15,49	7,57	-42,16	26,86	-7,30	10,30	12,51	13,09	37,91	27,51	22,05
F.I.M Millennium Ações América	18,39	3,56	-8,23	-34,72	23,12	20,04	13,29	11,18	14,94	31,84	25,13	17,37
F.I.M Aberto Santander PPA	18,79	36,11	20,87	-54,47	45,28	-20,91	7,63	10,27	19,61	33,63	19,53	24,86
F.I.M Barclays FPA	22,10	31,20	14,10	-55,67	47,75	-16,60	7,56	10,07	17,95	34,46	20,72	22,94
F.I.M Santander Ações Portugal	20,30	33,13	19,90	-52,54	48,40	-17,89	7,50	9,89	19,06	34,11	19,26	24,63
F.I.M Montepio Capital	19,50	28,93	6,09	-45,56	25,78	-9,57	8,64	12,27	15,50	31,00	18,64	23,03
F.I.M Montepio Multi Gestão Dinâmica	21,03	9,59	1,66	-45,54	22,24	7,49	7,82	10,76	13,90	22,88	16,34	13,18

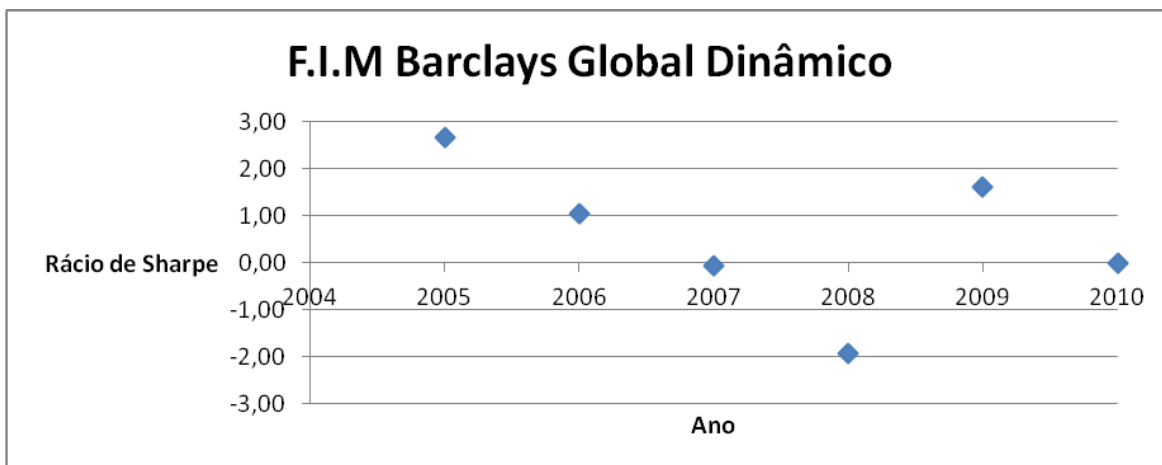
Fonte: Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios e dos prospets simplificados dos Fundos de Investimento (adaptado)

Quadro nº 3 – Quadro de dados (cont.)

Nome do fundo de investimento	Obrigações do tesouro a 10 anos (%)						Rácio de Sharpe					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2005	2006	2007	2008	2009	2010
F.I.M Barclays Global Dinâmico	3,40	3,90	4,40	4,50	4,20	5,40	2,67	1,05	-0,05	-1,93	1,62	-0,01
F.I.M Millennium Eurocarteira	3,40	3,90	4,40	4,50	4,20	5,40	2,07	1,03	0,05	-1,43	1,18	0,09
F.I.M Santander Euro Futuro Ações Defensivo	3,40	3,90	4,40	4,50	4,20	5,40	3,03	1,33	0,29	-0,83	0,84	0,07
F.I.M Santander Euro Futuro Cíclico	3,40	3,90	4,40	4,50	4,20	5,40	2,25	0,94	0,28	-1,16	1,21	0,60
F.I.M Santander Euro Futuro Telecomunicações	3,40	3,90	4,40	4,50	4,20	5,40	0,72	0,68	0,58	-1,30	0,56	0,27
F.I.M BPI Reestruturações	3,40	3,90	4,40	4,50	4,20	5,40	2,62	1,89	0,01	-1,40	1,05	0,77
F.I.M Barclays Global Moderado	3,40	3,90	4,40	4,50	4,20	5,40	1,68	0,23	-0,11	-2,51	1,73	-0,16
F.I.M BPI Europa	3,40	3,90	4,40	4,50	4,20	5,40	2,03	1,83	-0,44	-1,35	0,85	0,40
F.I.M BPI Global	3,40	3,90	4,40	4,50	4,20	5,40	0,46	-0,26	-1,46	-4,07	1,62	-0,91
F.I.M Millennium Mercados Emergentes	3,40	3,90	4,40	4,50	4,20	5,40	2,86	0,58	1,03	-1,45	2,87	0,74
F.I.M Euro Futuro Banco e Seguros	3,40	3,90	4,40	4,50	4,20	5,40	1,87	1,28	-0,90	-1,36	0,70	-0,49
F.I.M BPI Brasil	3,40	3,90	4,40	4,50	4,20	5,40	1,94	0,60	1,09	-1,00	3,72	0,63
F.I.M Aberto BBVA PPA Índice PSI20	3,40	3,90	4,40	4,50	4,20	5,40	1,57	2,85	1,00	-1,66	1,66	-0,53
F.I.M Aberto de Ações BBVA Bolsa Euro	3,40	3,90	4,40	4,50	4,20	5,40	1,84	0,93	0,24	-1,23	0,82	-0,58
F.I.M Millennium Ações América	3,40	3,90	4,40	4,50	4,20	5,40	1,13	-0,03	-0,85	-1,23	0,75	0,84
F.I.M Aberto Santander PPA	3,40	3,90	4,40	4,50	4,20	5,40	2,02	3,14	0,84	-1,75	2,10	-1,06
F.I.M Barclays FPA	3,40	3,90	4,40	4,50	4,20	5,40	2,47	2,71	0,54	-1,75	2,10	-0,96
F.I.M Santander Ações Portugal	3,40	3,90	4,40	4,50	4,20	5,40	2,25	2,96	0,81	-1,67	2,29	-0,95
F.I.M Montepio Capital	3,40	3,90	4,40	4,50	4,20	5,40	1,86	2,04	0,11	-1,61	1,16	-0,65
F.I.M Montepio Multi Gestão Dinâmica	3,40	3,90	4,40	4,50	4,20	5,40	2,25	0,53	-0,20	-2,19	1,10	0,16

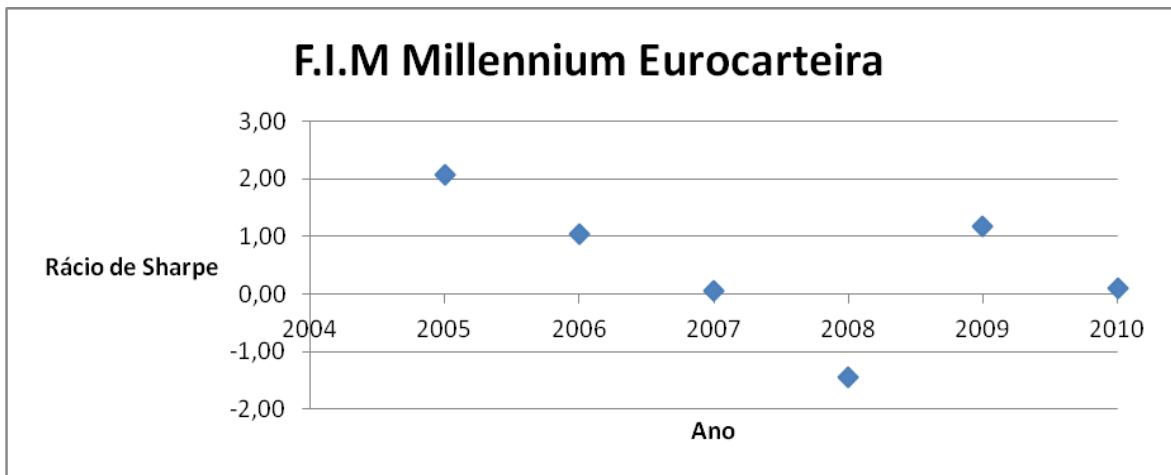
Fonte: Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios e dos prospets simplificados dos Fundos de Investimento (adaptado)

Terminado o cálculo do rácio de Sharpe, foi realizada a análise do desempenho de cada fundo de investimento. Esta análise é feita graficamente conforme se segue, pelos motivos já descritos na metodologia.



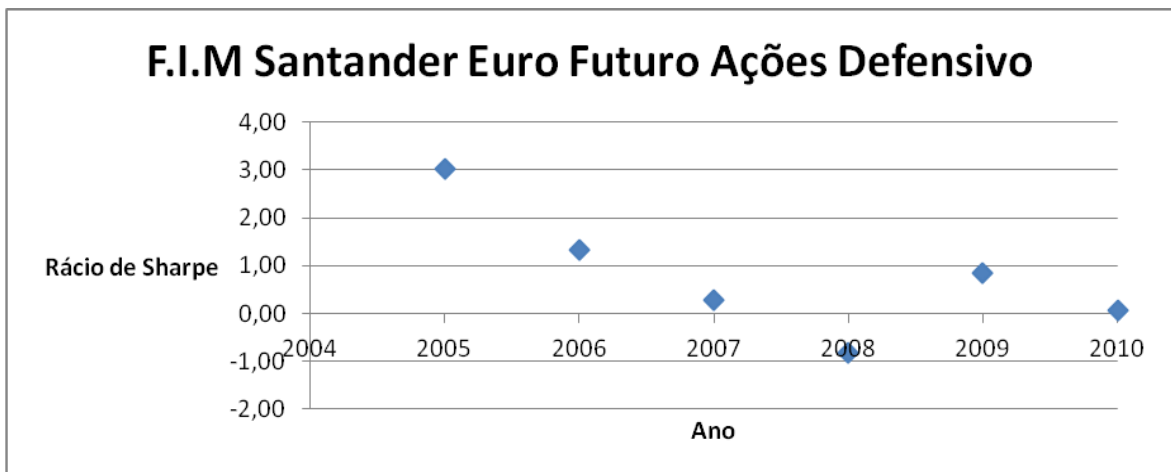
Fonte: Prospeto Simplificado. Barclays Global Dinâmico – Fundo de Investimento Mobiliário Aberto de Fundos Misto (2012), adaptado.

O fundo de investimento Barclays Global Dinâmico começa por registar o seu melhor desempenho em 2005. Após este ano começa a piorar o seu desempenho até 2008 onde tem o seu pior ano. No ano de 2009 existe uma ligeira recuperação que volta a piorar no ano seguinte. Do comportamento da performance deste fundo, pode-se concluir que não há uma antecipação da crise, pode-se ainda concluir que este fundo de investimento é afetado pela crise no ano de 2008 e 2010.



Fonte: Prospeto Simplificado. Millennium Eurocarteira – Fundo de Investimento Aberto de Ações da União Europeia (2010), adaptado.

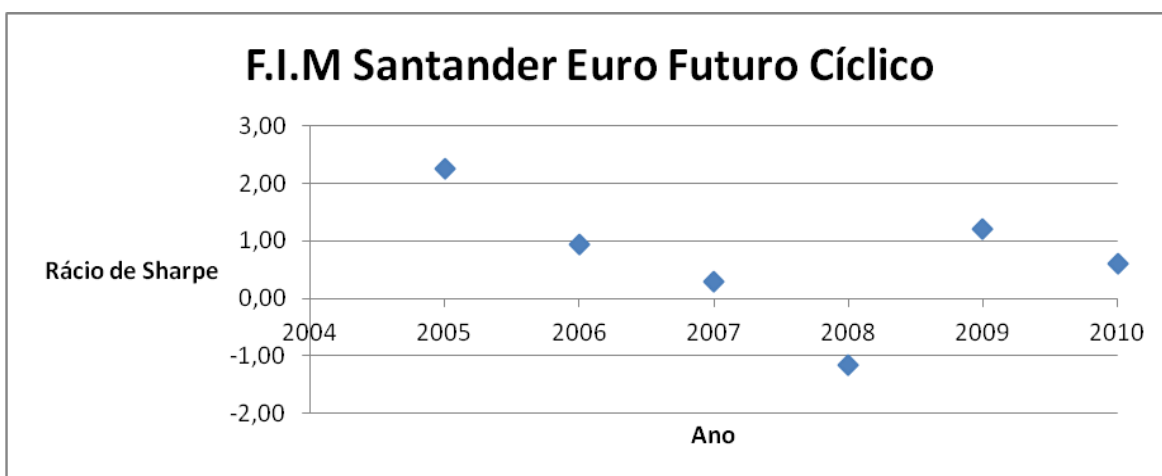
O fundo de investimento, Millennium Eurocarteira, tem um comportamento muito semelhante ao do fundo de investimento Barclays Global Dinâmico, divergindo apenas nos valores do rácio de Sharpe e no valor de 2007 que no gráfico anterior tem um valor negativo e no caso deste tem um valor positivo. As conclusões a tirar são que este fundo de investimento também não antecipa a crise e que é afetado pela mesma no ano de 2008 e no ano de 2010.



Fonte: Prospeto Simplificado. Agrupamento de Fundos de Investimento Mobiliário Abertos de Ações, Santander EuroFuturo (2011), adaptado.

