

A Desvantagem da Distância? Desempenho dos Fundos Portugueses em Mercados Norte-Americanos

VERSÃO FINAL APÓS DEFESA

Martim Vitorino Candeias

Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em
Finanças e Contabilidade
(2º ciclo de estudos)

Orientador: Prof. Doutor Pedro Miguel Ramos Marques da Silva

janeiro de 2026

Folha em branco

Declaração de Integridade

Eu, Martim Vitorino Candeias, que abaixo assino, estudante com o número de inscrição M13403 de Finanças e Contabilidade da Faculdade de Ciências Sociais e Humanas, declaro ter desenvolvido o presente trabalho e elaborado o presente texto em total consonância com o **Código de Integridades da Universidade da Beira Interior**.

Mais concretamente afirmo não ter incorrido em qualquer das variedades de Fraude Académica, e que aqui declaro conhecer, que em particular atendi à exigida referenciação de frases, extratos, imagens e outras formas de trabalho intelectual, e assumindo assim na íntegra as responsabilidades da autoria.

Universidade da Beira Interior, Covilhã 12 / 01 / 2026

Martim Vitorino Candeias

(assinatura conforme Cartão de Cidadão ou preferencialmente assinatura digital no documento original se naquele mesmo formato)

Folha em branco

Agradecimentos

Em primeiro lugar, agradeço ao Professor Pedro Silva, pela orientação, disponibilidade e apoio ao longo de todo o processo de investigação e redação desta dissertação.

Um agradecimento muito especial à minha família pela paciência e incentivo constante, foram fundamentais durante todo o percurso. Aos meus amigos, deixo igualmente um profundo agradecimento pelo apoio, pela compreensão nos momentos de ausência e pela força que sempre me transmitiram.

Folha em branco

Resumo

O presente estudo analisa o desempenho dos fundos de investimento portugueses cuja política de investimento se centra maioritariamente em ações norte-americanas. Para o efeito, foram aplicados diferentes modelos de avaliação de performance amplamente utilizados na literatura financeira, nomeadamente a medida de Jensen (1968), o modelo de três fatores de Fama e French (1993) e o modelo Carhart (1997). Como índices de referência foram utilizados o S&P500 e o MKT_{FF} , um índice de mercado abrangente calculado por Kenneth French. A investigação foi ainda realizada em duas amostras distintas, uma com 495 observações semanais (a partir de 10 de julho de 2015) e outra com 111 (a partir de 18 de novembro de 2022) de forma a testar a robustez dos resultados.

Os resultados indicam que no período mais recente nenhum dos alfas é estatisticamente significativo e apenas um é significativo (e negativo) considerando o período de nove anos e meio, pelo que poderemos avaliar a performance da categoria como sendo essencialmente neutra. Este resultado não parece sustentar as conclusões mais comuns que decorrem da literatura e que apontam para uma desvantagem da gestão local.

Palavras-chave

Fundos de Investimento; Avaliação de Performance; *Benchmarks*; Ações Norte-Americanas; Gestão Local

Folha em branco

Abstract

This study examines the performance of Portuguese mutual funds whose investment policy focuses primarily on US equities. To this end, we apply standard performance evaluation models widely used in the literature - namely the Jensen's measure (1968), Fama-French three-factor model (1993) and the Carhart four-factor model (1997). As benchmarks were used the S&P500 and MKT_{FF} , a broad market index calculated by Kenneth French. The analysis is conducted on two samples, one comprising 495 weekly observations (starting July 10, 2015) and another with 111 weekly observations (starting November 18, 2022), to ensure robust results.

The main findings indicate that, in the most recent period, none of the alphas are statistically significant and considering the nine-and-a-half-year period only one is significant (and negative). Overall, the category's performance is essentially neutral. This result does not align with the most common conclusions in the literature, which tend to point to a disadvantage of local management.

Keywords

Investment Funds; Performance Evaluation; Benchmarks; North American equities; Local Management

Folha em branco

Índice

1. INTRODUÇÃO	1
2. ENQUADRAMENTO	3
3. REVISÃO DA LITERATURA.....	8
4. DADOS E METODOLOGIA	13
4.1 Dados.....	13
4.2 Metodologia.....	16
4.2.1 Medida de Jensen	16
4.2.2 Modelo de três fatores de Fama-French (1992, 1993)	17
4.2.3 Modelo de Carhart.....	18
5. RESULTADOS	20
5.1 Estatística Descritiva.....	20
5.2 Matriz de Correlações das Rendibilidades.....	21
5.3 Resultados (período completo, benchmark S&P 500)	22
5.3.1 Medida de Jensen	22
5.3.2 Modelo dos 3 fatores de Fama-French	23
5.3.3 Modelo de Carhart.....	24
5.4 Resultados (período completo, benchmark MKT_{FF})	26
5.4.1 Medida de Jensen	26
5.4.2 Modelo dos 3 fatores de Fama-French	27
5.4.3 Modelo de Carhart.....	28
5.6 Resultados (período reduzido, benchmark S&P 500).....	29
5.6.1 Medida de Jensen	29
5.6.2 Modelo de 3 fatores de Fama-French	30
5.6.3 Modelo de Carhart.....	31
5.7 Resultados (período reduzido, benchmark MKT_{FF})	33
5.7.1 Medida de Jensen	33
5.7.2 Modelo dos 3 fatores de Fama-French.....	34

5.7.3 Modelo de Carhart.....	35
6. CONCLUSÃO, LIMITAÇÕES E FUTURAS LINHAS DE INVESTIGAÇÃO.....	37
7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	39

Folha em branco

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Sociedades Gestoras e Respetivos Volumes Sob Gestão e Quotas de Mercado.....	4
Tabela 2 - Categorias APFIPP e respetivos volumes sob gestão e quotas	5
Tabela 3 - Classes de risco e intervalos de volatilidade	6
Tabela 4 - Taxas de IRS	7
Tabela 5 - Características dos fundos de ações EUA.....	14
Tabela 6 - Medidas Descritivas das rentabilidades semanais dos fundos.....	20
Tabela 7 - Matriz de Correlações das Rentabilidades	21
Tabela 8 - Composição das carteiras dos fundos BPI América e Santander Seleção Ações América	22
Tabela 9 - Alfa de Jensen (Amostra Completa, S&P500)	23
Tabela 10 - Modelo de Fama-French (Amostra Completa, S&P500).....	23
Tabela 11 - Modelo de Carhart (Amostra Completa, S&P500)	25
Tabela 12 - Alfa de Jensen (Amostra Completa, MKT _{FF})	26
Tabela 13 - Modelo de Fama-French (Amostra Completa, MKT _{FF})	27
Tabela 14 - Modelo de Carhart (Amostra Completa, MKT _{FF})	28
Tabela 15 - Alfa de Jensen (Período Reduzido, S&P500)	29
Tabela 16 - Modelo de Fama-French (Período Reduzido, S&P500).....	30
Tabela 17 - Modelo de Carhart (Período Reduzido, S&P500).....	31
Tabela 18 - Alfa de Jensen (Período Reduzido, MKT _{FF})	33
Tabela 19 - Modelo de Fama-French (Período Reduzido, MKT _{FF})	34
Tabela 20 - Modelo de Carhart (Período Reduzido, MKT _{FF})	36

Folha em branco

Lista de Acrónimos

APFIPP	Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios
CMVM	Comissão de Mercado de Valores Mobiliários
EUA	Estados Unidos da América
FII	Fundos de Investimento Imobiliário
FIM	Fundos de Investimento Mobiliário
HML	<i>High Minus Low</i>
MOM	<i>Momentum</i>
OIC	Organismo de Investimento Coletivo
SMB	<i>Small Minus Big</i>
UP	Unidade de Participação
VLGF	Valor Líquido Global do Fundo

Folha em branco

1. Introdução

Os fundos de investimento constituem um dos principais veículos de poupança e aplicação de capital por parte dos investidores, permitindo o acesso a mercados financeiros diversificados e a diferentes classes de ativos. Em Portugal, o setor dos organismos de investimento coletivo (OIC) tem vindo a assumir um papel relevante na canalização da poupança interna para os mercados internacionais, oferecendo soluções que variam entre fundos de obrigações, mistos e de ações. Entre estes, destacam-se os fundos que concentram a sua política de investimento no mercado acionista norte-americano, um dos mais desenvolvidos, líquidos e competitivos a nível mundial.

A atratividade das ações norte-americanas decorre de múltiplos fatores: a dimensão e profundidade do mercado dos Estados Unidos da América (EUA), a relevância global das empresas cotadas – muitas delas líderes em setores como tecnologia, saúde, energia e consumo –, bem como a estabilidade institucional (até recentemente) e a centralidade do dólar norte-americano como moeda de reserva internacional. O índice S&P 500, que agrega as 500 maiores empresas cotadas nos EUA, representa não apenas uma referência para o desempenho da economia americana, mas também um *benchmark* global utilizado na avaliação de carteiras e fundos de investimento.

Para os investidores portugueses, os fundos que concentram o seu investimento em ações norte-americanas oferecem a oportunidade de exposição a um mercado de elevada capitalização e inovação, sem que seja necessário investir diretamente em ativos estrangeiros ou enfrentar individualmente custos de transação, riscos de liquidez e barreiras regulatórias. Por outro lado, estes fundos estão sujeitos a riscos específicos, nomeadamente o risco cambial (euro/dólar) e, evidentemente, o risco de mercado associado às flutuações do mercado acionista norte-americano.

A análise do desempenho destes fundos é, por conseguinte, relevante não apenas para investidores, mas também para reguladores e académicos, uma vez que permite compreender até que ponto a gestão ativa consegue acrescentar valor após o ajustamento pelo risco e face a mercados altamente eficientes como o norte-americano.

Adicionalmente, esta investigação procura contribuir para a discussão sobre a possível vantagem dos gestores locais face aos estrangeiros (*locals vs. foreigners*), analisando o desempenho no mercado acionista norte-americano de fundos cuja sociedade gestora não é americana. Embora não seja unânime, a literatura destaca a desvantagem dos não locais (estrangeiros) essencialmente devido a desvantagens informacionais.

Deste modo, o objetivo do presente estudo é aprofundar a compreensão sobre a capacidade da gestão dos fundos portugueses que investem maioritariamente em ações

norte-americanas. Para esse efeito será avaliado o desempenho destes fundos através de três modelos de avaliação (a medida de Jensen (1968), o modelo de três fatores de Fama-French (1993) e o modelo de Carhart (1997)) e de dois *benchmarks* (o índice S&P 500 e o índice de mercado calculado por Kenneth French).

De forma geral, os resultados obtidos não evidenciam desempenhos significativamente superiores ou inferiores aos índices de referência. No período posterior a 18/11/2022 destaca-se, pela positiva, a performance da classe C do Santander.

Após esta Introdução, no capítulo 2, far-se-á um Enquadramento onde se apresentam conceitos relacionados com a atividade dos fundos de investimento, faz-se o enquadramento fiscal destes produtos (na perspetiva dos particulares residentes no continente) e caracteriza-se a dimensão do mercado dos fundos de investimento em Portugal. No capítulo 3 é realizada a revisão da literatura e no capítulo 4 (Dados e Metodologia), descreve-se o tratamento dos dados utilizados e as suas fontes, tal como a metodologia, com ênfase nos diferentes modelos de avaliação de desempenho.

No capítulo seguinte, são expostos e interpretados os resultados obtidos através da utilização de dois *benchmarks* diferentes e dos três modelos de avaliação de desempenho em dois períodos temporais distintos.

Para finalizar, encerra-se o estudo com o capítulo 6, “Conclusão, Limitações e Futuras Linhas de Investigação”.

2. Enquadramento

Os fundos de investimento são instrumentos financeiros que reúnem, por regra, capital de vários investidores, constituindo um património autónomo gerido por profissionais (sociedades gestoras). São um tipo de organismos de investimento coletivo (OIC) e diferenciam-se pela diversidade de ativos que podem compor as suas carteiras.

O capital de um fundo de investimento divide-se em unidades de participação (UP) com características iguais, sendo a participação no fundo realizada através da subscrição destas unidades, concretizando, desta forma, o investimento.

No que diz respeito aos diferentes tipos de fundos, existem fundos de investimento imobiliários (FII) que são categorizados pelo seu investimento principalmente em imóveis, existindo ainda fundos de investimento mobiliários (FIM) que privilegiam investimentos em ativos como ações e obrigações, entre outros valores mobiliários.