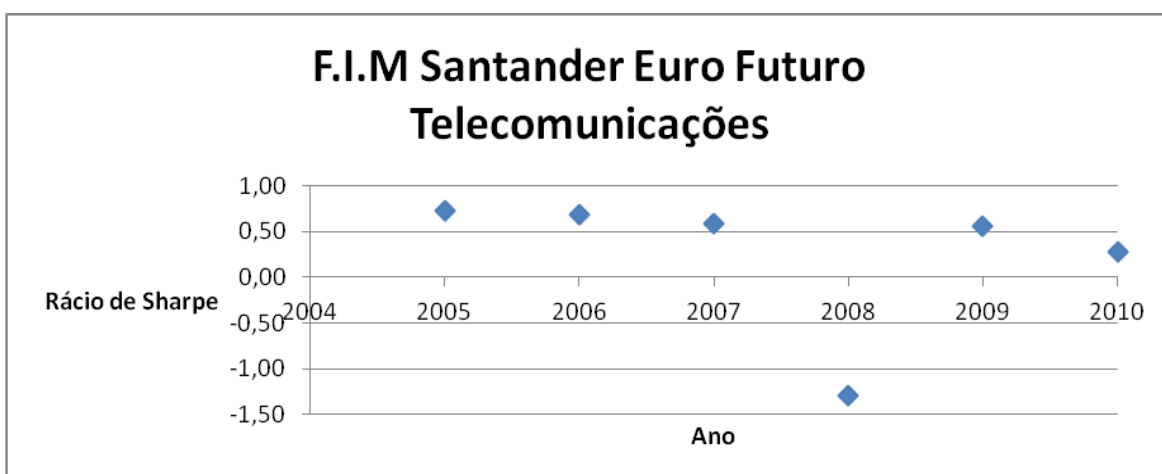
O fundo de investimento Santander Euro Futuro Ações Defensivo apresenta um comportamento da performance semelhante ao fundo de investimento anterior. Neste caso a única diferença é os valores do rácio de Sharpe. Este comportamento

da performance permite concluir que não existe uma antecipação da crise, sendo afetado pela mesma no ano de 2008 e 2010.



Fonte: Prospeto Simplificado. Agrupamento de Fundos de Investimento Mobiliário Abertos de Ações, Santander EuroFuturo (2011), adaptado.

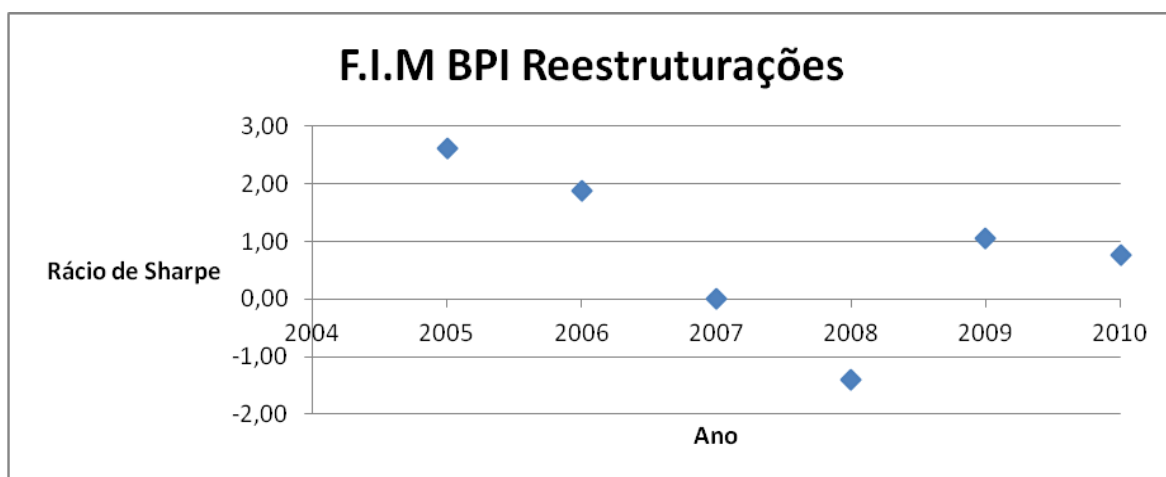
O fundo de investimento Santander Euro Futuro Cíclico tem um comportamento, parecido com os dois anteriores fundos de investimento, em termos gráficos, divergindo unicamente nos valores do rácio de Sharpe. As conclusões que se podem tirar deste comportamento da performance são que este foi afetado pela crise no ano de 2008 e 2010. Este fundo de investimento não antecipa a crise.



Fonte: Prospeto Simplificado. Agrupamento de Fundos de Investimento Mobiliário Abertos de Ações, Santander EuroFuturo (2011), adaptado.

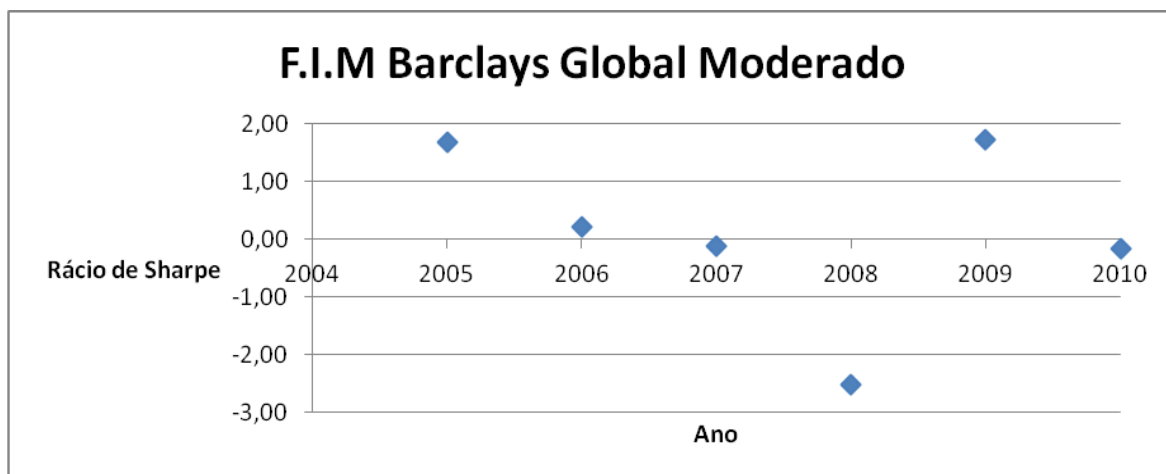
O fundo de investimento Santander Euro Futuro Telecomunicações tem um comportamento mais ou menos constante ao longo do período em análise, tendo apenas pequenas variações de comportamento, com exceção do ano de 2008 onde o seu comportamento tem uma queda acentuada.

Este fundo de investimento permite concluir que não antecipa a crise e que é afetado pela mesma no ano de 2008 e 2010.



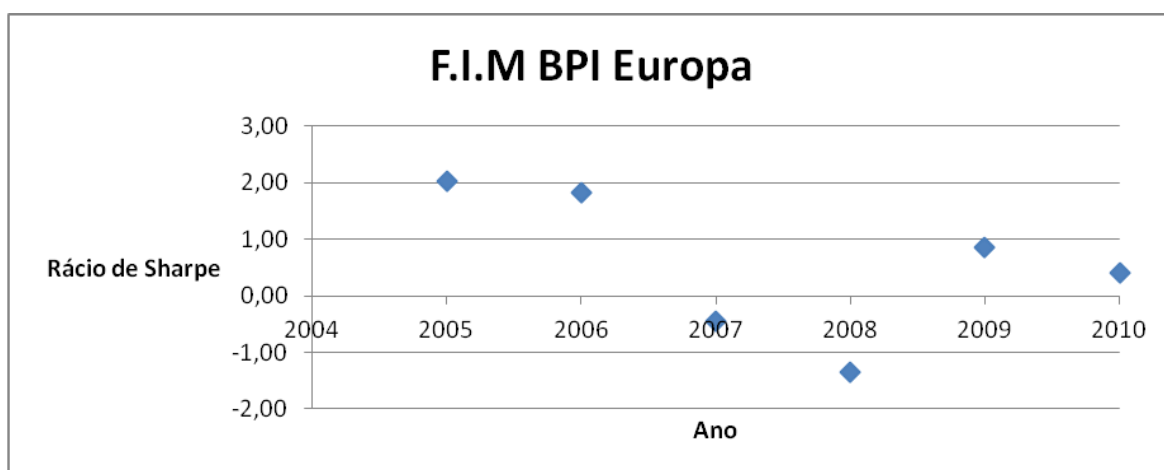
Fonte: Prospeto Simplificado. Fundos de Investimento Aberto de Ações, BPI Reestruturações (2012), adaptado.

O fundo de investimento BPI Reestruturações começa por registar o seu melhor desempenho no ano de 2005 a partir do qual começa a piorar até 2008, depois deste período regista uma melhoria de 2009 que se mantém quase inalterada no ano de 2010. Com este comportamento, percebe-se que este fundo de investimento não antecipa a crise e que é afetado pela mesma no ano de 2008 e 2010.



Fonte: Prospeto Simplificado. Barclays Global Moderado – Fundo de Investimento Mobiliário Aberto de Fundos Misto (2012), adaptado.

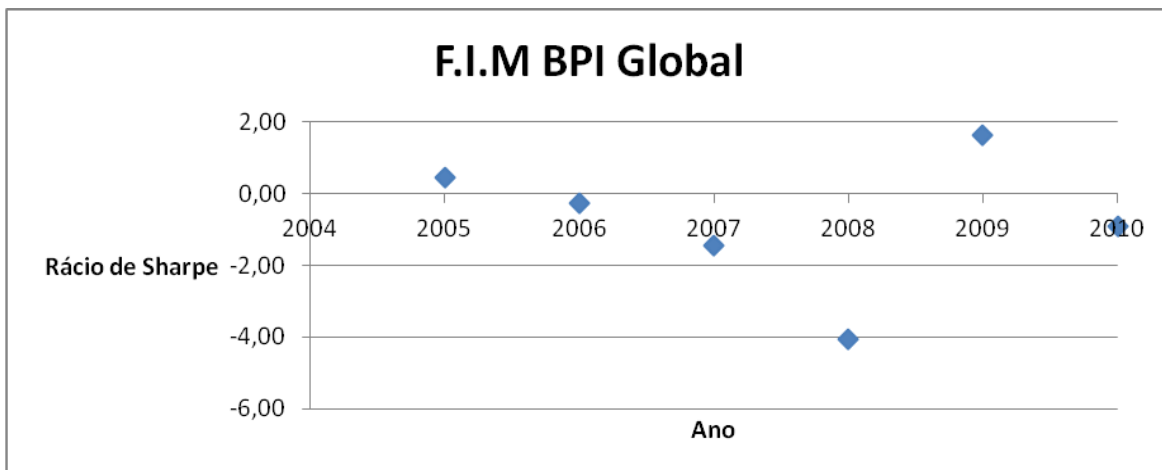
O fundo de investimento Barclays Global Moderado começa por registar o segundo melhor desempenho do período em análise, para nos três anos seguintes piorar, sendo esta situação particularmente visível no ano de 2008. Nos dois seguintes regista-se primeiro uma melhoria e depois uma nova descida menor que a do ano 2008. É de salientar ainda que no ano 2005 e 2009 o valor de rácio é muito semelhante tendo o valor de 1,68 e 1,73 respetivamente. Com este comportamento conclui-se que não antecipa a crise e que foi afetado pela mesma em 2008 e 2010.



Fonte: Prospeto Simplificado. Fundo de Investimento Aberto de Ações, BPI Europa (2012), adaptado.

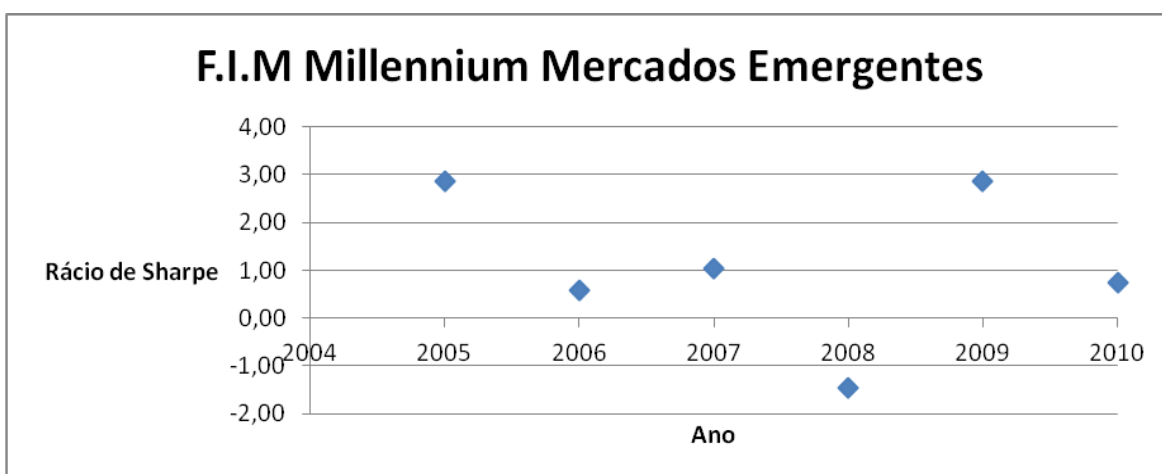
O fundo de investimento BPI Europa começa por ter um comportamento constante nos dois primeiros anos da análise, depois começa a piorar o seu comportamento chegando ao seu pior desempenho em 2008. Passado este período começa a

melhor de novo no ano de 2009 descendo em 2010 ligeiramente. Com este comportamento conclui-se que este fundo de investimento não antecipa a crise e que é afetado pela mesma no ano de 2008 e 2010.



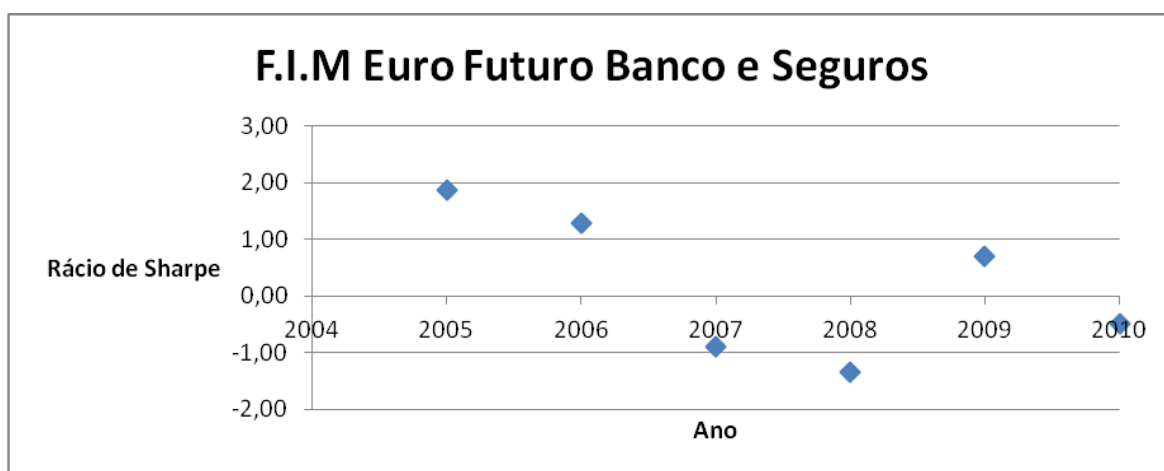
Fonte: Prospeto Simplificado. Fundo de Investimento Aberto Flexível, BPI Global (2012), adaptado.