Nos FIM podemos ainda distinguir diferentes categorias de fundos consoante as suas respetivas políticas de investimento:

- Fundos de ações - investem, sobretudo, em ações cotadas ou não incluindo unidades de participação emitidas por outros fundos de ações;
- Fundos de obrigações - investem principalmente em ativos de rendimento fixo, nomeadamente obrigações de médio e longo prazo e também em unidades de participação emitidas por fundos de obrigações;
- Fundos mistos - fazem investimentos diversificados, quer em títulos de dívida, quer em ações ou em unidades de participação de outros fundos de investimento;
- Outros fundos - nesta categoria residual, englobam-se outros fundos como fundos de capital de risco e *hedge funds*.

Os fundos podem ser ainda categorizados como fundos abertos ou fechados. Nos fundos abertos, as unidades de participação podem ser emitidas, resgatadas ou transacionadas livremente, enquanto nos fundos fechados o número de unidades é fixo.

Atualmente o número de sociedades gestoras em Portugal é de 21 e o volume total sob gestão supera os 23 mil milhões de euros (APFIPP, 2025). As 3 sociedades gestoras com a maior quota (volume sob gestão/volume total sob gestão) são, em primeiro lugar, com 30,13%, a Caixa Gestão de Ativos que conta com um volume sob gestão de 7 mil milhões de euros. Em segundo lugar, encontra-se a IM Gestão de Ativos com um volume sob gestão de 5,5 mil milhões de euros, correspondente a uma quota de 23,43% e, em terceiro

lugar, o Santander Asset Management com uma quota de 16,45%, gerindo cerca de 3,9 mil milhões de euros (Tabela 1).

Sociedade Gestora	Volume Sob Gestão	Quota
3 Comma Capital SCR - S.A.	41 154 755,57 €	0,17%
Bankinter Gestion de Ativos, SGIIC Suc.Portugal	537 814 732,30 €	2,26%
BIZ Capital - SGOIC, SA	11 811 338,85 €	0,05%
Bluecrow - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	62 929 627,09 €	0,26%
BPI Gestão de Ativos - SGOIC, SA	3 196 659 506,72 €	13,46%
Caixa Gestão de Ativos - SGOIC, SA	7 156 692 507,14 €	30,13%
Casa de Investimentos - SGOIC, SA	245 397 850,27 €	1,03%
Crédito Agrícola Gest - SGOIC, S.A.	20 114 887,84 €	0,08%
GFM Gestão de Ativos - SGOIC, SA	25 832 928,33 €	0,11%
GNB - Gestão de Ativos, SGOIC, S.A.	1 282 385 292,37 €	5,40%
Haitong Global Asset Management, SGOIC S.A.	2 732 062,00 €	0,01%
Heed Capital SGOIC, SA	48 519 918,04 €	0,20%
IM Gestão de Ativos - SGOIC, SA	5 565 754 929,55 €	23,43%
Invest Gestão de Ativos - SGOIC, SA	381 906 909,09 €	1,61%
LYNX Asset Managers - SGOIC, SA	3 787 637,61 €	0,02%
Montepio Gestão de Ativos - SGOIC, SA	536 409 650,72 €	2,26%
Octanova, SCR, S.A.	1 134 237,28 €	0,00%
Optimize Investment Partners - SGOIC, SA	451 115 385,52 €	1,90%
OXY Capital - SGOIC, SA	229 909 346,76 €	0,97%
Santander Asset Management - SGOIC, SA	3 906 471 927,87 €	16,45%
Sixty Degrees -SGOIC, SA	44 735 154,51 €	0,19%
Total	23 753 270 585,43 €	100%

Tabela 1 - Sociedades Gestoras e Respetivos Volumes Sob Gestão e Quotas de Mercado

Fonte: APFIPP

No que toca ao tipo de fundos, dos 25 considerados pela APFIPP (tabela 1), os três com maior volume sob gestão são, em primeiro lugar, os Fundos Poupança Reforma, com uma quota de 20,12% e com um volume sob gestão de 4,7 mil milhões de euros. De seguida, encontram-se os Fundos de Obrigações Euro, com cerca de 14,35% de quota de mercado e com 3,4 mil milhões de euros sob gestão e a terceira maior categoria são os Fundos de Ações Globais, com uma quota de 11,83% e com um volume sob gestão de 2,8 mil milhões de euros. De realçar ainda os Fundos de Ações da América do Norte, uma vez que estes são o objeto de avaliação do presente estudo. Esta categoria tem uma quota de apenas 1,44%, correspondendo a um volume sob gestão de pouco mais de 342 milhões de euros.

Categorias APFIPP	Volume Sob Gestão	Quota
Fundos Poupança Reforma	4 778 646 884,65 €	20,12%
Fundos de Obrigações Euro	3 408 765 618,63 €	14,35%
Fundos de Curto Prazo Euro	2 809 581 598,87 €	11,83%
Fundos de Ações Globais	2 482 315 666,08 €	10,45%
Fundos Multi-Ativos Moderados	2 296 051 369,09 €	9,67%
Fundos do Mercado Monetário Euro	1 984 222 357,08 €	8,35%
Fundos Flexíveis	1 476 439 584,61 €	6,22%
Fundos Multi-Ativos Equilibrados	783 097 691,47 €	3,30%
Fundos Obrigações de Taxa Indexada Euro	660 283 322,49 €	2,78%
Fundos de Ações Nacionais	519 575 320,14 €	2,19%
Fundos de Obrigações Internacional	433 835 209,72 €	1,83%
Fundos Multi-Ativos Agressivos	374 564 601,10 €	1,58%
Fundos Multi-Ativos Defensivos	354 448 158,61 €	1,49%
Fundos de Ações da América do Norte	342 211 857,05 €	1,44%
Fundos de Ações Europeias	316 261 736,15 €	1,33%
Fundos de Investimento Alternativo Multi-Ativos	191 290 771,00 €	0,81%
Fundos de Investimento Alternativo Flexíveis	158 665 094,91 €	0,67%
Outros Fundos de Investimento Alternativo	109 964 247,59 €	0,46%
Outros Fundos de Ações Internacionais	83 664 931,76 €	0,35%
Fundos de Ações Sectoriais	53 038 228,38 €	0,22%
Fundos do Mercado Monetário Internacional	50 133 899,89 €	0,21%
Fundos de Investimento Alternativo de Obrigações	46 281 110,50 €	0,19%
Fundos de Ações Ibéricas	37 942 193,00 €	0,16%
Fundos de Investimento Alternativo de Retorno Absoluto	1 223 338,44 €	0,01%
Fundos de Investimento Alternativo de Curto Prazo	765 794,22 €	0,00%
Total	23 753 270 585,43 €	100%

Tabela 2 - Categorias APFIPP e respetivos volumes sob gestão e quotas

Fonte: APFIPP

Embora cada fundo de investimento possua características e riscos específicos que devem ser avaliados por meio da leitura da documentação obrigatória associada a cada fundo, é importante destacar que existem riscos comuns que podem ser encontrados na maioria dos fundos.

Risco de Capital: este risco refere-se à probabilidade de perder o capital investido. Quanto maior for a classe de risco do fundo (ou categoria do fundo), maior é a exposição ao risco de capital, aumentando assim significativamente a probabilidade de registar perdas, especialmente em investimentos de curto prazo. No entanto, por outro lado, maior será o potencial de valorização da carteira de ativos.

Risco de Mercado: nos FIM, os ativos que compõem a carteira, como ações e títulos de dívida, estão sujeitos a flutuações de preços nos mercados de capitais. Isto significa

que existe a possibilidade de desvalorização da carteira, o que pode resultar na perda parcial ou total do capital investido pelos investidores/participantes.

No caso dos FII, os rendimentos obtidos estão diretamente relacionados às condições do mercado imobiliário, o que significa que estão sujeitos à variação de preços dos imóveis e às condições do mercado de arrendamento.

Risco de Liquidez: o risco de liquidez caracteriza-se pela facilidade (ou não) de liquidar/vender os investimentos realizados. Este risco depende de fundo para fundo e as regras de resgate (venda) são o que definem quando e se existe a possibilidade de liquidar/vender os investimentos a qualquer momento.

Os fundos de investimento, especialmente os fundos abertos, geralmente possuem alta liquidez.

Os rendimentos dos fundos podem ser distribuídos regularmente aos participantes, no caso dos fundos de distribuição, por outro lado, quando os rendimentos não são distribuídos, os fundos são denominados fundos de capitalização ou de acumulação.

No caso dos fundos de investimento fechados, os investidores, normalmente, precisam de manter as suas unidades de participação até à liquidação do fundo. No entanto, é possível que essas unidades sejam vendidas antes desse prazo, desde que o intermediário financeiro encontre outro comprador.

De acordo com o regulamento 2/2012 da CMVM os fundos são obrigados a divulgar a sua classe de risco (CMVM, 2012). A classe de risco é um indicador que classifica os fundos numa escala de 1 a 7, consoante o intervalo de volatilidade histórica das suas rentabilidades. Os intervalos previstos encontram-se na Tabela 3.

Classe de risco		1	2	3	4	5	6	7
Intervalo de Volatilidade	maior que ou igual a	0,0%	0,5%	2,0%	5,0%	10,0%	15,0%	25,0%
	menor que	0,5%	2,0%	5,0%	10,0%	15,0%	25,0%	-

Tabela 3 - Classes de risco e intervalos de volatilidade

Fonte: Regulamento 2/2012 da CMVM

Ao nível fiscal e na perspetiva de uma pessoa singular residente, os rendimentos provenientes dos OIC são considerados rendimentos de capitais e estão sujeitos a uma retenção na fonte à taxa liberatória de 28% ou, caso os investidores tenham residência fiscal na Região Autónoma dos Açores (RAA), esta taxa diminui para 19,6%. O investidor pode ainda optar pelo seu englobamento e este rendimento passa a ser tributado juntamente com os restantes às taxas gerais previstas no Código do IRS, acrescidas a sobretaxas aplicáveis.

No que respeita aos rendimentos obtidos com o resgate de UP's/participações sociais em OIC, estes são considerados mais-valias, e sem prejuízo da possibilidade de englobamento, regra geral, a tributação aplica-se na fonte à taxa de 28% (ou 19,6% para residentes fiscais na RAA). No entanto, a tributação efetiva pode ser mais reduzida relativamente a valores mobiliários admitidos à negociação ou em OIC abertos, em que deverá ser tido em consideração o mecanismo de exclusão de tributação previsto no n.º 5 do artigo 43.º do Código do IRS, para efeitos de retenção na fonte, nos seguintes moldes:

Período de detenção	Exclusão de tributação	Taxa efetiva de IRS no Continente e RAM*	Taxa efetiva de IRS na RAA **
≤ 2 anos	-	28%	19,6%
> 2 anos < 5 anos	10%	25,2%	17,64%
≥ 5 anos < 8 anos	20%	22,4%	15,68%
≥ 8 anos	30%	19,6%	13,72%

* Região Autónoma da Madeira

** Região Autónoma dos Açores

Tabela 4 - Taxas de IRS

Fonte: APFIPP

No que diz respeito aos rendimentos obtidos através da transmissão onerosa de UPs/participações, estes também são tributados, geralmente, à taxa de 28% ou 19,6% (para residentes da RAA) sobre a diferença positiva entre as mais e as menos-valias no período de tributação.

3. Revisão da Literatura

Este capítulo revê a literatura relevante sobre o enviesamento doméstico (*home bias*) e o desempenho relativo de gestores locais e estrangeiros, com particular enfoque na aplicação desta temática aos fundos portugueses que investem em ações norte-americanas.

Historicamente, os investimentos internacionais têm uma ponderação excessivamente pequena nas carteiras dos investidores em comparação com os investimentos nacionais (French & Poterba, 1991). A adequada diversificação exigiria um maior investimento internacional, pelo que este fenómeno é designado por *home bias* e constitui um dos “quebra-cabeças” na literatura académica desta área.

Efetivamente, desde o final dos anos 60 que os estudos acerca da constituição de portfolios eficientes concluem que os investidores podem otimizar o seu rácio risco-retorno através de estratégias de investimento internacionais (Grubel, 1968; Levy & Sarnat, 1970; Solnik, 1974; Errunza, 1977).

No entanto, estudos mais recentes mostram que os benefícios da diversificação internacional não são totalmente inequívocos (Asness et al., 2023). Por exemplo, Christoffersen et al. (2012) relatam uma redução nos benefícios da diversificação internacional em especial para os mercados desenvolvidos devido ao forte aumento nas correlações entre estes mercados.

Apesar destes autores e outros como De Santis e Sarno (2008) ou Viceira e Wang (2018) adotarem uma posição mais cautelosa em relação aos benefícios da diversificação internacional não deixam de a advogar pelo que faz sentido continuar a fazer referência à subrepresentação dos investimentos internacionais nas carteiras como sendo um enviesamento persistente, o *home bias*, mesmo num contexto de crescente globalização e avanços tecnológicos.