O fundo de investimento BPI Global começa por registar um valor de desempenho positivo para depois ir piorando até ao ano de 2008, passada esta fase descendente recupera em 2009 e volta a piorar em 2010. Em 2009, é o ano em que têm o melhor desempenho dos seis anos em análise. Com este comportamento conclui-se que não antecipa a crise e que é afetado pela mesma no ano de 2008 e 2010.



Fonte: Prospeto Simplificado. Millennium Mercados Emergentes – Fundo de Investimento Aberto de Ações Internacionais (2010), adaptado.

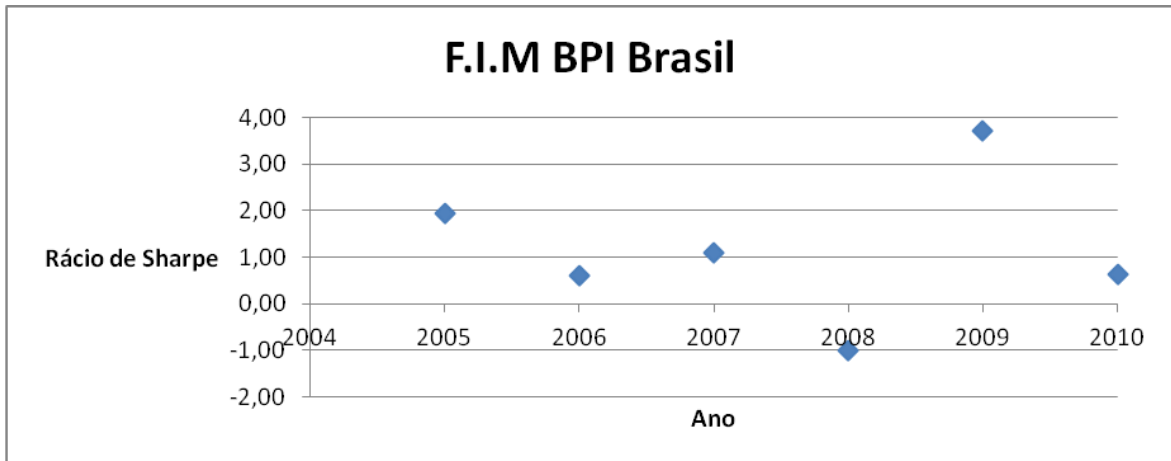
O fundo de investimento Millennium Emergente tem um comportamento muito aleatório começando por descer para voltar a subir de novo e descer novamente e assim sucessivamente ao longo de todo o período em análise. Este comportamento tem aqui duas particularidades, a primeira é que o seu pior ano é o de 2008 e a segunda é que o seu melhor ano é o de 2009 embora com desempenho muito próximo do ano 2005. Este comportamento indicia que o fundo de investimento em análise foi afetado pela crise no ano de 2008 e de 2010. Conclui-se ainda que este não antecipa a crise.



Fonte: Prospeto Simplificado. Agrupamento de Fundos de Investimento Mobiliário Abertos de Ações, Santander Euro Futuro (2011), adaptado.

O fundo de investimento Euro Futuro Banco e Seguros tem o seu melhor desempenho em 2005, momento a partir do qual o seu desempenho vai piorando até 2008, onde tem o seu pior desempenho. Nos dois anos seguintes apresenta um comportamento de subida e descida, sendo a subida em 2009 e a descida em 2010 quando comparado com ano anterior.

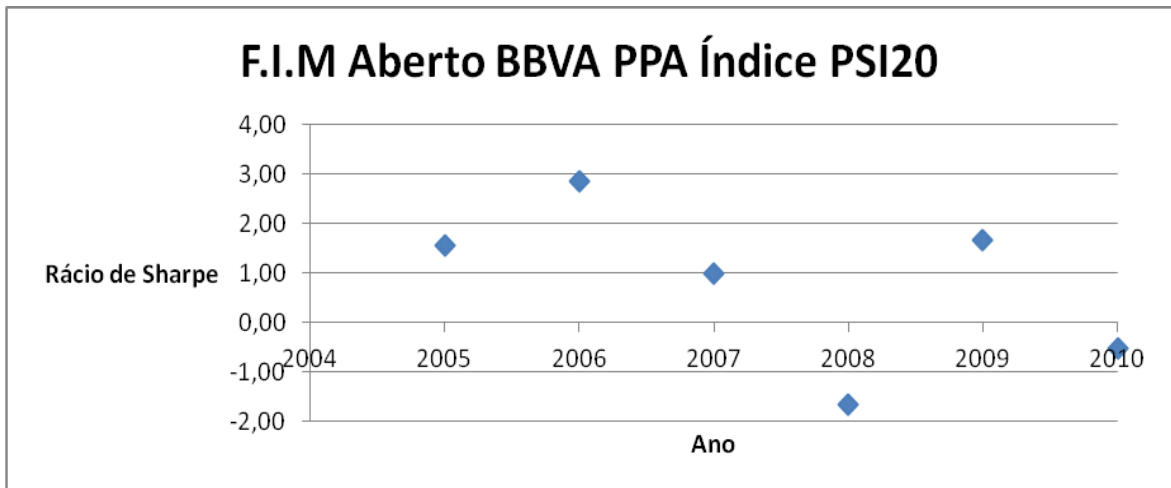
Com este comportamento conclui-se que este foi afetado pela crise no ano de 2008 e 2010. Pode também se concluir que não antecipa a crise.



Fonte: Prospeto Simplificado. Fundo de Investimento Aberto Flexível, BPI Brasil (2012), adaptado.

O fundo de investimento BPI Brasil começa por ter a sua segunda melhor performance para depois ter um comportamento de subidas e descidas. Sendo que em 2009 tem o seu melhor desempenho e em 2008 o seu pior desempenho.

Com este comportamento conclui-se que este fundo de investimento foi afetado pela crise no ano de 2008 e 2010. Permite concluir que este fundo não antecipa a crise.

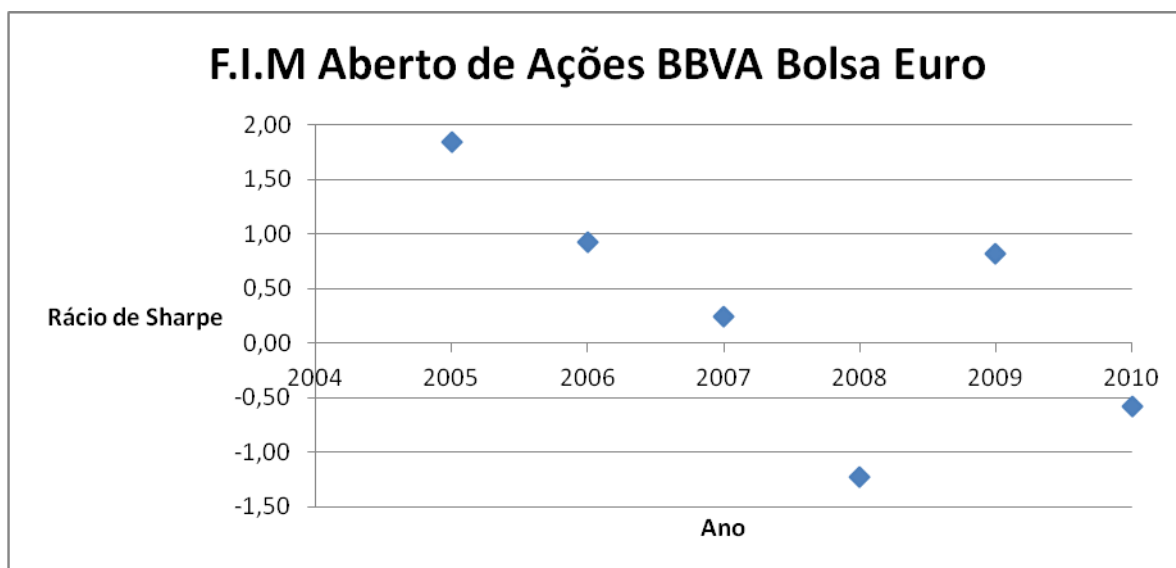


Fonte: Prospeto Simplificado. Fundo de Investimento Mobiliário Aberto BBVA Índice PSI20 (2012), adaptado.

O fundo de investimento aberto BBVA PPA Índice PSI 20 começa por ter a terceira melhor performance do período em análise, sendo a melhor registada no ano seguinte, depois nos dois anos seguintes o desempenho do fundo de investimento

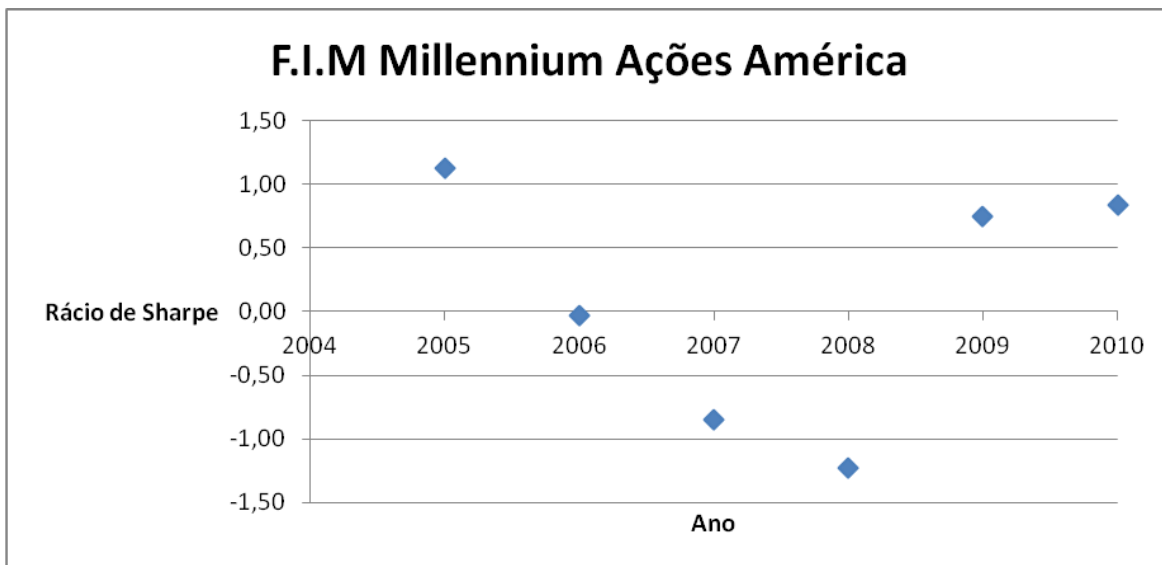
piora registando no ano de 2008 o seu pior desempenho. Nos dois anos seguintes o seu comportamento é de subida e descida respetivamente.

Com este comportamento conclui-se que este fundo de investimento não antecipa a crise e é afetado pela mesma no ano de 2008 e 2010.



Fonte: Prospeto Simplificado. Fundo de Investimento Mobiliário Aberto de Ações BBVA Bolsa Euro (2012), adaptado.

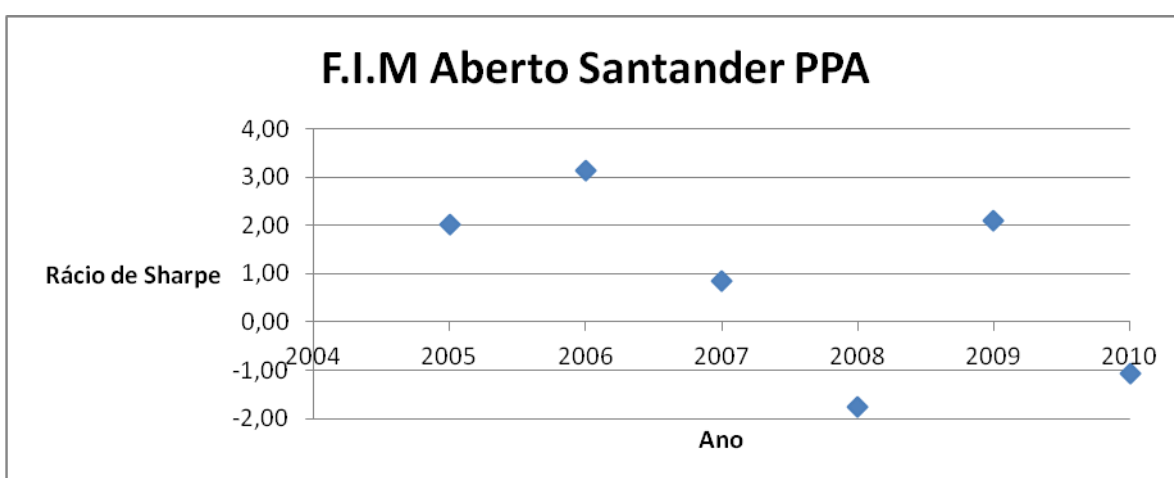
O fundo de investimento Aberto de Ações BBVA Bolsa Euro apresenta uma performance decrescente ao longo dos primeiros quatro anos em análise, sendo registada uma melhoria no ano de 2009 e de novo uma pioria no ano de 2010. O ano de 2005 é o que tem melhor desempenho e o de 2008 é o que tem pior desempenho. Este comportamento indicia que não existiu uma antecipação da crise e que este fundo de investimento foi afetado pela crise em especial no ano de 2008 e também no ano de 2010.



Fonte: Prospecção Simplificada. Millennium Ações América – Fundo de Investimento Aberto de Ações Internacionais (2010), adaptado.