Ao longo do tempo múltiplas explicações foram sendo propostas para este fenómeno que também foi detetado por Coval e Moskowitz (1999) a nível interno (dos EUA) onde os gestores de investimentos revelavam uma forte preferência por empresas sediadas localmente. Duas das explicações mais frequentes dizem respeito aos custos de transação com a compra e venda de participações acionistas que são superiores no estrangeiro em relação ao país de origem e à assimetria de informação. Em qualquer caso, a existência de restrições institucionais, o risco cambial, a aversão ao risco ou a fiscalidade são outras explicações possíveis (Mann & Meade, 2002; Chan et al., 2005; Coeurdacier & Rey, 2013).

Uma vez que os EUA representam cerca de 64% da capitalização bolsista mundial (MSCI, 2025), é fundamental para otimizar as perspectivas de retorno e risco de qualquer investidor europeu, incorporar nas suas carteiras investimentos acionistas norte-americanos. Para este efeito os fundos de ações são um veículo que garante uma adequada diversificação nesses mercados e uma gestão profissional. A oferta existente no mercado nacional não é vasta, mas os clientes de retalho da banca nacional podem facilmente recorrer a ela ou, em alternativa, a fundos americanos comercializados em Portugal com custos de transação em regra mais elevados.

O escrutínio sobre a performance destes fundos baseados em Portugal é, contudo, muito escasso apesar da sua importância ser acrescida à luz dos resultados encontrados a nível internacional que apontam para alguma vantagem da gestão “local”. Por exemplo, Shukla e van Inwegen (1995) estudaram a diferença de desempenho entre os gestores de fundos de investimento dos EUA que investem nos EUA e os gestores do Reino Unido que também investem nos EUA. Os autores sugerem que a assimetria de informação é a razão pela qual os investidores locais têm um desempenho superior ao dos investidores estrangeiros.

Jagannathan et al. (2022) também afirmam que os gestores vinculados ao país de origem além de revelarem *home bias*, têm um melhor desempenho do que os gestores sem vínculos ao país em que estão a investir. É possível que a vantagem resulte de uma maior familiaridade inicial com o mercado local, com o seu mercado de capitais e as suas práticas, nomeadamente as de reporte de informação financeira (Covrig et al., 2007).

A maioria dos estudos que analisam o efeito da distância no desempenho dos gestores de fundos de investimento centra-se na capacidade de seleção de ações. Shukla e van Inwegen (1995) e Coval e Moskowitz (2001) concluem que os gestores de fundos locais, devido aos seus conhecimentos e contactos locais, têm uma capacidade superior de seleção de ações em relação aos gestores de fundos estrangeiros reportando retornos anormais para gestores de fundos que investem em empresas locais, tal como Bae et al. (2008) para o caso das previsões de resultados dos analistas de mercado, Malloy (2005) para o caso de recomendações de analistas, Teo (2009) para fundos de investimento na Ásia e Banegas et al. (2013) para fundos de investimento na Europa.

Outros estudos empíricos indicam igualmente que os investidores locais têm, em média, um desempenho superior ao dos estrangeiros como Hau (2001) para *traders* que investem na Alemanha, Engström (2003) para fundos europeus que investem na Ásia, Choe et al. (2005) para investidores na Coreia, Dvořák (2005) para os investidores na Indonésia no curto prazo, Teo (2009) para *hedge funds* na Ásia e Bialkowski e Otten (2010) no caso de fundos que investem na Polónia. No caso específico da China, Bae et al. (2008) identificaram uma vantagem dos analistas locais na previsão de resultados e

Nickelsen e Stotz (2023) concluíram que a maioria dos gestores de fundos que conseguem atingir uma performance positiva são locais, resultados que atribuem à assimetria de informação entre gestores locais e gestores estrangeiros. A análise ao investimento em ações japonesas por Kang e Stulz (1997) evidencia que os estrangeiros “sobrepõem” as empresas maiores e com maior visibilidade o que é consistente com a existência de uma desvantagem informacional face aos locais.

É interessante notar que a crença na superioridade dos gestores locais pode ser uma das explicações para o fenómeno de *herding* (ou comportamento de rebanho, em que investidores imitam o que outros investidores estão a fazer). De acordo com Sulaeman (2014), gestores distantes dos mercados em que investem tendem a imitar os gestores locais por acreditarem que estes fundos locais possuem uma vantagem informacional. Xiao (2015) para o mercado de fundos mexicano, afirma que os fundos de investimento estrangeiros são mais sensíveis às condições financeiras globais e adotam mais estratégias de *herding* do que os fundos de investimentos locais, em especial durante períodos de tensão do mercado.

A crença na superioridade dos gestores locais parece prevalecer na literatura, mas está longe de ser unânime. Efetivamente, vários estudos argumentam que, em mercados mais pequenos, os investidores locais são ultrapassados por investidores estrangeiros mais sofisticados. É o caso de Grinblatt e Keloharju (2000) que estudaram os resultados das transações de investidores domésticos e estrangeiros na bolsa finlandesa. Otten e Bams (2002, 2007) concluíram que não existe qualquer diferença em termos de rendibilidade ajustada ao risco quando compararam os fundos de ações norte-americanos com fundos do Reino Unido que investem nos EUA. No entanto, no segmento de pequenas empresas, detetaram uma performance ligeiramente melhor por parte dos fundos estrangeiros. Foram ainda analisados os estilos de investimento por parte dos gestores de fundos locais e estrangeiros, e neste estudo em concreto detetou-se que os gestores estrangeiros se encontravam mais expostos a empresas de pequena dimensão do que os gestores locais, ao contrário do resultado que se esperaria, isto é, que os fundos estrangeiros investem mais em ações de empresas reconhecidas relativamente às quais é menor o problema de assimetria de informação. Tschanz (2010) no que diz respeito à capacidade de *timing* do mercado verifica que os fundos do Reino Unido têm uma melhor capacidade do que os fundos americanos quando investem no mercado acionista americano, sugerindo que os gestores de fundos estrangeiros são melhores a interpretar fatores macroeconómicos. Também contrariando a hipótese da vantagem da informação local, Albuquerque et al. (2009) defendem que os investidores sofisticados dos EUA conseguem obter informação

privada, útil para negociar em muitos países, obtendo assim uma vantagem particular nos mercados estrangeiros sobre os investidores locais.

A hipótese de que investidores estrangeiros podem estar melhor informados do que os investidores locais também se infere a partir do trabalho de Froot et al. (2001) e Froot e Ramadorai (2008) sobre fluxos de capital ou o de Bailey et al. (2008) que estuda carteiras de investimento nos EUA e conclui pela boa performance, em geral, dos investidores mais ricos e experientes quando investem em ações estrangeiras. Para Fedenia et al. (2023) os melhores desempenhos ocorrem quando o investimento é feito em mercados estrangeiros culturalmente semelhantes, caso as condições de mercado destes países sejam favoráveis.

De acordo com Deng e Rakowski (2016) nos EUA os gestores de fundos de obrigações municipais locais têm uma performance inferior à dos gestores não-locais melhorando em estados com mais fundos locais o que se poderá explicar pelas vantagens informacionais e derivadas dos seus relacionamentos. Num estudo também relativo aos EUA, Seasholes e Zhu (2010) analisaram o investimento em ações de empresas sediadas próximo dos investidores, mas os resultados levam os autores a concluir que, em média, os investidores não possuem informação relevante acerca das ações locais que possuem e transacionam.

Numa análise às carteiras de investidores profissionais relativas a 32 países e para o período 2000-2010, Ferreira et al. (2013) mostraram que, em média, o desempenho dos investidores locais e estrangeiros não se distingue. Em países onde a assimetria de informação é mais acentuada, Ferreira et al. (2013) concluem que apenas os investidores domésticos parecem transacionar com alguma vantagem ao nível da informação.

Como se afirmou inicialmente, o escrutínio dos fundos de ações EUA administrados por sociedades gestoras portuguesas e que podem servir de veículo para o investimento nos mercados norte-americanos é escasso. Almeida (2018) calculou o alfa de Jensen para cinco destes fundos (BPI América, Caixagest Ações EUA, IMGA Ações América, NB Ações América e Santander Ações América) para o período 2002-2016 concluindo que todos os cinco eram negativos. Reis (2014) para o período 2000 a 2014 analisou um conjunto de fundos que incluem o BPI América - Classe D, BPI América - Classe E, Caixagest Ações EUA, Espírito Santo Ações América, Millennium Ações América e Santander Ações América. Os resultados médios reportados para a medida de Jensen e o alfa de um modelo multi-fatores semelhante ao de Fama e French (1992) são ambos negativos. Costa e Leite (2017), utilizando uma versão multifator do modelo de Treynor e Mazuy (1966) e dados entre 2000 e 2014, concluem sempre pela existência de alfas negativos para a categoria de ações América do Norte. Nesta categoria incluíram os fundos BPI América - Classe D, BPI América - Classe E, Caixagest Ações EUA, Espírito

Santo Ações América, Millennium Ações América, Santander Ações América, AF Investimentos Ações América, Caixagest Gestão Ações EUA e Santander Ações EUA.

Em síntese, a performance destes fundos é negativa nestes três trabalhos de investigação que cobrem basicamente o mesmo período temporal e são, com exceção de alguns meses no caso de Almeida (2018), anteriores a julho de 2015, período em que o valor das unidades de participação eram reportados deduzidos do imposto devido às mais-valias o que subestima, necessariamente, os alfas dos fundos. A confirmar-se para períodos posteriores a 30 de junho de 2015, o panorama não será muito lisonjeiro para os gestores de fundos nacionais que investem nos EUA o que pode, efetivamente, dar suporte à ideia de que os investidores não locais estão em desvantagem em relação aos locais.

4. Dados e Metodologia

4.1 Dados

Através da CMVM (Comissão de Mercado de Valores Mobiliários) e da APFIPP (Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios), foram identificados 16 fundos com uma política de investimento direcionada para ações norte-americanas. Destes, a classe M do BPI não foi considerada para efeitos de avaliação da performance devido à sua data de constituição (20/11/2024) ocorrer pouco tempo antes do final do período temporal estudado. O NB Ações América também é excluído uma vez que a sua fusão ocorre em 2017 pelo que ficaria com uma série temporal de rendibilidades semanais considerada demasiado curta.

O período analisado inicia-se a 10 de julho de 2015 (n=495) e compreende nove anos de dados terminando a 27 de dezembro de 2024. Uma vez que apenas cinco fundos sobreviveram durante este período completo, foi também definida uma amostra mais curta, de dois anos, balanceada, desde 18 de novembro de 2022 (n=111) terminando também a 27 de dezembro de 2024. Neste período mais curto encontramos 14 fundos em atividade. A data definida para o início das séries garante que os dados não são influenciados pela alteração da fiscalidade que ocorreu no final do primeiro semestre de 2015 e que tem impacto na valorização das unidades de participação dos fundos. No início do segundo semestre, a rentabilidade apresentada pelos fundos pode ser superior, não refletindo isso uma melhoria na gestão, mas sim apenas a alteração da carga fiscal. Antes desta data os fundos apresentavam valorizações líquidas de impostos e depois desta reforma fiscal, as valorizações refletem valores brutos (ou seja, antes da dedução de impostos) pelo que existe uma quebra artificial da série de cotações nesse momento.

Nome do fundo	Data de constituição	Número de participantes em 2024	Valor líquido global do fundo	Amostra Completa	Amostra Reduzida
Caixa Ações EUA	6/1/2001	4 320	46 568 651,34 €	X	X
BPI América - CD	16/8/1993	2 494	28 464 095,00 €	X	X
BPI América - CE	16/8/1994	1 188	13 389 956,00 €	X	X
BPI América - CM	20/11/2024	-	-	-	-
Santander Seleção Ações América - CA	27/4/1998	4 065	51 639 464,71 €	X	X
Santander Seleção Ações América - CB	17/9/2020	502	10 896 057,30 €	-	X
Santander Seleção Ações América - CC	17/5/2018	104	26 64 399,84 €	-	X
IMGA Ações América - CA	17/1/2000	3 232	36 178 752,00 €	X	X
IMGA Ações América - CI	14/2/2022	5	18 377 572,00 €	-	X
IMGA Ações América - CR	3/5/2021	15	9 230,00 €	-	X
Optimize LFO Rise US Equities - CD	13/8/2021	4	99 521,78 €	-	X
Optimize LFO Rise US Equities - CI	13/8/2022	33	1 128 781,20 €	-	X
Optimize LFO Rise US Equities - CS	13/8/2023	27	19 471,28 €	-	X
Montepio Ações EUA - CA	25/8/2022	895	6 978 570,63 €	-	X
Montepio Ações EUA - CB	25/8/2023	17	25 757 999,20 €	-	X
NB Ações América	1/7/1999*	-	3 770 890,00 €	-	-

Tabela 5 - Características dos fundos de ações EUA

Embora não constituam patrimónios autónomos foram consideradas para efeitos de avaliação as diferentes classes dos fundos. A classe E e D do BPI América, distinguem-se principalmente pela cobertura do risco cambial, uma vez que a classe E efetua essa mesma cobertura ao contrário da classe D. No que toca à classe M do BPI, criada em novembro de 2024, fica reservada a ordens dadas essencialmente por sociedades do grupo CaixaBank em representação de clientes, não sendo também feita a cobertura do risco cambial. A comissão de gestão desta classe é de 0,7% enquanto as classes E e D tinham uma comissão de 2,17% (à data de 26 de novembro de 2024)¹.

No caso do Santander a classe C é “destinada exclusivamente a OIC e a outros Intermediários Financeiros autorizados à prestação de serviços de gestão de carteiras por conta de outrem e que subscrevam as UP no âmbito dos contratos de mandato de gestão conferidos pelos respetivos clientes.” Verifica-se também uma diferença importante na comissão de gestão fixa. As classes A, B e C registam uma comissão de gestão fixa de 1,5%, 1,0% e 0,25%, respetivamente. Além disso, para a classe A o valor mínimo para a primeira e subsequentes subscrições é de 500 euros, mas para a classe B este valor passa para 10.000 euros, também para a primeira e subsequentes subscrições. Para a classe C o valor mínimo para a primeira subscrição corresponde a 5.000 euros.

Relativamente aos fundos IMGA Ações América, as classes A, R e I têm respetivamente as seguintes comissões de gestão: 2,41%, 2,41% e 1,19%. No que toca aos montantes de

¹ A 20 de março de 2025, o Fundo BPI América incorporou a classe E na D, resultando assim na criação de uma nova classe R. Como esta alteração se deu fora do período em análise não será considerada.

subscrição, a classe A exige uma subscrição mínima inicial de 500€, a categoria R tem um montante mínimo inicial de 1 000€ e a classe I um valor de 250 000€. A classe I destina-se em exclusivo a “investidores profissionais e contrapartes elegíveis”.

Nas classes da Optimize, uma das principais diferenças são as comissões de gestão. As classes *Institucional* (I), *Discount* (D) e *Standard* (S) têm comissões de gestão de 0,75%, 1,75% e 2%, respetivamente. Quanto aos montantes de subscrição, a classe I tem um montante mínimo de subscrição inicial de 500.000€ e 1.000€ de subscrições subsequentes, já a classe D tem um montante mínimo inicial de 10.000€ e 1.000€ nas subscrições subsequentes e, por fim, a classe S definiu 1.000€ como montante mínimo de subscrição inicial e subsequentes.

Por fim, entre as classes A e B do Montepio Ações EUA, verifica-se uma diferença substancial nas comissões de gestão; a classe A regista uma taxa de 2% e a classe B regista uma taxa de 0,7%. Esta classe B é destinada “exclusivamente a investidores que tenham celebrado com a Sociedade Gestora contrato de prestação de serviços de gestão discricionária de carteiras e que subscrevam as Unidades de Participação no âmbito desses contratos” mas ambas as classes estabeleceram o mesmo montante mínimo de subscrição inicial e subsequentes, correspondendo a 10€.

As rendibilidades foram calculadas com uma frequência semanal, utilizando para o seu cálculo o valor das UP's correspondentes à cotação de cada sexta-feira. Quando não existia cotação à sexta-feira (por ser feriado, por exemplo) utilizou-se a cotação do último dia disponível da semana para o seu cálculo.

De seguida, calcularam-se as rentabilidades semanais de cada fundo através da seguinte fórmula:

$$R_p = \frac{C_p - C_{p-1}}{C_{p-1}} \quad (1)$$

Onde:

R_p é a rentabilidade no período p;

C_p é o valor da UP no último dia da semana p;

C_{p-1} é o valor da UP no último dia da semana p-1.

Foram utilizados dois índices de mercado alternativos de modo a testar a robustez das conclusões retiradas sobre o desempenho dos fundos. Desta forma, os dois índices de mercado usados para estudar a performance destes fundos foram o consagrado índice norte-americano S&P 500, e o índice de rentabilidade de mercado calculado, para os Estados Unidos da América, por Kenneth French e que consiste numa média ponderada das rendibilidades de praticamente todas as ações cotadas nos EUA nas bolsas NYSE, AMEX e NASDAQ.

Para a análise “base”, foram retirados do *website* investing.com os valores de mercado do S&P 500, amplamente reconhecido como um dos principais índices de referência mundial. Este é gerido pela S&P 500 Dow Jones Indices e é composto por 503 empresas de grande capitalização listadas nas bolsas americanas e corresponde a cerca de 59 trilhões de dólares de capitalização total, à data de 30 de setembro de 2025 (S&P Global, s.d.).

Para calcular de forma alternativa a rentabilidade de mercado foram utilizados os dados extraídos do *website* de Kenneth French. Para além do índice de mercado também foram extraídos deste *website* os restantes fatores do modelo de Fama-French (SMB e HML) e ainda o fator extra utilizado no modelo de Carhart, o *momentum* (MOM).

4.2 Metodologia

De forma a avaliar as performances dos fundos em análise foram selecionadas a medida de Jensen (uma das designadas medidas tradicionais de avaliação de desempenho) e para fazer face às limitações desta medida, foram ainda selecionados dois modelos que acrescentam mais dois ou três fatores de risco explicativos das rendibilidades, o modelo de três fatores de Fama-French e o modelo (de quatro fatores) de Carhart.

4.2.1 Medida de Jensen

Esta medida é um indicador de desempenho ajustado pelo risco assente teoricamente no *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Neste contexto, a medida avalia se a rentabilidade que um fundo apresenta é superior ou inferior à performance esperada.

A fórmula prática (regressão) usada é a seguinte:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i(R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Onde:

$R_{i,t}$ é a rentabilidade do fundo i no período t ;

$R_{f,t}$ é a taxa livre de risco no período t ;

$R_{m,t}$ é a rentabilidade do mercado no período t ;

α_i é o alfa de Jensen, o desvio médio de rentabilidade face ao esperado pelo CAPM;

β_i é o beta do fundo, a sensibilidade do fundo ao mercado;

$\varepsilon_{i,t}$ é o termo de erro.

O coeficiente α representa assim a performance do fundo, a sua rentabilidade anormal, em excesso, e este, sempre que for positivo e estatisticamente significativo é interpretado como boa performance atribuindo-se habilidade ao gestor, que não terá obtido este excedente por acaso ou sorte. Caso o alfa seja positivo mas não significativo, não se pode excluir que tenha sido obtido por sorte e não por uma verdadeira habilidade ou competência. Contudo, o modelo de Jensen tem limitações por não considerar outros fatores de risco sistemático. Assim, Fama e French (1992, 1993) propuseram um modelo multifatorial que considera dois fatores adicionais de risco.

4.2.2 Modelo de três fatores de Fama-French (1992, 1993)

Este modelo procura explicar as variações nos retornos de carteiras de investimento tendo em conta o risco de mercado bem como dois novos fatores de risco: o fator Dimensão SMB (*Small minus Big*) e o fator Valor HML (*High minus Low*). Relativamente ao fator SMB, este diferencia as rendibilidades de ações de grande e pequena dimensão. No que toca ao fator HML, este capta as diferenças de rendibilidade entre empresas com alto rácio valor contabilístico/mercado (ações tipo *value*) face a ações de baixo rácio (ações tipo *growth*).

O modelo para estimar a avaliação de desempenho é representado por:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i(R_{m,t} - R_{f,t}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Onde:

β_i, s_i, h_i são as sensibilidades do fundo aos 3 fatores;

SMB_t é a diferença entre o retorno médio de carteiras de empresas de pequena e de grande dimensão;

HML_t é a diferença de rentabilidade entre carteiras de empresas com alto valor contabilístico em relação ao valor de mercado (*high book-to-market*) e de baixo valor (*low book-to-market*).

O alfa continua a ser a rentabilidade em excesso do fundo face à exposição que o fundo tem em relação aos três fatores de risco. No que toca à interpretação do fator SMB, se o seu coeficiente for positivo, concluímos que o fundo está exposto a empresas de pequena dimensão, caso seja negativo, significa que o fundo está mais exposto a empresas de grande capitalização. Relativamente ao HML, se este for positivo, o fundo está mais exposto a ações *value*, enquanto se o seu coeficiente for negativo, o fundo está mais exposto a ações *growth*.

4.2.3 Modelo de Carhart

O modelo de Carhart (1997) surge como uma extensão ao modelo de três fatores de Fama-French, acrescentando o fator *momentum* (MOM) ao risco de mercado, ao SMB e ao HML. Este fator reflete a tendência das ações que apresentam um bom desempenho no passado continuarem a apresentar retornos superiores, no curto prazo, enquanto ações com um desempenho fraco no passado tendem a manter desempenhos inferiores. Deste modo, este modelo pretende avaliar os fundos com os fatores de risco já considerados por Fama-French (1992, 1993) mas adicionando o fator MOM.

Este modelo, analiticamente, é representado pela seguinte expressão:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i(R_{m,t} - R_{f,t}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + w_iMOM_t + \varepsilon_i \quad (4)$$

Onde:

w_i é a sensibilidade do fundo ao fator MOM;

MOM_t é a diferença entre a rentabilidade de carteiras de ações com bom e mau desempenho recente.

Se o coeficiente deste novo fator for positivo, indica-nos que o fundo em questão está mais exposto a ações cuja performance tem sido positiva (as *winners*, numa estratégia *pró-momentum*). Por outro lado, se o coeficiente for negativo, significa que o fundo

investe mais em ações que previamente têm registado um mau desempenho (as *losers*, numa estratégia dita *contrarian*).

5. Resultados

5.1 Estatística Descritiva

Depois de observar a Tabela 6, é possível verificar que existem 11 fundos de investimento cujas séries não estão completas (número base de observações é de 495) por terem iniciado a sua atividade depois de julho de 2015 ou terem cessado operações antes do final de 2024.

Estatísticas	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Mediana	Assimetria	Curtose
sp500_	495	0,2419	2,370	-14,980	12,099	0,414	-0,634	9,397
MKTff	495	0,2719	2,450	-14,527	12,341	0,489	-0,555	8,473
caixa_	495	0,2161	2,313	-13,046	12,025	0,267	-0,643	8,733
montea_	111	0,3033	1,547	-3,265	4,735	0,301	0,106	3,107
monteb_	111	0,3289	1,548	-3,228	4,763	0,327	0,106	3,099
bpie_	495	0,1836	2,533	-15,397	12,509	0,373	-0,356	8,605
bpid_	495	0,2348	2,424	-12,321	11,291	0,306	-0,490	6,774
imgaa_	495	0,2348	2,225	-13,267	10,914	0,262	-0,647	7,787
imgai_	149	0,3162	2,096	-8,030	6,531	0,233	-0,185	4,756
imgar_	190	0,2711	2,026	-8,071	6,522	0,253	-0,188	4,565
optimd_	170	0,0739	2,067	-5,873	8,047	0,054	0,203	3,984
optimi_	170	0,0920	2,068	-5,853	8,073	0,074	0,202	3,987
optims_	170	0,0664	2,067	-5,881	8,042	0,048	0,201	3,987
santaa_	495	0,1523	3,434	-16,263	13,495	0,242	-0,315	6,302
santab_	193	0,0646	4,515	-16,256	13,506	0,234	-0,149	4,169
santac_	345	0,1698	3,902	-16,240	13,525	0,333	-0,300	5,308

Tabela 6 - Medidas Descritivas das rentabilidades semanais dos fundos

A análise da Tabela 6 revela que apenas uma classe de um fundo tem, em média, um crescimento negativo semanal, a classe M do fundo BPI, valor que não é relevante por resultar apenas de cinco observações semanais. As restantes classes/categorias e respetivos fundos obtêm todos, em média, um crescimento semanal positivo. Podemos ainda destacar a classe B do Montepio, uma vez que este apresenta a maior média de crescimento semanal (0,3289%). De qualquer modo, as rendibilidades não ajustadas ao risco não são comparáveis uma vez que as séries de rendibilidades dos fundos correspondem a períodos temporais diferentes.

A rendibilidade média semanal dos índices de referência foi 0,2419% para o S&P 500 e 0,2719% para o MKT_{FF} .

Analisando agora os valores das rendibilidades semanais máximas e mínimas, podemos concluir que a classe A do Santander regista a rendibilidade semanal mínima mais baixa, com um valor correspondente a -16,263% (a 17 de junho de 2022), e o valor máximo mais

alto corresponde a 13,525% (a 8 de julho de 2022), registado pela classe C do Santander. Apesar da classe C do Santander ter uma maior amplitude entre máximo e mínimo, quando comparada às classes dos restantes fundos, é a classe B do mesmo banco que apresenta maior volatilidade, uma vez que regista o maior desvio padrão (4,515%).