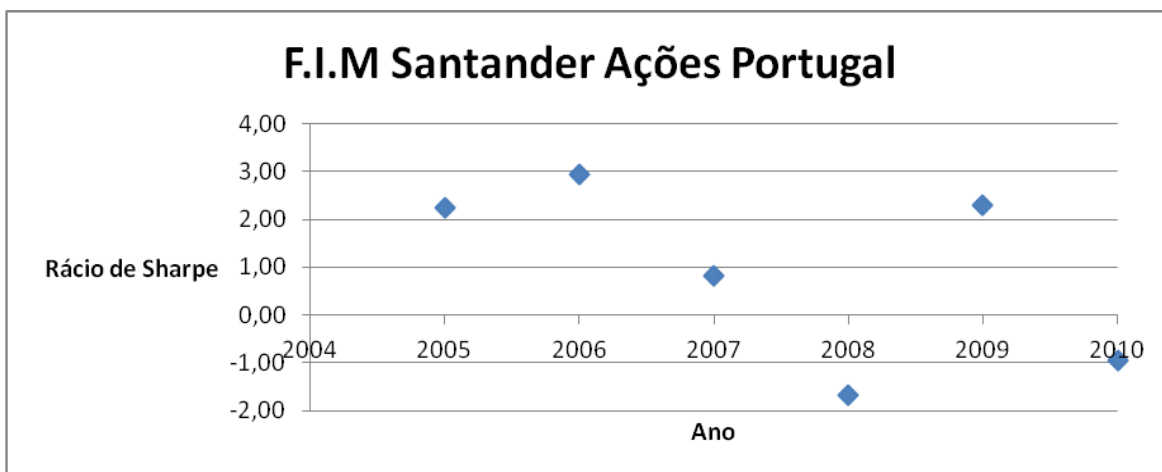
O fundo de investimento Millennium Ações América têm uma performance que vai diminuindo ao longo dos quatro primeiros anos em análise, depois a performance volta a subir e praticamente estabiliza nos dois anos seguintes, no entanto, estes dois anos não superam o melhor ano que é o de 2005. É de realçar também que o pior ano é o de 2008.

Com este comportamento, conclui-se que este fundo de investimento não antecipa a crise e que é afetado pela mesma no ano de 2008.



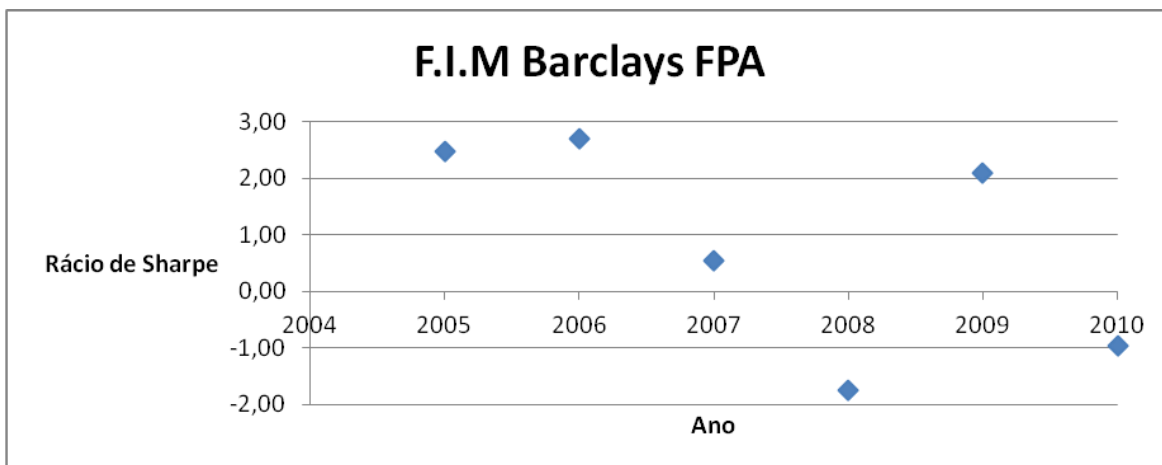
Fonte: Prospecção Simplificada. Fundo de Investimento Mobiliário Aberto, Santander PPA (2012), adaptado.

O fundo de investimento Aberto Santander PPA começa por ter uma melhoria do desempenho no ano de 2006, momento a partir do qual começa a piorar o seu desempenho até ao ano de 2008, onde regista o seu pior desempenho do período em análise, depois em 2009 melhora o desempenho e volta a piora de novo em 2010 não chegando ao valor de 2008. Este comportamento permite concluir que não antecipa a crise e que é afetado pela mesma em 2008 e 2010.



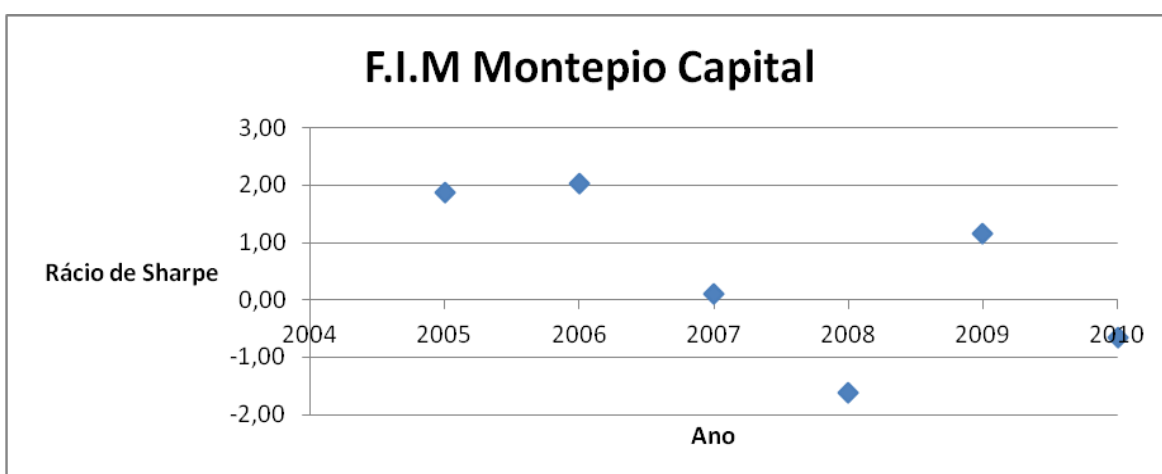
Fonte: Prospeto Simplificado. Fundo de Investimento Mobiliário Aberto Santander Ações Portugal (2012), adaptado.

O fundo de investimento Santander Ações Portugal tem um comportamento muito semelhante ao fundo de investimento anterior, mesmo em termos de valores do rácio de Sharpe que são muito semelhantes. Sendo semelhante ao anterior as conclusões a tirar são as mesmas, isto é, não antecipa a crise e é afetado pela mesma nos anos de 2008 e 2010.



Fonte: Prospeto Simplificado. Fundo de Investimento Mobiliário Aberto Barclays FPA (2012), adaptado.

O fundo de investimento Barclays FPA tem a sua segunda melhor performance no ano de 2005, depois melhora para a sua melhor performance do período em análise. Passada esta fase começa a piorar o seu desempenho até ao ano de 2008, sendo que é neste ano que a sua performance é pior. Nos dois anos seguintes regista uma melhoria e pioria da performance respetivamente. Com este comportamento conclui-se que não antecipa a crise e que foi afetado pela mesma nos anos de 2008 e 2010.

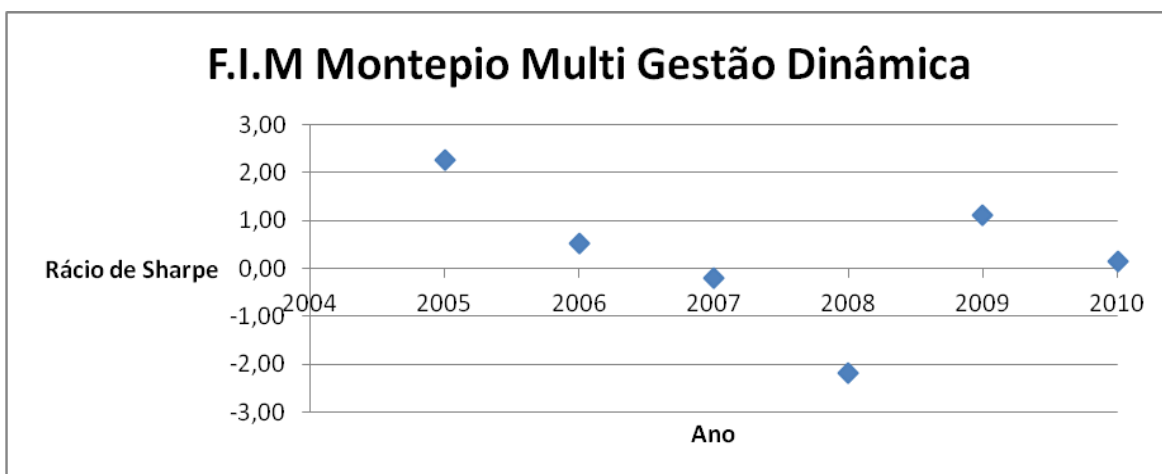


Fonte: Prospeto Simplificado. Montepio Capital – Fundo de Ações da União Europeia, Suíça e Noruega (2012), adaptado.

O fundo de investimento Montepio Capital começa por ter uma performance positiva nos três primeiros anos, sendo que no ano de 2007 tem uma queda da performance que se prolonga para o ano de 2008, ficando com o seu pior registo. No ano

seguinte regista uma melhoria, voltando de novo a piorar no ano seguinte. É de salientar que o melhor desempenho se regista no ano de 2006.

Com este comportamento conclui-se que não antecipa a crise e que foi afetado pela mesma nos anos de 2008 e 2010.



Fonte: Prospeto Simplificado. Montepio Multi Gestão Dinâmica – Fundo de Investimento Mobiliário de Fundos Aberto de Ações (2012), adaptado.

O fundo de investimento Montepio Multi Gestão Dinâmica regista uma tendência de decaimento ao longo dos primeiros quatro anos, no ano seguinte melhora o seu desempenho descendo novamente no ano de 2010. É de destacar neste comportamento o ano de 2005 por ser um melhor em termos de desempenho e em o ano de 2008 por ser o pior.

Deste comportamento da performance conclui-se que não antecipa a crise e que é afetado pela mesma nos anos de 2008 e 2010.

Quadro nº 4 – Resumo do comportamento dos fundos de investimento em análise

Nome	Antecipa a crise	Afetado pela crise (ano)
F.I.M Barclays Global Dinâmico	Não	Sim (2008, 2010)
F.I.M Millennium Eurocarteira	Não	Sim (2008, 2010)
F.I.M Santander Euro Futuro Ações Defensivo	Não	Sim (2008, 2010)
F.I.M. Santander Euro Futuro Cíclico	Não	Sim (2008, 2010)

F.I.M Santander Euro Futuro Telecomunicações	Não	Sim (2008, 2010)
F.I.M. BPI Reestruturações	Não	Sim (2008, 2010)
F.I.M Barclays Global Moderado	Não	Sim (2008, 2010)
F.I.M BPI Europa	Não	Sim (2008, 2010)
F.I.M BPI Global	Não	Sim (2008, 2010)
F.I.M Millennium Mercados Emergentes	Não	Sim (2008, 2010)
F.I.M Euro Futuro Banco e Seguros	Não	Sim (2008, 2010)
F.I.M. BPI Brasil	Não	Sim (2008, 2010)
F.I.M Aberto BBVA PPA Índice PSI20	Não	Sim (2008, 2010)
F.I.M Aberto de Ações BBVA Bolsa Euro	Não	Sim (2008, 2010)
F.I.M Millennium Ações América	Não	Sim (2008)
F.I.M Aberto Santander PPA	Não	Sim (2008, 2010)
F.I.M Barclays FPA	Não	Sim (2008, 2010)
F.I.M Santander Ações Portugal	Não	Sim (2008, 2010)
F.I.M Montepio Capital	Não	Sim (2008, 2010)
F.I.M Montepio Multi Gestão Dinâmica	Não	Sim (2008, 2010)

Adaptado de: Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios (2007)

Dos vinte fundos de investimento analisados conclui-se que nenhum deles consegue antecipar a crise. Da amostra conclui-se que 19 fundos são afetados pela crise, no entanto, não são afetados durante todo o período da crise mas sim no período inicial da crise e dois anos depois do seu início (2010). No ano de 2009 existe uma recuperação. Um dos fundos tem um comportamento da performance ligeiramente diferente dos outros, sendo afetado pela crise apenas no ano de 2008, recuperando nos dois anos seguintes.

2. O que dizem os entrevistados

Conforme descrito no início da análise de dados a primeira parte vai ser complementada por duas entrevistas com o objetivo de confrontar o enquadramento teórico e os resultados obtidos na primeira parte da análise.

Para fazer a análise das entrevistas foram criados seis blocos de análise:

1. Caracterização dos entrevistados;
2. Surgimento da crise;
3. Fundos de investimento;
4. A crise e sua relação com a performance dos fundos de Investimento;
5. Indicadores que permitem perceber a crise;
6. Outras formas de medir o desempenho e perceber qual a mais utilizada;

2.1 Caracterização dos entrevistados

Neste primeiro bloco procurou-se perceber se os entrevistados seriam as pessoas mais adequadas ao tipo de questões colocadas assim: O do entrevistado A, não refere se tem ou não uma licenciatura, no entanto, pode-se deduzir que sim visto que refere ser mestrado em Gestão “Mestrado em Gestão/MBA” e ter uma licenciatura é atualmente um requisito necessário para se poder frequentar um mestrado.

Já no caso do entrevistado B, fica claro que é detentor de uma licenciatura em gestão como o próprio afirma “Sou licenciado em Gestão”. Ambos os entrevistados têm um mestrado, sendo este no caso do entrevistado A em gestão “ Mestrado em Gestão/MBA” e no caso do entrevistado B em economia “Um mestrado em Economia”.

O entrevistado B referiu ainda que se encontra a terminar um doutoramento em economia sendo que a este nível o entrevistado A nada refere. Depois de saber quais as habilitações académicas era importante perceber que formação profissional tinham adquirido.

Ambos os entrevistados referem ter formação profissional que é em diferentes áreas, no caso do entrevistado A diz ser “É extensa e abrange várias áreas desde a auditoria até aos mercados financeiros”. O entrevistado B é detentor de várias formações “ao nível da gestão de equipas e comportamentais” e “Formações avançadas ao nível financeiro”. Para além destas formações acrescentou ser técnico oficial de contas e ter formação CAP.

Foi depois perguntado aos entrevistados quais eram as razões para terem toda esta formação? Os entrevistados referem ser aumentar os seus conhecimentos e a

necessidade de ter de aprender novos conhecimentos que eram necessários ao desempenho da sua atividade. Isto pode ser lido na entrevista quando o entrevistado A refere “As razões tiveram a ver com a actividade desenvolvida” e o entrevistado B refere “As razões são aprender mais e a necessidade de aplicar na vida ativa o conteúdo dessas formações”. Por fim, e de forma a ficar completa a caracterização dos entrevistados perguntou-se quais eram as funções que tinha atualmente? Ao qual ambos responderem que exercem cargos de diretoria e estão também ligados ao ensino, sendo professores universitários.

2.2 Surgimento da crise

Com este bloco procurou-se perceber quando começou a crise e quais foram as causas desta mesma crise.

Os entrevistados estão de acordo quanto ao ano que se deram os primeiros sinais da crise, divergindo, apenas, acerca do momento exato em que estes sinais se começaram a sentir. O entrevistado A afirma “os primeiros sintomas deram-se em Março de 2007”; por seu turno, o entrevistado B refere “Durante esta experiência (...) novembro de 2007 tinha 8 investidores com carteiras muito interessantes e em Junho/Julho de 2008 fiquei sem ninguém”.

De seguida foi-lhes perguntado como é que a crise tinha começado. Nesta questão mais uma vez os entrevistados voltaram a divergir na sua opinião. O entrevistado A refere que a crise começou com “a falência de dois *hedge funds* do banco de investimento Bear Sterns e teve o seu epílogo com a falência em 15/09/2008 do banco de investimento Lehman Brothers a que se seguiu a crise das dívidas soberanas.” Por outro lado, para o entrevistado B “a crise começou pela ganância e pelo problema de supervisão que existe nos bancos centrais, os bancos centrais não conseguem fazer supervisão”. Das palavras de ambos percebe-se que a crise chegou verdadeiramente em 2008 e que a crise é do tipo crise da dívida soberana desta forma vai ao encontro da teoria Abreu et al. (2012).

2.3 Fundos de investimento

Neste bloco procurou-se perceber se a definição de fundos de investimento era consensual; se os riscos associados aos fundos de investimento vão ao encontro do enquadramento teórico e saber também qual a opinião dos entrevistados sobre o mercado.

Das duas entrevistas percebe-se que o conceito de fundo de investimento é consensual tanto na teoria como na prática. O entrevistado A em relação a esta questão afirma que os fundos de investimento “São instrumentos de captação de poupança colectiva. São os produtos financeiros mais transparentes do mercado” e, para o entrevistado B “Os fundos de investimento representam a oportunidade de alguém que quer colocar dinheiro em ativos um pouco mais arriscados especialmente fundos de investimento mobiliários, beneficiar de uma gestão profissional de alguém profundamente conhecedor e poder fazê-lo a partir de um investimento relativamente pequeno”. Estas duas formas de definir os fundos de investimento vão ao encontro da definição teórica proposta por Leão & Leão (2011).

Na questão dos riscos associados aos fundos de investimento a opinião dos entrevistados referem riscos diferentes, mas que vão ao encontro da teoria. O entrevistado A afirma que os riscos associados são o risco sistemático, o específico e o de país “Os factores de risco são: o risco país, sector e empresa (específico e sistemático)”. Ao referir estes riscos vai ao encontro dos conceitos de risco desenvolvidos no enquadramento teórico. Já o entrevistado B, refere “O fator de risco associado aos fundos de investimento têm haver com facto de os gestores não cumprirem o seu próprio programa de ação não cumprirem o mandato para o qual estão a ser emboçados pelas pessoas que compram unidades de participação e os gestores muitas vezes optarem por estratégias enviesadas” sendo que estas palavras podem ser interpretadas como risco humano referido por Tostes (2007).

Em relação á opinião dos entrevistados sobre o mercado. Ambos apresentam uma opinião positiva, afirmando que os fundos de investimento são bons para o mercado.

2.4. A crise e sua relação com a performance dos fundos de investimento

Neste quarto bloco tentou-se perceber se a crise tinha afetado os fundos de investimento e se este desempenho pode ou não ser medido.

Na opinião de ambos os entrevistados o mercado afetou o desempenho dos fundos de investimento. O entrevistado A em relação a esta questão afirmou: “Claro. Os bancos necessitaram de depósitos para fortalecer os seus balanços. Logo, aconselharam os clientes a saírem de fundos para irem para depósitos com remunerações elevadas (...) uma crise provoca sempre saída dos investidores de activos de risco”.

Para o entrevistado B “Obviamente, (...) houve muita gente a perder dinheiro e que não se tinha apercebido que corria o risco tão real e tão grande de perder dinheiro até porque o mercado estava bom á muito tempo e as pessoas estavam muito descansadas só pensavam na rentabilidade e nunca tinham percebido muito bem que o trade-off entre rendibilidade e risco continuava lá, os mercados caíram e os fundos de investimento caíram em geral.”

À questão “como?” a opinião dos dois entrevistados foi diferente. O entrevistado A refere que “os resgates obrigam os gestores a ter que vender activos, além de que, a queda dos preços dos activos afectam a performance.” Estas palavras vão ao encontro da definição de crise financeira proposta Abreu, et al. (2012). Para o entrevistado B, o desempenho dos fundos de investimento é influenciado diretamente pelo mercado.

Esta situação é visível em todos o gráficos apresentados na primeira parte da análise de dados, quando no ano de 2008 se assiste a uma queda do desempenho de todos os fundos de investimento confirmando-se, assim, o que o entrevistados afirmaram.

Em relação á forma de medir o desempenho os entrevistados propõem caminhos diferentes para se medir o desempenho. O entrevistado A refere as medidas de desempenho global que já estão estudadas no enquadramento teórico “Pode. pela rendibilidade e pelas medidas de performance”. O entrevistado B refere que se pode utilizar as rendibilidades médias a longo prazo” justificando que assim já estão incorporados todos os riscos.

2.5 Indicadores que permitem perceber a crise

Um dos objetivos era perceber quais os indicadores que permitiam perceber a existência de uma crise. Esta questão foi respondida de forma teórica. No entanto, era importante perceber se, na prática, também se observam os mesmos indicadores ou não. Assim perguntou-se aos entrevistados quais eram os indicadores que priorizavam para perceberem se estão perante uma crise ou não. O entrevistado A referiu que observa “O nível de alavancagem dos bancos (relação Activo / Capitais Próprios) muito elevada e o início da subida dos spreads de risco de crédito” podendo aqui identificar-se indicadores mais praticos. O entrevistado B, referiu os indicadores macroeconomicos não especificando quais.

2.6 Outras formas de medir o desempenho e perceber qual a mais utilizada

Neste bloco tentou-se perceber se existiam mais formas que os entrevistados conhecessem e que ainda não tivessem sido referidas e perceber a prática mais utilizada. Para o entrevistado “Pode-se medir o tracking error, a correlação entre o fundo e o seu benchmark, o quartil em que o fundo tem andado em termos de performance ou rendibilidade”; por outro lado, o entrevistado B deixou a ideia de que pode haver mais formas mas dificilmente alguma vai fugir do trade-off entre rendibilidade e risco.

Por fim, foi perguntado muito concretamente qual a mais utilizada. O entrevistado A referiu que ele utilizava priritariamente o rácio de Sharpe. O entrevistado B optou por não responder a esta questão.

3. Cruzamento de informações

Na primeira parte da análise de dados forma retiradas algumas conclusões que vão ser confrontadas e complementadas com o que os entrevistados escreveram.

A primeira grande conclusão que se retira é que da amostra dos vinte fundos de investimento, nenhum antecipa a crise. Das duas entrevistas não se consegue perceber, na opinião dos dois entrevistados, se de facto há uma antecipação ou não da crise.

A segunda conclusão retirada é que os fundos de investimento são afetados pela crise.

Os entrevistados afirmaram que sim, que o desempenho dos fundos de investimento são afetados pela crise. Como um dos objetivos era complementar os dados da primeira parte, perguntou-se os quais eram os motivos. Nas duas entrevistas foram apontados motivos diferentes, o entrevistado B refere que o motivo é uma influência direta do mercado, o entrevistado A refere dois motivos, o primeiro é que a saída de investidores dos fundos obriga a que os gestores destes tenham de vender alguns dos ativos detidos pelos fundos, o segundo é que os preços dos ativos diminuem o que afeta também a performance dos fundos.

Como um dos objetivos da investigação era perceber quais os indicadores mais importantes para se perceber o início de uma crise, perguntou-se aos entrevistados quais eram estes indicadores. Os entrevistados referiram que eram os dados macroeconómicos. O entrevistado B foi mais longe e refere que para além destes existem mais dois, o rácio entre ativo e capital próprio dos bancos que em períodos de crise é muito elevado e a subida dos spreads de risco de crédito. Nas entrevistas foi ainda perguntado como e quando é que começou a crise. Com esta pergunta procurou-se saber se aquele momento em 2008, era antes ou já durante o período da crise. Chegou-se à conclusão de que o momento coincide com a crise o que permite concluir que não existe nenhuma antecipação.

Os dois entrevistados referem que de facto o momento em que a crise se faz sentir é no ano de 2008, mas apresentaram opiniões divergentes em relação a forma como a crise começou. O entrevistado A refere que a causa foi a falência de dois “*hedge funds* do banco de investimento Bear Sterns” ao qual se seguiu a falência do Banco Lehman Brothers já em plena crise. O entrevistado B refere que foi por causa da falta de supervisão dos bancos centrais e por causa da ganância dos operadores que criaram uma bolha (o *subprime*) que viria a rebentar; outro problema é que esta bolha estava criada num sistema insustentável.

*

Conclusão

Nesta última parte da dissertação, vão ser apresentadas as principais conclusões retiradas da investigação realizada, as dificuldades encontradas ao longo desta investigação e, por fim, serão feitas algumas sugestões para possíveis investigações futuras.

Tendo sempre presente a questão de investigação e os objetivos colocados retiram-se as seguintes conclusões:

Da amostra dos vinte fundos analisados, nenhum deles consegue antecipar a crise, sendo afetados pela crise, com particular incidência no ano de 2008, ano em que a crise se faz sentir verdadeiramente.

Os motivos para que esta situação aconteça são, de acordo com os entrevistados, a descida do preço dos ativos, a fuga de capitais dos fundos para outras aplicações financeiras com um grau de risco menor e a própria conjuntura que ao afetar o mercado acaba também por afetar os fundos de investimento.

Outra conclusão que se pode retirar, é que depois desta fase em que o desempenho dos fundos de investimento cai, observa-se uma recuperação em todos eles.

Em relação aos dados que permitem perceber o início da crise conclui-se que existem inúmeros indicadores que permitem perceber essa existência de uma crise tais como, o rácio do ativo/ capital próprio dos bancos que em tempos de crise é elevado ou os indicadores coincidentes referidos no enquadramento teórico.

Outra conclusão a retirar, seja do texto teórico seja a partir do discurso dos entrevistados, é a de que os indicadores mais importantes são os indicadores macroeconómicos.

Ao longo desta investigação deparei-me com diversas dificuldades que passaram, nomeadamente, por encontrar os dados numéricos que permitiram medir o desempenho dos fundos para, numa fase posterior, se proceder à sua análise. Outra dificuldade relaciona-se com a dificuldade em encontrar indivíduos conhecedores da problemática em estudo que se disponibilizassem para ser entrevistados. A falta de tempo disponível e/ou a confidencialidade foram os argumentos apresentados por alguns indivíduos a quem solicitei a possibilidade de serem entrevistados. Aliás, os entrevistados A e B acederam a responder às minhas questões apenas por escrito;

efetivamente não ocorreu entrevista no sentido que lhe é dado comumente, nomeadamente por Bogdan et al. (1997), quando se referem ao fato de a entrevista permitir estabelecer uma interação entre entrevistador e entrevistado.

A terminar, sinto que poderia ter feito mais e melhor. Por isso, julgo que seria interessante poder vir a desenvolver outras investigações, nomeadamente:

- Encontrar/eleger novos indicadores que permitam perceber o início de uma crise financeira
- Encontrar novas formas de medir o desempenho dos fundos de investimento
- Melhorar os modelos de equilíbrio financeiro já existentes.

Referências Bibliográficas

- Abreu, M., Afonso, A., Escária, V., & Ferreira, C. (2012). *Economia Monetária e Financeira*. 2ª Edição Revista e actualizada. Lisboa: Escolar Editora.
- Afonso, A., Barros, C., Calado, M. R., Garcia, T. & Relvas, R. (2004). *Introdução à Economia Financeira: Teoria e Exercícios*. Lisboa: Escolar Editora.
- Alves, C. (2011). *Manual Gestão Financeira*.
- Almeida, de N., Silva, R., Ribeiro, K. & Sousa, C. (2010). *Aplicação do Modelo de Markowitz na Seleção de Carteiras Eficientes: Uma Análise de Cenários no Mercado de Capitais Brasileiro*. XIII SEMEAD Seminários em Administração, setembro 2010 ISSN 2177-3866.
- Amaro, A., Silvestre, C., & Fernandes, L., (2009). *Estatística Descritiva dos dados*. 1ª ed. Lisboa: Lulu.com.
- Amenc, N., & Sourd, V., (2003). Portfolio Theory and Performance Analysis. *The Wiley Finance Series*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Amu, F., & Millegard, M., (2009). *Markowitz portfolio theory*. <http://kantakji.com/fiqh/Files/Markets/p106.pdf>, acedido em 3 de Junho de 2013.
- Anastassiou, G., A., (2000). *Applied Mathematics Reviews, Volume 1*. London: World Scientific.
- Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios (2007). *Medidas de Rendibilidade e Risco*, 31 de Dezembro de 2007, nº37. Acedido em www.apfipp.pt em 15-6-2013.
- Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios (2008). *Medidas de Rendibilidade e Risco*, 31 de Dezembro de 2008, nº49. Acedido em www.apfipp.pt em 15-6-2013.
- Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios (2009). *Medidas de Rendibilidade e Risco*, 31 de Dezembro de 2009, nº61. Acedido em www.apfipp.pt em 15-6-2013.

Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios (2010). *Medidas de Rendibilidade e Risco*, 31 de Dezembro de 2010, nº73. Acedido em www.apfipp.pt em 15-6-2013.

Azevedo, C., A., M., & Azevedo, A., G., (2006). *Metodologia científica: contributos práticos para a elaboração de trabalhos académicos*. 8ª ed.rev e aument. Lisboa: Universidade Católica.

Bacha, C., J., C., (2004). *Macroeconomia aplicada á análise da economia Brasileira*. São Paulo: Editora edusp.

Bardin, L., (1979). *Análise de Conteúdo*. Lisboa: Edições 70, Lda.