As séries completas (495 observações) apresentam assimetria negativa, isto é, a cauda esquerda é mais longa mostrando que os valores extremos negativos ocorrem mais frequentemente do que os positivos. Em geral, as séries são leptocúrticas, apresentando valores altos de curtose, com caudas mais grossas (isto é, com ocorrência frequente de valores extremos) e um “pico” mais alto do que uma distribuição normal.

5.2 Matriz de Correlações das Rendibilidades

Após a análise da tabela de correlações, apercebemo-nos que as classes do Santander se destacam por apresentarem correlações significativamente mais baixas em comparação com os restantes fundos. Os fundos mais alinhados com o mercado são os do BPI (classe E) e os do Montepio.

Índices/Fundos	sp500_	mk	caixa_	montea_	monteb_	bpie_	bpid_	imgaa_	imgai_	imgar_	optimd_	optimi_	optims_	santaa_	santab_	santac_
sp500_	1															
MKTff	0,9951	1														
caixa_	0,8048	0,8053	1													
montepioa_	0,9324	0,9231	0,7789	1												
montepiob_	0,9342	0,9251	0,7803	0,999	1											
bpie_	0,9612	0,9579	0,7777	0,8786	0,8797	1										
bpid_	0,8876	0,8843	0,8533	0,7685	0,7706	0,9222	1									
imgaa_	0,824	0,8262	0,917	0,8371	0,8378	0,8246	0,9143	1								
imgai_	0,7945	0,7888	0,8804	0,8371	0,8378	0,8064	0,9058	1	1							
imgar_	0,8012	0,7969	0,8798	0,8368	0,8375	0,8193	0,9022	1	1	1						
optimized_	0,7696	0,7843	0,7678	0,6741	0,6764	0,7806	0,8193	0,769	0,7591	0,7693	1					
optimizej_	0,7696	0,7843	0,7675	0,6741	0,6764	0,7807	0,8192	0,7688	0,7591	0,7691	1	1				
optimizez_	0,7696	0,7843	0,7676	0,6741	0,6764	0,7807	0,8193	0,7689	0,7591	0,7692	1	1	1			
santandera_	0,5869	0,6144	0,6314	0,5936	0,5986	0,584	0,6193	0,6688	0,5042	0,5336	0,4821	0,4824	0,4825	1		
santanderb_	0,4851	0,5268	0,4501	0,5936	0,5985	0,4867	0,4884	0,5269	0,5042	0,5336	0,4821	0,4823	0,4824	1	1	
santanderc_	0,5611	0,5922	0,5841	0,5936	0,5986	0,5606	0,5824	0,6346	0,5042	0,5337	0,4822	0,4824	0,4825	1	1	1

Tabela 7 - Matriz de Correlações das Rentabilidades

A análise das suas carteiras, na atualidade (Tabela 8), mostra efetivamente que o Santander Seleção Ações América se encontra com uma exposição ao setor do Consumo Cíclico (automóvel, mobiliário, construção, moda e vestuário, comércio, lazer, etc.) equivalente ao dobro da média da categoria Morningstar (US Large-Cap Growth Equity) e também ao dobro da exposição do BPI América.

BPI América			Santander Seleção Ações América		
Sectors	Investment %	Cat %	Sectors	Investment %	Cat %
Cyclical			Cyclical		
Basic Materials	1.06	1.04	Basic Materials	0.00	1.04
Consumer Cyclical	14.01	14.11	Consumer Cyclical	29.82	14.11
Financial Services	13.30	9.32	Financial Services	4.02	9.32
Real Estate	1.00	0.79	Real Estate	2.51	0.79
Sensitive			Sensitive		
Communication Services	7.24	13.54	Communication Services	9.22	13.54
Energy	2.90	0.72	Energy	0.00	0.72
Industrials	5.64	6.59	Industrials	5.63	6.59
Technology	36.21	41.56	Technology	39.77	41.56
Defensive			Defensive		
Consumer Defensive	5.93	2.46	Consumer Defensive	0.00	2.46
Healthcare	10.59	9.26	Healthcare	9.04	9.26
Utilities	2.12	0.61	Utilities	0.00	0.61
Investment as of Sep 30, 2025 Category: US Large-Cap Growth Equity as of Aug 31, 2025 Sector data is based on the rescaled long position of the holdings. Source: Holdings-based calculations.			Investment as of Sep 30, 2025 Category: US Large-Cap Growth Equity as of Aug 31, 2025 Sector data is based on the rescaled long position of the holdings. Source: Holdings-based calculations.		
Holdings	% Portfolio Weight		Holdings	% Portfolio Weight	
NVIDIA Corp	5.39		Cloudflare Inc	9.43	
Apple Inc	4.71		Tesla Inc	8.80	
Microsoft Corp	4.50		Roblox Corp Ordinary Shares - Class A	7.60	
Alphabet Inc Class C	3.92		DoorDash Inc Ordinary Shares - Class A	7.21	
Arista Networks Inc	2.32		Shopify Inc Registered Shs -A- Subord Vtg	7.05	
Amphenol Corp Class A	2.31		CrowdStrike Holdings Inc Class A	4.85	
IDEXX Laboratories Inc	2.22		Snowflake Inc Ordinary Shares	4.77	
KLA Corp	2.21		Royalty Pharma PLC Class A	4.58	
Bank of America Corp	2.00		MercadoLibre Inc	4.47	
Meta Platforms Inc Class A	1.93		Airbnb Inc Ordinary Shares - Class A	4.41	

A composição apresentada refere-se a 30 de setembro de 2025. Para o Santander Seleção Ações América que é composto em 99% por unidades de participação no fundo de alimentação Santander GO North American Equity ME apresenta-se a composição deste último.

Tabela 8 - Composição das carteiras dos fundos BPI América e Santander Seleção Ações América

Fonte: Morningstar (2025)

5.3 Resultados (período completo, benchmark S&P 500)

5.3.1 Medida de Jensen

Ao utilizar o S&P 500 como índice de mercado de referência e usando esta análise de desempenho, apenas a classe E do BPI e a classe A do Santander registam um alfa negativo, demonstrando que não conseguiram retornos em excesso e, pelo contrário,

alcançaram um desempenho inferior ao do mercado (Tabela 9)². Contrariamente, destacamos pela positiva a classe A do IMGA, por registrar o alfa positivo mais elevado desta análise (0,0393%), resultando numa performance superior à do mercado. No entanto, a maioria dos coeficientes não tem significância estatística e apenas a classe E do BPI apresenta uma significância estatística de 5%.

n=495, sp500	alfa	p-value	beta
caixa	0,0181	0,771	0,7859**
bpie	-0,0638	0,043*	1,0273**
bpid	0,0118	0,815	0,9080**
imgaa	0,0393	0,491	0,7738**
santandera	-0,0588	0,64	0,8495**

Os asteriscos representam a significância estatística para 1% (**) e para 5% (*).

Tabela 9 - Alfa de Jensen (Amostra Completa, S&P500)

Relativamente aos betas associados aos fundos em análise, apenas a classe E do BPI regista um coeficiente ligeiramente superior a 1, evidenciando uma maior sensibilidade ao mercado de referência. Já os restantes fundos têm uma sensibilidade inferior ao mercado. Relativamente à significância estatística dos coeficientes beta em análise, verifica-se que todos são estatisticamente significativos ao nível de 1%, como se esperava.

5.3.2 Modelo dos 3 fatores de Fama-French

Na tabela seguinte estão apresentados os resultados obtidos com a utilização do modelo de 3 fatores de Fama e French (1992, 1993).

n=495, sp500	alfa	p-value	sp500rf	smb	hml
caixa	0,0311	0,602	0,7727**	0,1056*	0,1748**
bpie	-0,0633	0,041*	1,0223**	0,0435*	-0,0628**
bpid	0,0095	0,849	0,9071**	0,0101	-0,0813**
imgaa	0,0420	0,461	0,7665**	0,0613	-0,0319
santandera	-0,0334	0,781	0,7886**	0,5132**	-0,2068**

Tabela 10 - Modelo de Fama-French (Amostra Completa, S&P500)

² Reportam-se as significâncias calculadas com os erros-padrão standard mas as significâncias de todos os alfas foram confirmadas com o estimador de Huber-White, robusto à heterocedasticidade.

No que diz respeito aos alfas do modelo, verificamos que a classe A do IMGA é o fundo que regista o maior valor positivo (não significativo) e assim o que apresenta um melhor desempenho. Adicionalmente, observamos alfas positivos (não significativos) por parte do Caixa Ações EUA e da classe D do BPI. Por outro lado, verifica-se que a classe E do BPI regista a pior performance (alfa de -0,0633%) estatisticamente significativa ao nível de 5%.

Relativamente aos betas, verificamos que apenas a classe E do BPI tem (novamente) um coeficiente acima de 1 face ao mercado, ao contrário dos restantes. Já a classe A do IMGA é aquele com a menor exposição ao mercado, uma vez que regista o valor mais baixo da análise (0,7665). Quanto à significância estatística destes coeficientes, tal como verificamos no modelo de Jensen, todos os coeficientes são estatisticamente significativos para 1%.

Quanto ao fator SMB, observamos que todos os coeficientes são positivos, ou seja, os fundos analisados estão mais expostos a empresas de pequena capitalização do que a empresas de grande capitalização embora, dos 5 fundos analisados, apenas 3 tenham o beta deste fator com significância estatística.

Por fim, no que toca ao fator HML, apenas a Caixa tem um coeficiente positivo, significando isto que apenas este fundo tem uma exposição maior a ações tipo *value*. Os restantes têm uma exposição maior a ações do tipo *growth*. Para este fator, apenas o coeficiente de um fundo não tem significância estatística, os restantes são estatisticamente significativos para 1%.

5.3.3 Modelo de Carhart

Na tabela seguinte é possível analisar os resultados obtidos através da utilização do Modelo de Carhart, uma extensão ao modelo anterior adicionando-se um novo fator (MOM) aos fatores mercado, dimensão da empresa e perfil *value/growth* da mesma.

n=495, sp500	alfa	p-value	sp500rf	smb	hml	mom
caixa	0,0341	0,5680	0,7698**	0,1047*	0,1714**	-0,0006
bpie	-0,0619	0,046*	1,0210**	0,0430*	-0,0644**	-0,0003
bpid	0,0125	0,8020	0,9041**	0,0091	-0,0848**	-0,0006
imgaa	0,0427	0,4550	0,7659**	0,0611	-0,0327	-0,0001
santandera	-0,0289	0,8100	0,7842**	0,5118**	-0,2120**	-0,0009

Tabela 11 - Modelo de Carhart (Amostra Completa, S&P500)

Neste modelo de quatro fatores, verificamos que o fundo IMGA também é aquele com melhor performance, uma vez que o seu alfa é de 0,0427%. Este, sendo um valor positivo, sugere que o desempenho foi superior ao do mercado de referência. Juntamente a este fundo, também com uma performance superior à do mercado, identificamos a Caixa e a classe D do BPI. Os restantes obtiveram uma performance inferior ao mercado, não conseguindo assim obter retornos em excesso. Tal como se verificou nos modelos anteriores para os alfas, apenas um fundo tem significância estatística (para 5%), a classe E do BPI.

Relativamente aos betas, novamente apenas a classe E do BPI registou um coeficiente ligeiramente superior a 1. Dos restantes, realçamos a classe A do IMGA por deter o menor beta (0,7659) da análise, o que o torna menos exposto ao risco de mercado. Novamente, conforme observado para os betas das análises anteriores, todos os coeficientes têm significância estatística para 1%.

Quanto ao fator SMB, mais uma vez, todos os coeficientes são positivos. Desta forma, constatamos que todos os fundos têm uma exposição maior a ações de empresas de pequena dimensão, tal como se verificou no modelo imediatamente anterior. No entanto, apenas 3 dos 5 fundos têm significância estatística.

No que toca ao fator HML, e também em consonância com o modelo anterior, observamos um único fundo a registar um coeficiente positivo, a Caixa. Este apresenta uma maior exposição a ações tipo *value*, enquanto os demais apresentam uma exposição maior a ações do tipo *growth*. Já neste fator, apenas 1 fundo não tem significância, os restantes têm todos significância estatística para 1%.

Por último, analisamos o fator MOM, onde observamos todos os coeficientes negativos e sem significância estatística. Ainda que não significativa, estes resultados apontam para uma exposição, por parte dos fundos, a ações que previamente registavam uma má performance.

5.4 Resultados (período completo, *benchmark* MKT_{FF})

Nesta secção, são apresentados os resultados das análises de avaliação de desempenho utilizando como *benchmark* de mercado o índice calculado por Kenneth French.