Black, F., Jensen, M., C. & Scholes, M., (1972). The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests. *Jensen ed., Studies in the theory of Capital Markets*. New York: Praeger Publishers.

Blake, Prof. C., (s/d). *Portfolio Management* acedido em 01-07-2013.

Blanchard, O., (2004). *Macroeconomia*. 3ª Edição. São Paulo: Pearson Prentice Hall.

Bodie Z., Kane, A., & Marcus, A., J. (2000). *Fundamentos de Investimento*. 3.ed Porto Alegre: Bookman.

Bodie, Kane, & Marcus (2003). *Investments*. Sixth Edition. New York: McGraw-Hill.

Bogdan, R., C., & Biklen, S., K., (1997). *Investigação qualitativa em educação: uma introdução á teoria e aos métodos*. Porto: Porto Ed.

Caia, R., Reddy E., Mba (2011). *Alternative Investment Strategies and Risk Management: Improve Your Investment Portfolio's Risk-Reward Ratio*. Bloomington: luniverse.

Cavalcante, F., & Zeppelini, P. D. Como calcular a performance dos fundos de investimento – Parte II Up-to-date, Nº119 acedido em www.cavalcanteassociados.com.br em 10-07-2013.

Coutinho, C., P., (2011). *Metodologia de investigação em ciências sociais e humanas: teoria e prática*. Coimbra: Almedina.

Damodaran, A., (2004). *Finanças Corporativas: Teoria e Prática*. 2ª Edição. Porto Alegre: Bookman.

- Damodaran, A., (2008). *Gestão estratégica do risco*. Porto Alegre: Bookman.
- Dhrymes, P., J., Friend, I., & Gultekin, N., B., (1988). A critical reexamination of the Empirical Evidence on the Arbitrage Pricing Theory. *Journal of Finance* 39, Nº2. pp. 323-346.
- Downes, J., & Goodman, E., J., (1993). *Dictionary of finance and investment terms*. 3ª Edición. New York: Barron's Educational Series, Inc.
- Drake, P., P., & Fabozzi, F., J., (2010). *The Basics of Finance: An Introduction to Financial Markets, Business Finance and Portfolio Management*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Ehrenberg, R., G., & Smith, R., S., (2000): *A Moderna Economia do Trabalho – Teoria e Política Pública*. 5ª Edição. São Paulo: Makron Books.
- Esperança, J., P., & Matias, F., (2009). *Finanças Empresariais*, 3º Edição. Alfragide: Texto Editores, Lda.
- Fama, E., F., French, K., R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, Vol XLVII, Nº2. pp. 427-465.
- Fama, E., F., & MacBeth, J., D., (1973). Risk, Return and Equilibrium Test. *The Journal of Political Economy*, Vol. 81, Nº3. pp. 607-636.
- Farid, J., A., (2010). *Risk Frameworks and Applications – 2nd Edition*. Lahore: Alchemy Technologies.
- Focardi, S., M., & Fabozzi, F., J., (2004). *The Mathematics of Financial Modeling and Investment Management*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Fuller, S., Preston, J., Modesto L., & Leite-Monteiro, M., (2000). *Indicadores de Actividade Económica: Portugal, Lisboa, Porto*. Lisboa: Livros e Leituras.
- Friend, I., & Blume, M., (1970). Measurement of Portfolio Performance Under Uncertainty. *American Economic Review*, 60 (4). pp. 561-575.
- Gitman, L., J., (2006). *Princípios da Administração Financeira*. 2ª edição. Porto Alegre: Artmed Editora S.A.

Gregoriou, G., N., (2008). *Encyclopedia of Alternative Investments*. Boca Ration: CRC Press.

Haslem, J., A. (2003). *Understanding Mutual Funds: Risk and Performance Analysis for Decision Making*. New Jersey: Blackwell Publishing.

Hunt-Ahmed, K., (2013). *Contemporary Islamic Finance: Innovations, Applications and Best Practices*. New Jersey: Jonh Wiley & Sons, Inc.

Kahlmeyer-mertens, R., S., T., Marques, C., T., B., Silva., F., N., S., & Mário, F., S., (2007). *Como Elaborar projetos de pesquisa: linguagem e método*. 1ª edição. Rio de Janeiro: FGV Editora.

Konno, H., & Yamazaki, H., (1991). Mean-Absolute Deviation Portfolio Optmization Model and Its Applications to Tokyo Stock Market. *Management Science*, Vol. 37, N°5. pp. 519- 531.

Lastra, R., M., (2000). *Banco Central e regulamentação bancária*. Belo Horizonte: Livraria Del Rey Editora.

Leão, E., R. & Leão, P., (2011). *Política monetária e mercados financeiros*. 2.a ed.rev e actualizada. Lisboa: Sílabo.

Leitão, J., L., Morais, J., A., & Resende, M., A., (2011). *Produtos Bancários e Financeiros - Descrição, enquadramento jurídico e fiscal*. 2ª ed. Mem Martins: Publicações Europa-América.

Levy, H., (1981). The CAPM and the Investment Horizon. *Journal of Portfolio Management*, 7 (2). pp. 32-40.

Levy, H., (1984). Measuring Risk and Performance over Alternative Investment Horizons. *Financial Analysts Journal*, 40 (2). pp. 61-68.

Lintner, J., (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 47, N°1. pp. 13-37.

Markowitz, H., (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, Vol. 7, N°4. pp. 77-91.

Machado-Santos, C., & Leite., T., G., (2006). Avaliação do desempenho de carteiras de investimento. In *Reflexões: revista científica da Universidade Lusófona do Porto*. Nº1.

Mankiw, N., G., (2005). *Introdução à Economia*. 3ª Edição. São Paulo: Thomson

McLeod, W., & Vuuren, G., (2004). Interpreting the Sharpe ratio when excess returns are negative. *Investment Analysts Journal*, Nº59. pp. 15-19.

Montezuma, J., Neves, J., C., das, & Laia, A., N., (2010). *Análise de Investimentos Imobiliários*. 2ª ed. Alfragide: Texto Editores.

Mossin, J., (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, Vol. 34, Nº4, Published by: The Econometric Society, pp. 768-783.

Neves, J., C., das (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*. Lisboa: Mc Graw Hill.

Neto, J., L., de C., & Sérgio, R., S., G., (2009). *Análise de Risco e Crédito*. Curitiba: IESDE Brasil S.A.

Nogami, O., (2007). *Economia*. Curitiba: IESDE Brasil.

Pires, C., (2006). *Mercados e Investimentos Financeiros*. Lisboa: Escolar Editora.

Pratt, S., P., & Grabowski, R., J., (2010). *Cost of Capital: Applications and Examples*. Fourth Edition. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Prospeto Simplificado (2012). Barclays Global Dinâmico – Fundo de Investimento Mobiliário Aberto de Fundos Misto, 01 de Agosto de 2012. Acedido em www.cmvm.pt em data 15-06-2013.

Prospeto Simplificado (2010). Millennium Eurocarteira – Fundo de Investimento Aberto de Ações da União Europeia, 17 de Dezembro de 2010. Acedido em www.cmvm.pt em data 15-06-2013.

Prospeto Simplificado (2011).Agrupamento de Fundos de Investimento Mobiliário Abertos de Ações, Santander EuroFuturo, 30 de Abril de 2011. Acedido em www.cmvm.pt em data 15-06-2013.

Prospeto Simplificado (2012). Fundos de Investimento Aberto de Ações, BPI Reestruturações, 22 de Novembro de 2012. Acedido em www.cmvm.pt em data 15-06-2013.

Prospecto Simplificado (2012). Barclays Global Moderado – Fundo de Investimento Mobiliário Aberto de Fundos Misto, 30 de Abril de 2012. Acedido em *www.cmvm.pt em data 15-06-2013*.

Prospecto Simplificado (2012). Fundo de Investimento Aberto de Ações, BPI Europa, 22 de Novembro de 2012. Acedido em *www.cmvm.pt em data 15-06-2013*.

Prospecto Simplificado (2012). Fundo de Investimento Aberto Flexível, BPI Global, 03 de Outubro de 2012. Acedido em *www.cmvm.pt em data 15-06-2013*.

Prospecto Simplificado (2010). Millennium Mercados Emergentes – Fundo de Investimento Aberto de Ações Internacionais, 17 de Dezembro de 2010. Acedido em *www.cmvm.pt em data 15-06-2013*.

Prospecto Simplificado (2012). Fundo de Investimento Aberto Flexível, BPI Brasil, 03 de Outubro de 2012. Acedido em *www.cmvm.pt em data 15-06-2013*.

Prospecto Simplificado (2012). Fundo de Investimento Mobiliário Aberto BBVA Índice PSI20, 09 de Abril de 2012. Acedido em *www.cmvm.pt em data 15-06-2013*.

Prospecto Simplificado (2012). Fundo de Investimento Mobiliário Aberto de Ações BBVA Bolsa Euro, 09 de Abril de 2012. Acedido em *www.apfipp.pt em data 15-06-2013*.

Prospecto Simplificado (2010). Millennium Ações América – Fundo de Investimento Aberto de Ações Internacionais, 17 de Dezembro de 2010. Acedido em *www.cmvm.pt em data 15-06-2013*.

Prospecto Simplificado (2012). Fundo de Investimento Mobiliário Aberto, Santander PPA, 30 de Abril de 2012. Acedido em *www.apfipp.pt em data 15-06-2013*.

Prospecto Simplificado (2012). Fundo de Investimento Mobiliário Aberto Barclays FPA, 30 de Abril de 2012. Acedido em *www.cmvm.pt em data 15-06-2013*.

Prospecto Simplificado (2012). Fundo de Investimento Mobiliário Aberto Santander Ações Portugal, 27 de Novembro de 2012. Acedido em *www.cmvm.pt em data 15-06-2013*.

Prospecto Simplificado (2012). Montepio Capital – Fundo de Ações da União Europeia, Suíça e Noruega, 31 de Março de 2012. Acedido em *www.apfipp.pt em data 15-06-2013*.

Prospeto Simplificado (2012). Montepio Multi Gestão Dinâmica – Fundo de Investimento Mobiliário de Fundos Aberto de Ações, 31 de Março de 2012. Acedido em www.cmvm.pt em data 15-06-2013.

Quivy, Raymond & Campenhoudt, L., Van. (2008). *Manual de Investigação em Ciências Sociais*. 5ª edição. Lisboa: Gradiva - Publicações, S.A.

Roll, R., (1977). A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests Part I: Past and Potential Testability of the Theory. *Journal of Financial Economics* 4. pp. 129-176.

Roll, R., (1978). Ambiguity When Performance is Measured by the Securities Market Line. *Journal of Finance*, Volume 33, Issue 4. pp. 1051-1069.

Romacho, J., C., P., (2004). *Selectividade e timing na avaliação do desempenho de fundos de investimento mobiliário em Portugal*. Coimbra: Editora Coimbra.

Ross, A., (1976). The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*. pp.341-360.

Schneider, C., (2009). *How Useful is the Information Ratio to Evaluate the Performance of Portfolio Managers?*. Norderstedt: GRIN Verlag.

Sharpe, W., F., (1963). A Simplified Model for Portfolio Analysis. *Management Science*, Vol.9. Nº2. pp. 277-293.

Sharpe, W., F., (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, Vol. 19, Nº3. pp. 425-442.

Sharpe, W., F., (1966). Mutual Fund Performance. *The Journal of Business*, Vol. 39, Nº1, Part 2: Supplement on security Prices. pp. 119-138.

Sharpe, W., F., (1975). Adjusting for Risk in Portfolio Performance Measurement. *Journal of Portfolio Management*, Vol. 1, Nº2. pp. 29-34.

Tostes, F., P., (2007). *Gestão de risco de mercado: metodologias financeira e contábil*. Rio de Janeiro: Editora FGV.

Treynor, J., L. & Black, F., (1973). How to Use Security Analysis to Improve Portfolio Selection. *The Journal of Business*, Vol.46, Nº1. pp. 66-86.

Vários autores, (2009). *QFinance The Ultimate Resource*. London: Bloomsbury Information Ltd.

West, Dr. G., (2006). An introduction to modern portfolio theory: Markowitz, CAP-M, APT and Black Litterman.

Fundo de Investimento. In Diciopédia 2008 [DVD-ROM]. Porto: Porto Editora, 2007.

Webgrafia

<http://www.cvm.pt>

<https://pt.wikipedia.org>

<http://www.apfipp.pt>

<http://www.podata.pt/>

Anexos

Anexo nº1 – Guião das entrevistas

Sou aluno do Curso de Mestrado em Gestão Financeira do Instituto Superior de Gestão, estando, de momento, a realizar o 2º ano do curso. Para a conclusão do mestrado, deverei realizar uma dissertação sobre um tema á minha escolha. Sou licenciado em Economia pela Universidade Lusófona de Humanidades e Tecnologias e decidi optar por uma problemática atual e pertinente e que não tivesse sido objeto de estudo aprofundado durante a licenciatura, de forma a aumentar o meu nível de conhecimentos sobre o domínio económico e financeiro e a desenvolver competências que me permitam uma inserção rápida e qualificada no mercado de trabalho.

Assim, decidi estudar os fundos de investimento pelo que me encontro a desenvolver uma investigação intitulada: *O desempenho dos fundos de investimento em tempos de crise: o caso Português: 2005 – 2010*. Esta dissertação tem como objetivo principal perceber se o desempenho dos principais fundos de investimento disponíveis no período em estudo já antecipava a crise financeira e económica atual.

Para responder a esta questão de investigação, para além dos documentos e dados existentes que irei analisar, é fundamental recolher a opinião daqueles que vivenciaram a crise e que trabalham, diariamente, com fundos de investimento. Daí esta minha solicitação.

Esta entrevista tem, pois, os seguintes objetivos:

- Conhecer os entrevistados;
- Perceber quando começou a crise;
- Aprender a selecionar os indicadores que refletem o início da crise
- Analisar a respetiva performance;
- Confirmar se a crise afeta, ou não, a performance desses fundos de investimento.

A entrevista será utilizada só para responder única e exclusivamente aos objetivos desta dissertação e todo o conteúdo utilizado será anónimo.

Lista de Perguntas

- Quais as suas habilitações académicas?
- Qual a sua formação profissional? Por que razões frequentou essas formações?
- Qual a sua ocupação atual? Qual o seu percurso profissional? Que razões explicam esse percurso?
- Na sua opinião, como e onde é que começou a atual crise? Porquê?
- O que são fundos de investimento?
- Quais as suas características?
- Quais os fatores de risco?
- Qual a sua opinião sobre o mercado dos fundos de investimento?
- Na sua opinião, acha que a crise pode ter influenciado este mercado? Como? Quando? Porquê?
- Acha que essa influência se pode refletir no desempenho dos fundos de investimento? Como? Porquê?
- Esse desempenho pode ser medido? Como?
- Existiram alguns indicadores que lhe permitiram perceber o início da crise, nomeadamente em Portugal? Quais? Porquê?
- Existem outros indicadores que podem também indiciar esta situação? Quais? Por que razões não os utilizou?
- Existem outras formas de se medir o desempenho dos fundos de investimento? Quais?
- De todas as formas que refere qual a mais utilizada? Porquê?

Obrigado pela sua disponibilidade e colaboração.

Protocolo da Entrevista A

- Quais as suas habilitações académicas?
R: Mestrado em Gestão/MBA
- Qual a sua formação profissional? Por que razões frequentou essas formações?
R: É extensa e abrange várias áreas desde a auditoria até aos mercados financeiros. As razões tiveram a ver com a actividade desenvolvida.
- Qual a sua ocupação atual? Qual o seu percurso profissional? Que razões explicam esse percurso?
R: Quadro superior de uma empresa financeira (director coordenador) e professor universitário. O percurso começou na auditoria, capital de risco e banca (bancos nacionais e internacionais). Experiência profissional de 28 anos.
- Na sua opinião, como e onde é que começou a atual crise? Porquê?
R: A crise começou com o início de alavancagem dos bancos em 2005/6.os primeiros sintomas deram-se em Março de 2007 com a falência de dois hedge funds do banco de investimento Bear Sterns e teve o seu epílogo com a falência em 15/09/2008 do banco de investimento Lehman Brothers a que se seguiu a crise das dívidas soberanas.
- O que são fundos de investimento?
R: São instrumentos de captação de poupança colectiva. São os produtos financeiros mais transparentes do mercado.
- Quais as suas características?
R: Depende da sua política de investimentos: desde os fundos monetários com baixo risco até aos fundos de acções com muito risco.
- Quais os fatores de risco?
R: Os factores de risco são: o risco país, sector e empresa (específico e sistemático)
- Qual a sua opinião sobre o mercado dos fundos de investimento?

R: Positiva e determinante para os investidores.

- Na sua opinião, acha que a crise pode ter influenciado este mercado? Como? Quando? Porquê?

R: Claro. Os bancos necessitaram de depósitos para fortalecer os seus balanços. Logo, aconselharam os clientes a saírem de fundos para irem para depósitos com remunerações elevadas. Por outro lado, uma crise provoca sempre saída dos investidores de activos de risco

- Acha que essa influência se pode refletir no desempenho dos fundos de investimento? Como? Porquê?

R: Em parte, pois os resgates obrigam os gestores a ter que vender activos, além de que, a queda dos preços dos activos afectam a performance.

- Esse desempenho pode ser medido? Como?

R: Pode. pela rendibilidade e pelas medidas de performance de Sharp, Treynor e Jensen entre outras

- Existiram alguns indicadores que lhe permitiram perceber o início da crise, nomeadamente em Portugal? Quais? Porquê?

R: O nível de alavancagem dos bancos (relação Activo / Capitais Próprios) muito elevada e o início da subida dos spreads de risco de crédito no mercado financeiros a partir de Junho de 2007 (enquanto as bolsas continuavam a subir até Outubro desse ano).

- Existem outros indicadores que podem também indiciar esta situação? Quais? Por que razões não os utilizou?

R: Existem. Por exemplo, os fluxos de capitais e os indicadores macro. Estes indicadores são normalmente mais lentos no espelho de uma situação grave.

- Existem outras formas de se medir o desempenho dos fundos de investimento? Quais?

R: Pode-se medir o tracking error, a correlação entre o fundo e o seu benchmark, o quartil em que o fundo tem andado em termos de performance ou rendibilidade, entre outros.

- De todas as formas que refere qual a mais utilizada? Porquê?

R: Para mim, o rácio de Sharpe e o alfa de Jensen

Obrigado pela sua disponibilidade e colaboração.

Protocolo da Entrevista B

- Quais as suas habilitações académicas?

R: Sou licenciado em Gestão, tenho uma pós graduação em estudos europeus, um mestrado em Economia e estou a terminar um doutoramento em economia com uma tese sobre políticas macroeconómicas.

- Qual a sua formação profissional? Por que razões frequentou essas formações?

R: Tenho CAP de formador, tenho inúmeras formações ao nível de gestão de equipas e comportamentais. Também tenho várias formações avançadas ao nível financeiro. Sou técnico oficial de contas onde tenho de fazer formações obrigatórias.

As razões são aprender mais e a necessidade de aplicar na vida ativa o conteúdo dessas formações.

- Qual a sua ocupação atual? Qual o seu percurso profissional? Que razões explicam esse percurso?

R: Sou Professor Universitário, sou diretor geral adjunto de uma empresa da qual sou sócio. Dirijo um centro de investigação não formal e tenho mais algumas funções em algumas instituições. Não existe propriamente uma razão, acho que muitas vezes o nosso percurso é marcado pelo acaso ou pelas oportunidades que nos vão surgindo na vida. Eu comecei a minha carreira profissional a fazer projetos pós fundos europeus fiz muitos projetos interessantes quer desde técnico júnior até assumir a eu próprio a liderança dos processos depois trabalhei na área imobiliária e fui lá parar praticamente por acaso, foi nesta área que contactei com muitos fundos de investimento

imobiliário, nacionais e estrangeiros. Em 2000 alguns destes fundos estrangeiros começaram a desinvestir em Portugal e eu comecei a apostar noutros campos, passando a ser consultor de investimentos. Durante esta experiência enquanto consultor de investimentos vivi períodos fantásticos assistido a subidas fantásticas para as pessoas de quem eu era consultor, depois tudo terminou abruptamente. Em novembro de 2007 tinha 8 investidores com carteiras muito interessantes e em Junho/Julho de 2008 fiquei sem ninguém, quando as pessoas pura e simplesmente fugiram dos mercados portanto e se foram refugiar noutros investimentos. Terminou assim a minha experiência enquanto consultor de investimentos. Mais tarde, em 2010, foi convidado por outro investidor para o acompanhar e ainda cheguei a acompanhá-lo mas por pouco tempo, porque as minhas motivações já não eram as mesmas. Foi pena, porque este investidor foi um dos mais inteligentes com quem eu trabalhei, tenho pena que tenha aparecido três anos mais tarde. Mas por um lado, ainda bem, porque assim não perdeu muito dinheiro ao contrário do que se passou em 2008 onde houve muita gente a perder dinheiro.

- Na sua opinião, como e onde é que começou a atual crise? Porquê?

R: Definitivamente a crise começou pela ganância e pelo problema de supervisão que existe nos bancos centrais, os bancos centrais não conseguem fazer supervisão. A experiência mostra todos os grandes casos mesmo num sistema extremamente avançado como os Estados Unidos da América resultaram de conflitos que nascem do interior das instituições. Não há casos em que realmente a supervisão consiga ser verdadeiramente eficaz.

Por outro, a ganância de muitos operadores que só olharam para o curto prazo criaram uma bolha brutal o subprime que acabou por rebentar. O problema não foi rebentar, foi o facto de ter criado num sistema insustentável e portanto mais cedo ou mais tarde tinha que dar buraco. Isto levou os mercados atrás e as economias a baixo.

- O que são fundos de investimento?

R: Os fundos de investimento representam a oportunidade de alguém que quer colocar dinheiro em ativos um pouco mais arriscados especialmente fundos de investimento mobiliários, beneficiar de uma

gestão profissional de alguém profundamente conhecedor e poder fazer-lo a partir de um investimento relativamente pequeno. A pessoa pode comprar uma unidade de participação que tipicamente terá um valor mínimo e portanto não precisa de ser um grande investidor, não precisa de saber imenso sobre a bolsa, nem sobre investimentos, nem sobre ativos, nem sobre commodities, nem nada disso podendo ainda beneficiar de uma estrutura profissional e é isto que eu acho que é de realçar nos fundos de investimento. Acho que os fundos de investimento foram um progresso extraordinário na inteligência humana nos mercados. Infelizmente, podemos encontrar n casos e por isso é que á tantos fundos que deram asneira em que a gestão não foi a melhor e muitas vezes os investidores foram defraudados pela forma como os gestores aplicaram os seus dinheiros. Existem imensos exemplos e neste caso não estou só a pensar no mercado Português que é muito pequeno mas á escala global existem n problemas.

- Quais os fatores de risco?

R: O fator de risco associado aos fundos de investimento têm haver com facto de os gestores não cumprirem o seu próprio programa de ação não cumprirem o mandato para o qual estão a ser emboçados pelas pessoas que compram unidades de participação e os gestores muitas vezes optarem por estratégias enviesadas á exemplos não em Portugal mas nos Estados Unidos de fundos que investiram por estratégias particulares na empresa A ou na empresa B e não no cumprimento daquilo que era a estratégia que eles próprios definiam e que faziam a sua publicidade

- Qual a sua opinião sobre o mercado dos fundos de investimento?

R: Os fundos de investimento têm esta vantagem de nos dar a oportunidade de constituir uma carteira comprando apenas uma unidade de participação. Esta carteira é constituída segundo os melhores procedimento, segundo as melhores teorias (bastante estudadas) e com uma análise fundamental sobre o valor dos títulos que foi feita por profissionais altamente qualificados. Á aqui um efeito de escala do investimento que o fundo pode fazer e que é para os investidores particulares é quase impossível. Portanto podemos criar carteiras muito eficientes com base nos fundos de investimento. Por

estes motivos, acho que os fundos de investimento têm verdadeiramente um papel importante nos mercados, são fundamentais e ainda bem que há fundos de investimento

- Na sua opinião, acha que a crise pode ter influenciado este mercado? Como? Quando? Porquê?

R: Obviamente, mesmo aqui em Portugal conforme escrevi á anteriormente é um mercado muito pequeno nós temos muitos exemplos de fundos que chegaram a ser fechados, fundos que fizeram as pessoas perderem muito dinheiro houve muita gente a perder dinheiro e que não se tinha apercebido que corria o risco tão real e tão grande de perder dinheiro até porque o mercado estava bom á muito tempo e as pessoas estavam muito descansadas só pensavam na rentabilidade e nunca tinham percebido muito bem que o trade-off entre rentabilidade e risco continuava lá, os mercados caíram e os fundos de investimento caíram em geral.

- Acha que essa influência se pode refletir no desempenho dos fundos de investimento?

R: Seguramente caíram e portanto esta influência é uma influência direta em que o mercado contagiou o desempenho dos fundos de investimento isso eu não tenho dúvida

- Esse desempenho pode ser medido? Como?

R: Sim, eu olharia para as rentabilidades médias a longo prazo, porque é assim no longo prazo nós já passamos pelos riscos todos e portanto o gestor que consiga no longo prazo bater o mercado, ser mais rentável que o mercado tiro-lhes o chapéu e há muitos casos há muitos casos que sistematicamente são os melhores e são os melhores é porque conseguem perceber que devem tirar o pé do acelerador quando o mercado vai cair e que é quando o mercado está alavancado e vai de facto puxar que eles vão investir mais e vão também arriscar mais para tirar mais rentabilidade. A longo prazo são os que têm melhores desempenhos, não é por acaso que existe um George Soros no homem não ganha por acaso, não foi por acaso que ele bateu o mercado durante anos consecutivos, não há algo por trás ao nível da gestão, da capacidade, da forma como as coisas

acontecem. Acho que esta é a melhor medida, acho que a longo prazo não vale a pena olhar para outras.

- Existiram alguns indicadores que lhe permitiram perceber o início da crise, nomeadamente em Portugal? Quais? Porquê?

R: Escrevi anteriormente que em 2007, apanhamos todos um grande susto, penso que verdadeiramente ninguém pensou que em 2008 íamos ter uma grande crise, o Roubini diz que sim e escreveu. A maior parte das pessoas que sabiam e que estavam nos mercados têm um problema que é o seguinte: quem está nos mercados está inevitavelmente agarrado ao curto prazo e para captar tendências de longo prazo é preciso conseguir ganhar uma distância que é um exercício extremamente difícil porque não há ninguém que não fique feliz de ver o valor das suas carteiras subir quase 5% ao fim do dia e ninguém que não fico em pânico se descer 2% por isso mesmo estamos todos ainda muito ligados ao curto prazo. Eu sou defensor da análise fundamental acho que pela análise fundamental que os investimentos devem ser decididos mas nós estamos tão agarrados ao curto prazo que é muito difícil compreender os efeitos de longo prazo nomeadamente macroeconômicos que criam as condições para o mercado descer mesmo para aquelas tem mais formação em macroeconomia e eu muitas vezes costumava dizer que era um surfista que apanhava boas ondas porque sabia muito de correntes ou seja o facto de saber muito de macroeconomia ajudava-me muito para trabalhar nisto mas na verdade a pressão do curto prazo é tão grande que quando se está nos mercados queremos é a bola que bate no poste e saber se entra ou não entra não queremos saber de uma boa gestão para o seu clube quer é que a bola entre agora fazer uma gestão que lhe permita ter outros valores daqui a 5 anos, ainda que toda a gente o queira a pressão do curto prazo é tão grande que acaba por subverter o funcionamento e eu acho que não há gestor de fundos que seja seja imune a isso.

- Existem outros indicadores que podem também indiciar esta situação? Quais? Por que razões não os utilizou?

R: Os indicadores macroeconômicos poderiam mas mais uma vez nós tivemos um problema que nunca se colocou. É a primeira crise financeira a ser num país dos mais ricos do mundo, nós andamos anos e anos a ter grandes crises financeiras como por exemplo, a crise do México, a crise asiática de 97, a crise da Rússia em 98, a crise da Argentina etc. Tivemos imensos exemplos disso mas era sempre noutros países agora no centro do sistema nunca tínhamos tido e mesmo a grande depressão tem aspetos muito diferentes desta e mesmo no tempo da queda da bolsa em 87 houve uma queda mas numa lógica em que tinha havido uma grande bolha que de repente caiu a diferença é que o subprime vem da economia real apesar de ser da economia ligada ao sistema bancário mas vem da economia real e portanto o acaba por contagiar completamente os mercados, acaba por contagiar toda a gente e vem com uma força que não estava que não estava ao alcance de qualquer um ter percebido. Obviamente, tiramos o chapéu ao Roubini e a outros que pensaram nisto mas são tão raros á escala global que os homens merecem um Nobel.