5.4.1 Medida de Jensen

Ao substituir o *benchmark* todas os alfas descem ligeiramente. Depois de analisar a tabela 12, verificamos que apenas para a Caixa e para a classe A do IMGA foi estimado um alfa positivo, ou seja, estes fundos obtiveram uma rendibilidade superior à considerada adequada para o seu risco, ainda que ambos não sejam significativos. Pela negativa destacam-se a classe A do Santander que regista um alfa de -0,0868% não significativo e o BPI, classe E, com -0,0859% significativo ao nível de 1%.

n=495, MKTff	alfa	p-value	beta
caixa	0,0004	0,995	0,7606**
bpie	-0,0859	0,009**	0,9903**
bpid	-0,0077	0,881	0,8750**
imgaa	0,0215	0,704	0,7504**
santandera	-0,0868	0,479	0,8603**

Tabela 12 - Alfa de Jensen (Amostra Completa, MKT_{FF})

Relativamente aos betas também se deteta uma redução ligeira (com exceção do Santander) ao deixar de usar o S&P 500. O fundo do BPI (classe E) com um coeficiente de 0,99 replica quase exatamente o mercado, enquanto os restantes, com valores inferiores revelam uma menor exposição ao mercado. Esta maior proximidade aos *benchmarks* não deverá ser alheia ao facto desta classe implementar estratégias de cobertura cambial pelo que a variabilidade do fundo resulta essencialmente da variabilidade do mercado e não da variabilidade da taxa de câmbio EUR/USD. Todos os betas têm significância estatística a 1%, algo que também já era esperado.

5.4.2 Modelo dos 3 fatores de Fama-French

Também no modelo de fama-French todos os alfas descem quando trocamos o benchmark e agora apenas a Caixa e a classe A do IMGA apresentam alfas positivos, destacando-se o último com um alfa de 0,0177% por semana. De qualquer modo, nenhum dos alfas tem significância estatística. Por outro lado, a classe E do BPI destacou-se de forma negativa (como quando se utilizou o SP& 500), agora com um alfa de -0,0945% por semana estatisticamente significativo a 1%, indicando uma performance inferior à do mercado.

n=495,MKTff	alfa	p-value	mktrf	smb	hml
caixa	0,0069	0,9083	0,7619**	0,0028	0,1874**
bpie	-0,0945	0,0035**	1,0044**	-0,0910**	-0,0461**
bpid	-0,0183	0,7165	0,8919**	-0,1095**	-0,0665**
imgaa	0,0177	0,7556	0,7569**	-0,0413	-0,0193**
santandera	-0,0623	0,6004	0,7941**	0,4006**	-0,1937**

Tabela 13 - Modelo de Fama-French (Amostra Completa, MKT_{FF})

Relativamente aos betas em estudo, estimou-se para a classe E do BPI um valor de 1, o que significa que este terá um comportamento semelhante ao mercado, mas ainda assim uma exposição maior do que os restantes fundos em estudo. Com a alteração de *benchmark* estimaram-se ligeiras reduções em todos os betas exceto o do Santander que sobe ligeiramente. No que toca à significância destes coeficientes, observa-se significância estatística a 1% para todos os fundos.

Quanto ao fator SMB, observamos que apenas dois dos 5 fundos têm um valor positivo, o fundo da Caixa e a classe A do Santander. Este facto significa que estes estão mais expostos a empresas de pequenas dimensões do que os restantes três fundos, que estão mais expostos a empresas de grande dimensão. Dos 5 fundos analisados, apenas três têm significância estatística (a 1%). Em geral, e apesar de alguns coeficientes deste fator de risco não serem significativos, existe alguma sensibilidade do modelo à alteração do *benchmark* (que incorpora agora mais empresas de menor dimensão).

Por último, quanto ao fator HML, mantiveram-se as conclusões já tiradas quando se utilizou o S&P 500 como *benchmark*. Apenas a Caixa tem um coeficiente positivo, ou

seja, tem uma exposição maior a ações tipo *value*; já os restantes fundos, como apresentam valores negativos, estão mais expostos a ações do tipo *growth*.

5.4.3 Modelo de Carhart

Após a análise dos resultados deste modelo (tabela 14), observamos que 2 dos 5 fundos têm um alfa positivo, o que sugere que a performance destes mesmos fundos foi superior à do mercado, mas os alfas são baixos e nenhum destes coeficientes tem significado estatístico. Destaca-se a classe A do IMGA como aquele que melhor desempenho obteve e a classe E do BPI como o fundo com pior desempenho e único com significância estatística (a 1%). Aquando da estimativa com o S&P 500 também este fundo tinha obtido o alfa mais negativo (significativo ao nível de 5%) e tal como os restantes viu o seu alfa baixar com a mudança de *benchmark*.

n=495,MKTff	alfa	p-value	mktrf	smb	hml	mom
caixa	0,0101	0,865	0,7589**	0,0021	0,1837**	-0,0007
bpie	-0,0927	0,0041**	1,0028**	-0,0914**	-0,0481**	-0,0004
bpid	-0,0150	0,7669	0,8889**	-0,1102**	-0,0703**	-0,0007
imgaa	0,0186	0,7441	0,7561**	-0,0415	-0,0204	-0,0002
santander	-0,0576	0,6284	0,7899**	0,3996**	-0,1990**	-0,0009

Tabela 14 - Modelo de Carhart (Amostra Completa, MKT_{FF})

Os betas do mercado são muito idênticos aos estimados com o S&P 500, estimando-se uma redução ligeira da exposição ao mercado para todos os fundos exceto o do Santander mantendo-se a significância estatística a 1% para todos os fundos.

No que toca ao fator SMB a Caixa e a classe A do Santander registam um valor positivo. Conclui-se, então, que estes dois fundos (um deles com significância estatística) estão mais expostos a empresas de pequena dimensão, comparativamente aos restantes 3 fundos que estão mais expostos a empresas de grande capitalização (dois deles com significância estatística). Tal como no modelo de Fama-French, três dos coeficientes passam a negativos com a alteração do *benchmark* pelo que, relativamente a este fator, deveremos concluir que a alteração do benchmark não é indiferente.

Ao analisar o fator HML, 4 dos fundos têm significância estatística a 1%, o restante não tem qualquer significância. Tal como na análise de 3 fatores de Fama-French, apenas a Caixa tem um valor positivo, o que sugere uma elevada exposição a ações tipo *value*,

enquanto os restantes fundos, registando valores negativos, estão mais expostos a ações do tipo *growth*.

Por último, analisando agora o novo fator MOM, verificamos que todos os coeficientes são negativos, o que revelaria a adoção tendencial de uma estratégia “contrária” por parte dos fundos, mas nenhum dos coeficientes é significativo. Estes resultados são iguais aos obtidos com o S&P 500.

5.6 Resultados (período reduzido, **benchmark S&P 500**)

5.6.1 Medida de Jensen

Nesta análise, que incide agora sobre o período que se inicia em meados de novembro de 2022, podemos destacar as três classes Santander por serem os fundos que detêm os alfas mais altos e, por consequência, serem aqueles com melhor performance, principalmente as classes B e C onde as comissões de gestão são inferiores. Quando se analisou o período completo, a classe A do Santander tinha registado um dos piores desempenhos. Por outro lado, também merecem destaque os fundos Optimize por registarem as piores performances da análise. Em qualquer caso, é importante sublinhar que nenhum destes alfas é estatisticamente significativo.

n=111, sp500	alfa	p-value	beta
caixa	-0,0558	0,591	0,6478**
montea	-0,0221	0,683	0,8063**
monteb	0,0029	0,957	0,8084**
bpie	-0,0547	0,301	0,9269**
bpid	0,0100	0,911	0,8058**
imgaa	0,0630	0,542	0,7469**
imgai	0,0861	0,404	0,7462**
imgar	0,0625	0,545	0,7468**
optimd	-0,1031	0,374	0,7732**
optimi	-0,0826	0,476	0,7735**
optims	-0,1086	0,349	0,7732**
santaa	0,1150	0,66	1,0920**
santab	0,1250	0,632	1,0920**
santac	0,1399	0,592	1,0923**

Tabela 15 - Alfa de Jensen (Período Reduzido, S&P500)

Já no que toca aos betas, apenas as 3 classes Santander têm uma sensibilidade ao mercado superior a 1. Considerando este período mais recente o Caixa Ações EUA é o fundo com menor exposição ao mercado. No entanto, é estatisticamente significativo a 1% à semelhança de todos os outros fundos.

5.6.2 Modelo de 3 fatores de Fama-French

Considerando agora o modelo de Fama-French (tabela 16), observamos que as três classes Santander continuam a registar as maiores rendibilidades “anormais”. Por outro lado, a classe E do BPI, que faz a cobertura do risco cambial, mantêm a pior performance, quer neste período mais recente quer no período completo. Apesar destas diferenças entre fundos nenhum alfa tem significância estatística.

n=111, sp500	alfa	p-value	sp500rf	smb	hml
caixa	-0,0312	0,738	0,7191**	-0,0410	0,3039**
montea	-0,0292	0,594	0,8194**	-0,0386	0,0055
monteb	-0,0028	0,959	0,8209**	-0,0340	0,0101
bpie	-0,0603	0,262	0,9334**	-0,0244	-0,0060
bpid	-0,0105	0,907	0,8401**	-0,1063	0,0067
imgaa	0,0450	0,666	0,7747**	-0,0898	-0,0006
imgai	0,0681	0,514	0,7740**	-0,0898	-0,0005
imgar	0,0445	0,67	0,7747**	-0,0899	-0,0002
optimd	-0,0294	0,775	0,7470**	0,2362**	0,2449**
optimi	-0,0089	0,931	0,7473**	0,2362**	0,2449**
optims	-0,0349	0,734	0,7471**	0,2362**	0,2449**
santaa	0,1828	0,469	0,8818**	0,4962**	-0,2912
santab	0,1928	0,446	0,8818**	0,4962**	-0,2913
santac	0,2078	0,411	0,8820**	0,4962**	-0,2913

Tabela 16 - Modelo de Fama-French (Período Reduzido, S&P500)

Quanto aos betas, são agora todos inferiores a 1 variando entre 0,7191 (Caixa Ações EUA) e 0,9334 da classe E do BPI América que mais de perto replica o mercado norte-americano. Todos os betas continuam estatisticamente significativos a 1%.

O fator SMB continua a relevar-se sensível tendo-se, por exemplo, invertido o sinal dos coeficientes de 4 dos 5 fundos estudados no período completo. Os 5 fundos registavam um coeficiente positivo no período total, mas agora apenas a classe A do Santander mantêm o seu coeficiente positivo. Isso poderá sinalizar uma alteração na estratégia dos fundos no período mais recente que passam de uma exposição a ações de grandes

empresas para uma exposição maior a pequenas empresas. Apenas os coeficientes dos fundos Optimize e Santander são estatisticamente significativos a 1%.

No que diz respeito ao fator HML, verifica-se que apenas 4 fundos têm coeficientes estatisticamente significativos (a 1%) e apenas existe uma alteração de sinal (na classe D do BPI que passa a registar um coeficiente positivo) quando a amostra passa para n=111.. Deste modo, este fundo passa de uma exposição a ações *growth*, para uma exposição a ações tipo *value* (embora com um coeficiente baixo).

5.6.3 Modelo de Carhart

No modelo de quatro fatores, ao analisarmos os alfas dos fundos encontramos 6 positivos e 8 negativos todos sem significado estatístico. Relativamente ao período completo, apenas a classe E do BPI e a classe A do IMGGA mantêm a sua performance, negativa e positiva, respetivamente. Os restantes fundos em comum nas amostras, registam uma performance inversa, a Caixa e a classe D do BPI passam a ter uma performance inferior à do SP500, e a classe A do Santander passa a ter uma performance não só superior à do mercado de referência, como se destaca por deter o terceiro alfa mais alto desta análise (sem significado estatístico).

n=111, sp500	alfa	p-value	sp500rf	smb	hml	mom
caixa	-0,0310	0,7400	0,7161**	-0,0383	0,3066**	0,0059
montea	-0,0295	0,5890	0,8252**	-0,0439	0,0002	-0,0115
monteb	-0,0031	0,9540	0,8265**	-0,0390	0,0050	-0,0110
bpie	-0,0599	0,2610	0,9259**	-0,0178	0,0007	0,0145
bpid	-0,0098	0,9120	0,8250**	-0,0930	0,0203	0,0293*
imgaa	0,0452	0,6660	0,7701**	-0,0857	0,0035	0,0089
imgai	0,0684	0,5140	0,7694**	-0,0857	0,0036	0,0089
imgar	0,0448	0,6690	0,7701**	-0,0859	0,0039	0,0090
optimd	-0,0291	0,7780	0,7410**	0,2415**	0,2503**	0,0118
optimi	-0,0086	0,9330	0,7413**	0,2416**	0,2504**	0,0118
optims	-0,0346	0,7370	0,7410**	0,2415**	0,2503**	0,0118
santaa	0,1832	0,4700	0,8731**	0,5038**	-0,2834	0,0169
santab	0,1932	0,4460	0,8731**	0,5039**	-0,2835	0,0169
santac	0,2082	0,4120	0,8734**	0,5040**	-0,2835	0,0169

Tabela 17 - Modelo de Carhart (Período Reduzido, S&P500)

É de salientar que se observa claramente nestes resultados e nos anteriores o impacto direto das comissões de gestão sobre a performance. De entre os fundos Santander o melhor alfa corresponde sempre ao fundo mais económico (C, com uma comissão de

gestão de 0,25%) o segundo melhor alfa ao segundo mais económico (B, com uma comissão de gestão de 1%) e o pior dos três é o fundo mais caro (A, com uma comissão de gestão de 1,5%, valores atuais). No caso dos fundos da IM Gestão de Ativos isso está patente na performance superior da classe I (comissão de gestão 1%) face às classes A e R (comissão de gestão 2,175%) e no caso dos fundos da Optimize pela vantagem da classe I em relação à D e desta em relação à S (que têm respetivamente comissões de gestão de 0,75%, 1,75% e 2%).

Quando se trata dos betas associados, verificamos que todos os coeficientes se mantêm inferiores a 1 variando entre 0,7161 (Caixa) e 0,9259 (classe E do BPI) e todos são estatisticamente significativos a 1%. O fundo da classe E do BPI, que, no período completo registava um beta ligeiramente superior a 1, continua a ter o maior coeficiente, evidenciando que replica mais de perto o índice o que se justificará, em parte, como se afirmou, pela neutralização que tenta efetuar do risco cambial.

No que toca ao fator SMB, e tal como se verificou no modelo de 3 fatores de Fama-French, apenas 6 fundos são estatisticamente significativos a 1% evidenciando estes uma maior exposição a empresas de pequena dimensão.

Relativamente ao fator HML, apenas os fundos da Caixa e da Optimize, com coeficientes significativos, parecem ter implementado neste período estratégias de investimento com ênfase em ações tipo *value*. Embora com coeficientes não significativos os fundos Santander aparentam ter seguido uma estratégia de investimento de estilo oposto, com ênfase em ações do tipo *growth*.

Por fim, no fator MOM, todos os coeficientes com exceção dos referentes ao Montepio são positivos. No entanto, apenas a classe D do BPI têm significância estatística a 5%, ou seja, existe evidência de que o fundo tende a investir em ações com boa performance recente.

5.7 Resultados (período reduzido, *benchmark* MKT_{FF})

5.7.1 Medida de Jensen

Em 14 fundos, metade regista um alfa positivo e a outra metade regista um alfa negativo, no entanto, nenhum deles é estatisticamente significativo. Deste modo, a metade que obteve um alfa positivo regista uma performance superior à do mercado, mas, evidentemente, estes resultados não são robustos por lhes faltar significância estatística. As melhores classificações neste período são dos fundos Santander, que têm um alfa de 0,0902%, 0,1002% e 0,1151%, respetivamente, enquanto o fundo com pior performance pertence à classe S da Optimize, cujo alfa é de -0,1217%. A classe A do Santander que esteve em funcionamento durante todo o período amostral passa da quinta e última posição (período completo) para a terceira.

n=111, MKT_{ff}	alfa	p-value	beta
caixa	-0,0637	0,536	0,6166**
montea	-0,0278	0,63	0,7539**
monteb	-0,0029	0,959	0,7561**
bpie	-0,0618	0,277	0,8683**
bpid	0,0045	0,961	0,7530**
imgaa	0,0575	0,583	0,6992**
imgai	0,0806	0,442	0,6986**
imgar	0,0570	0,587	0,6991**
optimd	-0,1162	0,301	0,7481**
optimi	-0,0957	0,394	0,7483**
optims	-0,1217	0,279	0,7481**
santaa	0,0902	0,724	1,0772**
santab	0,1002	0,694	1,0772**
santac	0,1151	0,652	1,0775**

Tabela 18 - Alfa de Jensen (Período Reduzido, MKT_{FF})

Analisando os betas, verificamos que todos descem muito ligeiramente considerando o novo *benchmark* mas todos os coeficientes continuam estatisticamente significativos.

5.7.2 Modelo dos 3 fatores de Fama-French

No que toca ao desempenho dos 14 fundos, verificamos que apenas 6 têm um alfa positivo, mas nenhum tem significância estatística. Dos cinco fundos que existiram durante o período completo da amostra realce para a classe A do Santander que passou de uma performance inferior à do mercado (não significativa) para a terceira melhor. Já o Caixa Ações EUA efetua o trajeto inverso, de um alfa positivo, ainda que baixo, passou para um alfa negativo, o terceiro pior desempenho, se limitarmos o período amostral às últimas 111 semanas. Com melhor performance apresentam-se as 3 classes do Santander com destaque para a classe C do Santander (cuja comissão de gestão é a mais reduzida) como aquele cuja performance foi a melhor, correspondendo a 0,1703%. Por outro lado, no que diz respeito aos fundos cujo desempenho foi inferior ao mercado, realçamos a classe E do BPI, uma vez que regista o valor mais baixo da análise (-0,0895%) ressaltando sempre que se tratam de alfas sem significado estatístico.

n=111,MKTff	alfa	p-value	mktrf	smb	hml
caixa	-0,0559	0,5459	0,7054**	-0,1140	0,2958**
montea	-0,0547	0,3309	0,7954**	-0,1177**	-0,0057
monteb	-0,0283	0,6114	0,7967**	-0,1131**	-0,0011
bpie	-0,0895	0,1063	0,9067**	-0,1148**	-0,0186
bpid	-0,0384	0,6674	0,8209**	-0,1901**	-0,0035
imgaa	0,0190	0,8554	0,7580**	-0,1675*	-0,0099
imgai	0,0421	0,6857	0,7573**	-0,1675*	-0,0097
imgar	0,0185	0,8591	0,7580**	-0,1677*	-0,0095
optimd	-0,0534	0,6064	0,7272**	0,1631*	0,2352**
optimi	-0,0329	0,7509	0,7275**	0,1631*	0,2352**
optims	-0,0589	0,5697	0,7273**	0,1630*	0,2352**
santaa	0,1454	0,5622	0,8867**	0,3958*	-0,2964*
santab	0,1554	0,5356	0,8867**	0,3959*	-0,2964*
santac	0,1703	0,4972	0,8871**	0,3959*	-0,2964*

Tabela 19 - Modelo de Fama-French (Período Reduzido, MKT_{FF})

Na análise dos betas nesta amostra, verificamos que todos os fundos registam um valor inferior a 1, que são todos (com exceção do Santander) ligeiramente inferiores aos betas estimados com o S&P 500, sendo a Caixa aquele que incorre em risco sistemático mais baixo (0,7054). A classe E do BPI continua a ser o fundo com beta mais alto (0,9067).

Passando agora para o fator SMB (dimensão), conseguimos aferir que dos 14 fundos em estudo, apenas 6 têm um coeficiente positivo, as 3 classes do Santander e as 3 classes da Optimize. Deste modo, concluímos que estes 6 fundos estão claramente mais expostos a empresas de pequena dimensão e os restantes mais expostos a empresas de grande capitalização. Realça-se que apenas a Caixa, em comparação com a Amostra Completa, é que altera a sua exposição, passa de uma exposição maior a ações de empresas de pequena dimensão para uma exposição maior a empresas de grande dimensão de qualquer modo este é o único fundo sem significância estatística. A mudança de *benchmark* não altera nenhum sinal dos coeficientes deste fator.

Por fim, ao encurtar as séries nenhum fundo altera a sua exposição relativamente ao tipo (*value vs growth*) de ações onde maioritariamente investe. Observa-se ainda que apenas 4 fundos têm um coeficiente positivo, indicando que estes estão mais expostos a ações tipo *value*, enquanto os restantes estão mais expostos a ações do tipo *growth*.

5.7.3 Modelo de Carhart

Relativamente ao desempenho dos fundos, mantiveram-se os resultados obtidos com o S&P 500, isto é, apenas as 3 classes de fundos Santander e as 3 da IM Gestão de Ativos registam alfas positivos. Considerando as últimas 111 semanas do período amostral o líder é o fundo *low cost* (classe C) do Santander com uma rendibilidade semanal anormal de 0,1710%. O fundo classe E do BPI (com cobertura cambial) registava a performance mais pobre (-0,0889%). Apesar destas diferenças entre fundos nenhum dos alfas desta análise tem significância estatística.

n=111, MKTff	alfa	p-value	mktrf	smb	hml	mom
caixa	-0,0557	0,5493	0,7027**	-0,1113	0,2983**	0,0054
montea	-0,0553	0,3248	0,8013**	-0,1237**	-0,0112	-0,0118
monteb	-0,0288	0,6042	0,8023**	-0,1188**	-0,0064	-0,0112
bpie	-0,0889	0,1062	0,8995**	-0,1076**	-0,0119	0,0142
bpid	-0,0371	0,6734	0,8063**	-0,1754**	0,0100	0,0289*
imgaa	0,0193	0,8531	0,7537**	-0,1632*	-0,0059	0,0085
imgai	0,0425	0,6841	0,7531**	-0,1632*	-0,0058	0,0084
imgar	0,0189	0,8568	0,7537**	-0,1633*	-0,0055	0,0085
optimd	-0,0528	0,6107	0,7214**	0,1689*	0,2405**	0,0115
optimi	-0,0324	0,7553	0,7217**	0,1689*	0,2406**	0,0115
optims	-0,0584	0,574	0,7214**	0,1689*	0,2405**	0,0115
santaa	0,1460	0,5619	0,8789**	0,4037*	-0,2891	0,0155
santab	0,1561	0,5355	0,8789**	0,4038*	-0,2892	0,0154
santac	0,1710	0,4973	0,8792**	0,4037*	-0,2892	0,0155

Tabela 20 - Modelo de Carhart (Período Reduzido, MKT_{FF})

No que diz respeito aos betas, são, tal como se verificou, ligeiramente inferiores quando se altera o *benchmark* do S&P 500 para o MKT_{FF} com exceção, novamente dos fundos Santander em que o beta se mantém ou sobe ligeiramente.

No que diz respeito ao fator SMB (dimensão), também se mantiveram os resultados com S&P 500 e apenas 6 fundos obtêm um coeficiente positivo, as 3 classes Santander e as 3 classes Optimize que evidenciam ter carteiras mais expostas a empresas de pequena dimensão. A Caixa destaca-se devido a ser o único fundo que quando se reduz o período de análise passa de uma exposição a pequenas empresas para uma exposição a empresas de grande capitalização.

Quanto ao fator HML, a mudança do *benchmark* faz reduzir ligeiramente os coeficientes passando alguns coeficientes que estavam próximo de zero a negativos. O fundo Caixa e os fundos Optimize voltam a mostrar um investimento mais forte em ações tipo *Value* enquanto no Santander continua a observar-se a aposta em ações tipo *Growth*.

Por fim, os resultados relativos ao fator MOM são consistentes com os resultados em que se utilizou o S&P 500. Mais uma vez apenas se estimaram coeficientes negativos para as classes de fundos Montepio (mas não significativos). Isto significa que estes fundos estão expostos a ações que previamente registaram um mau desempenho contrariamente aos restantes 12.

6. Conclusão, Limitações e Futuras Linhas de Investigação

Esta investigação teve como objetivo avaliar a performance dos fundos portugueses cuja política de investimento seja maioritariamente direcionada a ações norte-americanas, com recurso a três modelos de avaliação de desempenho e a dois índices de mercado.

A performance global desta categoria de fundos parece neutra. Com exceção de um alfa negativo que é significativo (considerando o período completo), todos os outros, em ambos os períodos e com qualquer um dos *benchmarks* de mercado, não mostram significado estatístico.

A partir do modelo de 3 fatores de Fama-French existe alguma evidência no período completo de nove anos de que os fundos analisados têm uma exposição maior a ações tipo *value*.

A nível individual merece realce a classe C do Santander por ser aquele fundo que, na amostra homogénea, tem a melhor performance. Em relação às outras duas classes Santander a vantagem advém da cobrança de uma comissão de gestão mais baixa, uma vez que esta classe se destina a outros OIC e Intermediários financeiros (este é o sexto fundo com menos participantes). Esta vantagem (lógica) das classes mais económicas também é observável entre os fundos da IM Gestão de Ativos, Optimize e Montepio (onde o IMGA I, Optimize I e Montepio B praticam comissões de gestão mais baixas).