- Existem outras formas de se medir o desempenho dos fundos de investimento? Quais?

R: Eu acho que acima de tudo nós estamos no trade-off entre risco e rentabilidade e que quando se está nos mercados muito dificilmente se escapa de risco e rentabilidade, podemos fazer é aprendizagem tentar ser cada vez melhores e isso significa conseguir ter um perfil de risco menor e mais rentabilidade como de alguma forma esticar a corda a nosso favor. Isto consegue-se como? Com mais conhecimento, com mais estudo, com mais análise, conhecendo melhor os ativos nos quais estamos a investir mas isso é um exercício que é deixar tanto de ser ciência e passa a ser uma arte, é uma arte verdadeiramente, mais do que uma metodologia científica. Às tantas estamos numa capacidade individual de gestores excepcionalmente qualificados que ás tantas tem feeling e o ter feeling não é ciência. É extremamente difícil ter alguém que consiga compreender toda a matriz de informação com que tem que trabalhar mas é mais difícil ter alguém com uma sensibilidade tal para futuro dos ativos que consiga perceber se isto vai correr bem ou

vai correr mal isso às tantas entra numa arte por isso é que por acaso. Á alguns indivíduos que conseguem fazer milhares de milhões de dólares e que conseguem criar para os seus investidores para as pessoas para quem trabalham consegue criar milhares de milhões de dólares obviamente, são extremamente bem pagos mas mereciam muito mais atenção dos média. O George Soros conseguiu tudo isso mas também pela sua intervenção filantrópica na sociedade civil e pronto por algum mediatismo conseguiu elementos chave mas muitos destes indivíduos são do melhor que inteligência humana produziu obviamente estou-me a focar mais na América do que em Portugal. Em Portugal uns melhores outros piores mas a maior parte dos fundos nunca saíram muito do trade-off entre rendibilidade e risco. E não escrevendo só sobre os fundos por exemplo a banca de investimentos ou um caso muito conhecido em Portugal, o BPP é assim o BPP já nas notícias completamente rebentado e eu lembro-me de estar numa livraria e ver um livro do presidente do BPP que dizia ganhar e com toda a lógica porque é simples uma estratégia muito arriscada com grandes alavancagens ou com betas elevadíssimos obviamente em tempos em que as coisas correm bem vão ser os mais rentáveis do mercado em tempos em que as coisas correm mal esta alavancagem também é o espelho de alguma sobre o problema.

- De todas as formas que refere qual a mais utilizada? Porquê?

Obrigado pela sua disponibilidade e colaboração.

Anexo nº3 – Análise de Conteúdo

Bloco	Categoria	Subcategoria	Indicadores	Observações
Caracterização dos entrevistados	Nível Académico	Licenciatura	“Sou licenciado em Gestão” – Entrevistado B	Através das habilitações académicas do entrevistado A, concluir-se que o entrevistado A tem uma licenciatura. O entrevistado B é licenciado em gestão como o próprio refere. Ambos os entrevistados têm um mestrado, sendo este no caso do entrevistado A em gestão e no caso do entrevistado B em economia. O entrevistado B referiu ainda que se encontra a terminar um doutoramento em economia. Ao nível profissional ambos os entrevistados referem ter feito mais formação. Esta formação no caso do entrevistado A abrange várias áreas que vão desde auditoria até mercados financeiros. O entrevistado B refere ser técnico oficial de contas e ter formação CAP, para além de ter frequentado
		Pós-Graduação Mestrado	“Mestrado em Gestão/MBA”- Entrevistado A “Tenho uma pós graduação em estudos europeus”- Entrevistado B “Um mestrado em Economia” – Entrevistado B	
		Doutoramento	“A terminar um doutoramento em economia” – Entrevistado B	
	Nível Profissional	Extensa	“É extensa e abrange várias áreas desde a auditoria até aos mercados financeiros” – Entrevistado A “Tenho CAP de formador”- Entrevistado B “Sou técnico oficial de contas” – Entrevistado B “Inúmeras formações ao nível de gestão de equipas e comportamentais” – Entrevistado B “Formações avançadas ao nível financeiro”-	
		CAP		
		TOC		
	Outras Formações			

			Entrevistado B	<p>inúmeras formações ao nível de gestão de equipas, comportamentais e ao nível financeiro, sendo a ultima de nível avançado. As razões apontadas por ambos os entrevistados são a necessidade de aprofundarem conhecimentos para aplicarem na sua vida profissional.</p> <p>Há que salientar que ambos são professores universitários e exercem a função de diretores, diferenciando-se nesta ultima função em que o entrevistado A é diretor coordenador e o entrevistado B é diretor adjunto.</p>
		Razões	<p>“As razões tiveram a ver com a actividade desenvolvida”- Entrevistado A</p> <p>“As razões são aprender mais e a necessidade de aplicar na vida ativa o conteúdo dessas formações”- Entrevistado B</p>	
	Funções que desempenha atualmente	Professor Universitário	<p>“professor universitário” – Entrevistado A</p> <p>“Sou Professor Universitário” – Entrevistado B</p>	
		Diretor	<p>“Quadro superior de uma empresa financeira (director coordenador)” – Entrevistado A</p> <p>“sou diretor geral adjunto de uma empresa” – Entrevistado B</p>	
Surgimento da Crise	Crise	Ano de início da Crise	<p>“os primeiros sintomas deram-se em Março de 2007” – Entrevistado A</p> <p>“Durante esta experiência enquanto consultor de investimentos vivi períodos fantásticos assistido a subidas fantásticas para as pessoas de quem</p>	<p>Ambos os entrevistados referiram que a crise começou a dar os primeiros sinais em 2007, sendo que só se começou a sentir verdadeiramente em 2008. Ambos os entrevistados divergem na forma como começou a crise. A crise começou</p>

			<p>eu era consultor, depois tudo terminou abruptamente. Em novembro de 2007 tinha 8 investidores com carteiras muito interessantes e em Junho/Julho de 2008 fiquei sem ninguém, quando as pessoas pura e simplesmente fugiram dos mercados” – Entrevistado B</p>	<p>com a falência de dois hedge funds do banco Bear Sterns. Já no caso do entrevistado B refere que a crise começou pela ganância e pelo problema de supervisão dos bancos centrais.</p>
		Como começou	<p>“a falência de dois hedge funds do banco de investimento Bear Sterns e teve o seu epílogo com a falência em 15/09/2008 do banco de investimento Lehman Brothers a que se seguiu a crise das dívidas soberanas.” – Entrevistado A</p> <p>“a crise começou pela ganância e pelo problema de supervisão que existe nos bancos centrais, os bancos centrais não conseguem fazer supervisão” – Entrevistado B</p>	
Fundos de Investimento	Definição	Definir o conceito de fundos de investimento	“São instrumentos de captação de poupança colectiva. São os produtos	Os entrevistados definem os fundos de investimento de forma semelhante.

			<p>financeiros mais transparentes do mercado” – Entrevistado A</p> <p>“Os fundos de investimento representam a oportunidade de alguém que quer colocar dinheiro em ativos um pouco mais arriscados especialmente fundos de investimento mobiliários, beneficiar de uma gestão profissional de alguém profundamente conhecedor e poder fazer-lo a partir de um investimento relativamente pequeno” – Entrevistado B</p>	<p>Desta forma percebe-se que a definição de fundos de investimento é mais ou menos consensual conforme referido no enquadramento teórico, onde estão duas definições também semelhantes entre elas e semelhantes às escritas por parte dos entrevistados</p>
		Risco Associados	<p>“Os factores de risco são: o risco país, sector e empresa (específico e sistemático)” – Entrevistado A</p> <p>“O fator de risco associado aos fundos de investimento têm haver com facto de os gestores não cumprirem o seu próprio programa de ação não cumprirem o mandato para o qual estão a ser</p>	<p>Na questão dos riscos associados a opinião dos entrevistados é diferente, por lado, o entrevistado A refere que os factores de risco são o risco sistemático, o risco específico e o risco país. Os dois primeiros riscos já estão referidos também no enquadramento teórico. A opinião do entrevistado B</p>

			<p>emboçados pelas pessoas que compram unidades de participação e os gestores muitas vezes optarem por estratégias enviesadas á exemplos não em Portugal mas nos Estados Unidos de fundos que investiram por estratégias particulares na empresa A ou na empresa B e não no cumprimento daquilo que era a estratégia que eles próprios definiam e que faziam a sua publicidade” – Entrevistado B</p>	<p>é divergente, referido que o risco associado aos fundos de investimento passa pela possibilidade de haver um desvio na estratégia definida no início do fundo.</p>
		<p>Opinião dos entrevistados sobre o mercado</p>	<p>“Positiva e determinante para os investidores” – Entrevistado A</p> <p>“Os fundos de investimento têm esta vantagem de nos dar a oportunidade de constituir uma carteira comprando apenas uma unidade de participação. Esta carteira é constituída segundo os melhores procedimento, segundo as melhores teorias</p>	<p>A opinião dos entrevistados sobre o mercado é positiva, sendo que ambos referem que os fundos de investimento são importantes para o mercado.</p>

			<p>(bastante estudadas) e com uma análise fundamental sobre o valor dos títulos que foi feita por profissionais altamente qualificados. Á aqui um efeito de escala do investimento que o fundo pode fazer e que é para os investidores particulares é quase impossível. Portanto podemos criar carteiras muito eficientes com base nos fundos de investimento.” - Entrevistado B</p> <p>“um papel importante nos mercados, são fundamentais e ainda bem que há fundos de investimento” – Entrevistado B</p>	
A crise e sua relação com a performance dos fundos de Investimento		Relação entre o mercado e o desempenho dos fundos	<p>“Claro. Os bancos necessitaram de depósitos para fortalecer os seus balanços. Logo, aconselharam os clientes a saírem de fundos para irem para depósitos com remunerações elevadas (...) uma crise provoca sempre saída dos investidores de activos de risco”</p>	Os entrevistados referem que o desempenho dos fundos de investimento é afetado pela crise, no entanto, divergem no motivo. O entrevistado A escreve que a causa é a saída de investidores para ativos menos arriscados. Outra causa é o facto de

			<p>Entrevistado A</p> <p>“Obviamente, (...) houve muita gente a perder dinheiro e que não se tinha apercebido que corria o risco tão real e tão grande de perder dinheiro até porque o mercado estava bom á muito tempo e as pessoas estavam muito descansadas só pensavam na rentabilidade e nunca tinham percebido muito bem que o trade-off entre rendibilidade e risco continuava lá, os mercados caíram e os fundos de investimento caíram em geral.” - Entrevistado B</p> <p>“Em parte, pois os resgates obrigam os gestores a ter que vender activos, além de que, a queda dos preços dos activos afectam a performance.” – Entrevistado A</p> <p>“Seguramente caíram e portanto esta influência é uma influência direta em que o mercado contagiou o</p>	<p>o preço dos ativos que compõem o fundo de investimento diminuir. Por outro lado o entrevistado B escreve que o desempenho dos fundos de investimento é afetado por uma influência direta do mercado.</p>
--	--	--	--	---

			desempenho dos fundos de investimento”- Entrevistado B	
		Formas de medir o desempenho dos fundos de investimento	<p>“Pode. pela rendibilidade e pelas medidas de performance de Sharp, Treynor e Jensen” – Entrevistado A</p> <p>“rendibilidades médias a longo prazo, porque é assim no longo prazo nós já passamos pelos riscos todos” – Entrevistado B</p>	<p>Ambos os entrevistados referem que se pode medir o desempenho dos fundos de investimento mas não estão de acordo na forma como se pode calcular este desempenho. O entrevistado A afirma que se pode medir o desempenho utilizando as medidas de desempenho global, nomeadamente o rácio de Sharpe, o rácio de treynor etc.</p> <p>Para o entrevistado B o melhor será as rendibilidades médias a longo prazo.</p>
Indicadores que permitem perceber a crise	Indicadores	Macroeconómicos e outros	“O nível de alavancagem dos bancos (relação Activo / Capitais Próprios) muito elevada e o início da subida dos spreads de risco de crédito no mercado financeiros a partir	<p>Na questão dos indicadores que permitem perceber a crise ambos estão de acordo, referido que os indicadores macroeconómicos</p> <p>O entrevistado A</p>

			<p>de Junho de 2007" – Entrevistado A</p> <p>“Eu sou defensor da análise fundamental acho que pela análise fundamental que os investimentos devem ser decididos mas nós estamos tão agarrados ao curto prazo que é muito difícil compreender os efeitos de longo prazo nomeadamente macroeconômicos que criam as condições para o mercado descer mesmo para aquelas tem mais formação em macroeconomia” – Entrevistado B</p>	<p>refere ainda que o nível de alavancagem dos bancos e a subida do risco de crédito também permitem perceber o início da crise.</p>
		<p>Macroeconómicos</p>	<p>“Existem. Por exemplo, os fluxos de capitais e os indicadores macro. Estes indicadores são normalmente mais lentos no espelho de uma situação grave” – Entrevistado A</p> <p>“Os indicadores macroeconômicos poderiam mas mais uma vez nós tivemos um problema que nunca se colocou. É a primeira crise financeira a serio num país dos mais ricos do mundo” –</p>	

			Entrevistado B	
Outras formas de medir o Desempenho e perceber qual a mais utilizada		Outras formas de medir o desempenho	<p>“Pode-se medir o tracking error, a correlação entre o fundo e o seu benchmark, o quartil em que o fundo tem andado em termos de performance ou rendibilidade” – Entrevistado A</p> <p>“Eu acho que acima de tudo nós estamos no trade-off entre risco e rentabilidade e que quando se está nos mercados muito dificilmente se escapa de risco e rentabilidade” – Entrevistado B</p>	<p>O entrevistado A refere mais algumas formas de medir o desempenho.</p> <p>O entrevistado B refere que as medidas que possam ser utilizadas para medir o desempenho dificilmente vão escapar ao binómio rendibilidade - risco</p>
		A mais utilizada	<p>“o rácio de Sharpe” – Entrevistado A</p>	<p>O entrevistado A refere que a mais utilizada é o rácio de Sharpe.</p> <p>O entrevistado B não respondeu a esta questão.</p>