É também de sublinhar que a escolha do *benchmark* utilizado não é completamente indiferente. Ao usar o S&P 500, observam-se de maneira consistente, alfas superiores. Contudo, a seleção do *benchmark* não é suficiente para alterar qualquer conclusão uma vez que, em qualquer caso, a significância dos alfas não se altera. A única exceção, no período completo, diz respeito ao BPI classe E que exibe um alfa negativo e significativo ao nível de 5% com o S&P 500 e passa a significativo ao nível de 1% com a utilização do MKT_{FF} .

Os resultados desta investigação contrastam com estudos anteriores realizados em Portugal com o mesmo propósito e que apontavam para performances negativas nesta categoria de fundos. No entanto, os estudos anteriores foram realizados antes da alteração em 2015 na fiscalidade dos fundos e que prejudicava a sua performance.

A evidência que se encontrou não vai claramente de encontro à opinião maioritária de que a performance da gestão local é superior. Embora não se tenha feito uma comparação direta entre fundos baseados em Portugal e baseados nos EUA, neste caso, encontramos uma performance em termos gerais neutra, incompatível com uma ideia de incapacidade ao nível da seleção de ações. Diga-se a este respeito, que a contratação de gestores norte-americanos ou com experiência profissional nos mercados norte-americanos é uma variável que não é sublinhada na literatura, mas que pode afetar os estudos que procuram determinar a vantagem da gestão local. A informação divulgada pelos fundos nacionais não é suficiente para fazer esta análise, mas, por exemplo, as classes do fundo Santander Seleção Ações América devem investir no mínimo 85% da carteira em unidades de participação do seu fundo principal, o Santander GO North American Equity. Este fundo, por sua vez, é gerido pela Morgan Stanley o que pode, certamente, atenuar a desvantagem da gestão local.

Em relação a limitações do presente estudo, quer os períodos temporais ($n=495$ e $n=111$) quer o número de fundos estudados são limitações obrigatórias. O período temporal máximo não foi maior devido à alteração na forma de tributação dos fundos que ocorreu em 2015. O período reduzido é relativamente curto, mas foi definido de forma a maximizar o número de fundos em atividade em simultâneo. No que diz respeito ao número de fundos, apesar de reduzido, esta amostra coincide com o universo dos fundos portugueses que investem em ações norte-americanas.

No que toca a futuras linhas de investigação, academicamente poderá ser interessante fazer uma extensão do presente estudo, através da incorporação de outros fundos baseados em outros países com a mesma política de investimento, nomeadamente os fundos baseados nos EUA o que poderia ajudar a dar uma resposta cabal sobre a vantagem da gestão local vs. não local. Numa nota diferente, pode ser importante estudar o efeito da alteração fiscal de 2015 no desempenho relativo dos fundos, ou seja, quantificar o impacto na avaliação da performance quando comparamos as rentabilidades brutas e líquidas de impostos apresentadas. Por fim, seria também interessante realizar avaliações de desempenho recorrendo a modelos (embora menos parcimoniosos) que incorporam novos fatores com capacidade de explicar o desempenho dos fundos.

7. Referências Bibliográficas

Almeida, I. M. B. (2018). Capacidades de seletividade e timing dos fundos de investimento mobiliário portugueses—Uma reavaliação do desempenho (Dissertação de mestrado, Instituto Politécnico de Portalegre).

APFIPP – Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios. (s.d.). [Acedido em 2-9-2025].

<https://www.apfipp.pt/pt/estatisticas/ativos-sob-gestao/oic-mobiliario/>

Asness, C. S., Ilmanen, A., & Villalon, D. (2023). International Diversification—Still Not Crazy After All These Years. *The Journal of Portfolio Management*, 49(6).

Bae, K.-H., Stulz, R. M., & Tan, H. (2008). Do Local Analysts Know More? A Cross-Country Study of the Performance of Local Analysts and Foreign Analysts. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 581–606.

Bailey, W., Kumar, A., & Ng, D. (2008). Foreign Investments of U.S. Individual Investors: Causes and Consequences. *Management Science*, 54(3), 443–459.

Banegas, A., Gillen, B., Timmermann, A., & Wermers, R. (2013). The Cross Section of Conditional Mutual Fund Performance in European Stock Markets. *Journal of Financial Economics*, 108(3), 699–726.

Bialkowski, J., & Otten, R. (2010). Emerging market mutual fund performance: Evidence for Poland. *The North American Journal of Economics and Finance*, 22(2), 118–130.

Chan, K., & Covrig, V. (2012). What determines mutual fund trading in foreign stocks? *Journal of International Money and Finance*, 31(4), 793-817.

Chan, K., Covrig, V., & Ng, L. (2005). What Determines the Domestic Bias and Foreign Bias? Evidence from Mutual Fund Equity Allocations Worldwide. *Journal of Finance*, 60(3), 1495–1534.

Choe, H., Kho, B.-C., & Stulz, R. M. (2005). Do Domestic Investors Have an Edge? The Trading Experience of Foreign Investors in Korea. *Review of Financial Studies*, 18(3), 795–829.

- Christoffersen, P., Errunza, V., Jacobs, K., & Langlois, H. (2012). Is the Potential for International Diversification Disappearing? A Dynamic Copula Approach. *Review of Financial Studies*, 25(12), 3711–3751.
- Coeurdacier, N., & Rey, H. (2013). Home Bias in Open Economy Financial Macroeconomics. *Journal of Economic Literature*, 51(1), 63–115.
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. (2012). *Regulamento n.º 2/2012 – Deveres de informação, publicidade e comercialização de organismos de investimento coletivo*. Diário da República, 2.ª série, n.º 58, 21 de março de 2012. <https://diariodarepublica.pt/dr/detalhe/regulamento-cmvm/2-2012-1510234>
- Costa, F., & Leite, P. (2017). Avaliação das Capacidades de Timing e Seletividade dos Gestores de Fundos de Ações em Períodos de Crise: Evidência Empírica para o Mercado Português. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 57, 53-66.
- Coval, J. D., & Moskowitz, T. J. (1999). Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios. *Journal of Finance*, 54(6), 2045–2073.
- Coval, J. D., & Moskowitz, T. J. (2001). The Geography of Investment: Informed Trading and Asset Prices. *Journal of Political Economy*, 109(4), 811–841.
- Covrig, V., DeFond, M., & Hung, M., (2007). Home bias, foreign mutual fund holdings, and the voluntary adoption of international accounting standards. *Journal of Accounting Research*, 45, 41–70.
- Covrig, V., Lau, S. T., & Ng, L. (2006). Do Domestic and Foreign Fund Managers Have Similar Preferences for Stock Characteristics? A Cross-Country Analysis. *Journal of International Business Studies*, 37(3), 407–29.
- De Santis, R. A., & Sarno, L. (2008). *Assessing the Benefits of International Portfolio Diversification in Bonds and Stocks* (ECB Working Paper No. 883). European Central Bank.
- Deng, S., & Rakowski, D. (2016). Geography and Local (Dis)advantage: Evidence from Muni Bond Funds. *The Quarterly Journal of Finance*, 6(3).
- Dvořák, T. (2005). Do Domestic Investors Have an Information Advantage? Evidence from Indonesia. *Journal of Finance*, 60(2), 817–839.
- Engström, S. (2003). Costly information, diversification and international mutual fund performance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 463–482.

- Errunza, V. R. (1977). Gains from Portfolio Diversification into Less Developed Countries' Securities. *Journal of International Business Studies*, 8(2), 83–100.
- Fama, E. & French, K. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56.
- Fedenia, M., Skiba, H., & Sokolyk, T. (2023). The performance of active investment positions in foreign markets. *Journal of International Business Studies*, 54(2), 285-305.
- Ferreira, M. A., Keswani, A., Miguel, A. F., & Ramos, S. B. (2013). The Determinants of Mutual Fund Performance: A Cross-Country Study. *Review of Finance*, 17(2), 483–525.
- French, K. R. (n.d.). U.S. research factors and industry portfolios. Data Library. Dartmouth_College.
https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html
- French, K. R., & Poterba, J. M. (1991). Investor Diversification and International Equity Markets. *American Economic Review*, 81(2), 222–226 (Papers & Proceedings).
- Froot, K. A., & Ramadorai, T. (2008). Institutional Portfolio Flows and International Investments. *Review of Financial Studies*, 21(2), 937–971.
- Froot, K. A., O'Connell, P. G. J., & Seasholes, M. S. (2001). The Portfolio Flows of International Investors. *Journal of Financial Economics*, 59(2), 151–193.
- Grinblatt, M., & Keloharju, M. (2000). The Investment Behavior and Performance of Various Investor Types: A Study of Finland's Unique Data Set. *Journal of Financial Economics*, 55(1), 43–67.
- Grubel, H. G. (1968). Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows. *American Economic Review*, 58(5), 1299–1314.
- Hau, H. (2001). Location Matters: An Examination of Trading Profits. *Journal of Finance*, 56(5), 1959–1983.
- Investing.com. (s.d.). *S&P 500 Historical Data*. [Acedido em 7-9-2025]. <https://www.investing.com/indices/us-spx-500-historical-data>
- Jagannathan, M., Jiao, W., & Karolyi, G. A. (2022). Is there a home field advantage in global markets? *Journal of Financial Economics*, 143(2), 742–770.

- Jensen, M. C. (1968). The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964. *Journal of Finance*, 23(2), 389–416.
- Kang, J.-K., & Stulz, R. M. (1997). Why Is There a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan. *Journal of Financial Economics*, 46(1), 3–28.
- Levy, H., & Sarnat, M. (1970). International Diversification of Investment Portfolios. *American Economic Review*, 60(4), 668–675.
- Malloy, C. J. (2005). The geography of equity analysis. *The Journal of Finance*, 60(2), 719–755.
- Mann, C. L., & Meade, E. E. (2002). Home bias, transactions costs, and prospects for the euro: A more detailed analysis (No. 6). Research Notes.
- Morningstar. (s.d.). BPI América D FIAA — Portfolio. Acedido em 9 de outubro de 2025. <https://global.morningstar.com/en-eu/investments/funds/oP000011J8/portfolio>
- Morningstar. (s.d.). Santander Seleção Ações América B FIMAA — Portfolio. Acedido em 9 de outubro de 2025. <https://global.morningstar.com/en-eu/investments/funds/oP0001MRE6/portfolio>
- MSCI (2025). *MSCI ACWI Index (USD) – Factsheet (Country Weights)*, 29/08/2025. <https://www.msci.com>
- Nickelsen, J. & Stotz, O. (2023). Do fund managers in the Chinese mutual fund market deliver positive risk-adjusted returns? Yes, but it is mainly observed for local fund managers. *Quantitative Finance and Economics*, 7(4), 595–621.
- Otten, R., & Bams, D. (2002). European Mutual Fund Performance. *European Financial Management*, 8(1), 75–101.
- Otten, R., & Bams, D. (2007). The Performance of Local versus Foreign Mutual Fund Managers. *European Financial Management*, 13(4), 702–720.
- Reis, S. S. T. (2014). A performance dos fundos de investimento mobiliários nacionais em ações (Dissertação de mestrado, Universidade de Coimbra).
- S&P Global (s.d.). *S&P 500® – Overview*. Acedido em 8 de outubro de 2025, de <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-500/#overview>

- Seasholes, M. S., & Zhu, N. (2010). Individual Investors and Local Bias. *Journal of Finance*, 65(5), 1987–2010.
- Shukla, R. K., & Van Inwegen, G. B. (1995). Do locals perform better than foreigners?: An analysis of UK and US mutual fund managers. *Journal of Economics and Business*, 47(3), 241-254.
- Solnik, B. (1974). Why Not Diversify Internationally Rather than Domestically? *Financial Analysts Journal*, 30(4), 48–54.
- Sulaeman, J. (2014). Do Local Investors Know More? Evidence from Mutual Fund Location and Investments. *The Quarterly Journal of Finance*, 4(2).
- Teo, M. (2009). The geography of hedge funds. *The Review of Financial Studies*, 22(9), 3531-3561.
- Treynor, J. L., & Mazuy, K. (1966). Can Mutual Funds Outguess the Market? *Harvard Business Review*, 44(4), 131–136.
- Tschanz, S. (2010). The Timing Performance of Local Versus Foreign Mutual Fund Managers: An Analysis of Market, Volatility and Joint Timing. *Working Paper*. <https://ssrn.com/abstract=1537671>
- Viceira, L. M., & Wang, Z. (2018). Global Portfolio Diversification for Long-Horizon Investors. *Annual Review of Financial Economics*, 10, 221–243.
- Xiao, J. (2015). Domestic and foreign mutual funds in Mexico: Do they behave differently?. *International Monetary Fund*.