



CMVM

## **1º Inquérito sobre a Actividade dos Analistas Financeiros em Portugal**

1. Introdução .....	7
2. Amostra e Metodologia Utilizadas .....	7
3. Resultados do Inquérito .....	8
3.1 Emitentes .....	8
3.1.1 Caracterização das Relações entre Emitente e Analista Financeiro.....	8
3.1.2 Avaliação e Reacção ao Trabalho Feito pelo Analista Financeiro.....	11
3.1.3 Propostas de Iniciativas da CMVM.....	12
3.2 Intermediários Financeiros .....	13
3.2.1 Caracterização do Departamento/Divisão Responsável pelas Actividades de <i>Research</i> do Intermediário Financeiro .....	13
3.2.2 Caracterização do Trabalho Realizado pelo Departamento/Divisão de <i>Research</i> .....	15
3.2.3 Caracterização das Relações entre Intermediário Financeiro e Emitente	19
3.2.4 Percepção dos Intermediários Financeiros Relativamente ao Comportamento do Emitente.....	20
3.2.5 Propostas de Iniciativa .....	21
3.2.6 Caracterização dos Colaboradores Responsáveis pela Elaboração dos Relatórios de <i>Research</i> . .....	22
3.2.7 Caracterização do Comportamento dos Intermediários Financeiros que Recebem Relatórios de <i>Research</i> Produzidos por Outras Entidades .....	26
4. Caracterização da Actividade dos Analistas Financeiros em Portugal.....	29
4.1 Produção e Divulgação de Relatórios de <i>Research</i> .....	29
4.2 Relações entre Emitentes e Intermediários Financeiros no Âmbito da Elaboração de Relatórios de <i>Research</i> .....	37
5. Propostas de Iniciativas Sugeridas à CMVM para Aumentar a Transparência e Qualidade da Actividade de <i>Research</i> em Portugal .....	39
6. Conclusões .....	40
Anexos.....	41

Tabela 1 – Frequência das análises.....	45
Tabela 2 – Tipo de relatório de <i>research</i> .....	45
Tabela 3 – Iniciativa do primeiro contacto entre analista e emitente .....	45
Tabela 4 – Forma de contacto entre analista e emitente.....	45
Tabela 5 – Responsável do emitente pelas relações com o analista.....	45
Tabela 6 – Processo de fiscalização prévia do relatório .....	46
Tabela 7 – Tipo de correcção proposta pelo emitente .....	46
Tabela 8 – Atitude do emitente no fornecimento de informação .....	46
Tabela 9 – Relevância da informação económica para a avaliação do emitente.....	46
Tabela 10 – Percepção do emitente relativamente à qualidade do analista .....	47
Tabela 11 - Percepção do emitente relativamente à qualidade do relatório de <i>research</i> .....	47
Tabela 12 – Nível de concordância do emitente face ao relatório de <i>research</i> .....	47
Tabela 13 – Nível de concordância do emitente face a uma recomendação de “venda” .....	47
Tabela 14 - Nível de concordância do emitente face a uma recomendação de “compra” .....	47
Tabela 15 – Atitude da empresa face a uma recomendação “favorável” .....	47
Tabela 16 - Atitude da empresa face a uma recomendação “favorável” .....	47
Tabela 17 - Tipo de comportamento da empresa face a uma recomendação “desfavorável” .....	48
Tabela 18 – Medidas para impedir analista de aceder a informação .....	48
Tabela 19 – Propostas de iniciativa dos emitentes.....	48
Tabela 20 – Departamentos de <i>research</i> .....	49
Tabela 21 – Número de colaboradores por departamento de <i>research</i> .....	49
Tabela 22 – Dependência funcional do departamento de <i>research</i> .....	49
Tabela 23 – Componentes da remuneração dos colaboradores .....	49
Tabela 24 - Componentes variável da remuneração dos colaboradores .....	49
Tabela 25 – Registo de transacções de valores mobiliários realizadas por colaboradores .....	49
Tabela 26 – Possibilidade de negociação .....	50
Tabela 27 – Informação veiculada nos relatórios diários/semanais/mensais.....	50
Tabela 28 – Tipo de relatório de <i>research</i> .....	50
Tabela 29 – Outras tarefas da responsabilidade do departamento de <i>research</i> .....	50
Tabela 30 – Iniciativa de elaboração do relatório de <i>research</i> .....	50
Tabela 31 – Partilha de informação com outras áreas de actividade do IF .....	50
Tabela 32 – Processo de verificação interna.....	50
Tabela 33 –Tipo de correcção realizada.....	51
Tabela 34 –Agentes ou entidades a receberem o relatório em primeiro lugar .....	51
Tabela 35 – Divulgação publica do relatório de <i>research</i> .....	51
Tabela 36 – Clareza do relatório de <i>research</i> .....	51
Tabela 37 – Importância atribuída aos diferentes tipos de informação .....	52

Tabela 38 - Importância da informação relativa à empresa analisada .....	52
Tabela 39 - Importância atribuída à informação macro-económica .....	53
Tabela 40 - Metodologias utilizadas para calcular os <i>price target</i> .....	53
Tabela 41 - Tipologia das recomendações de investimento .....	53
Tabela 42 - Iniciativa do contacto .....	53
Tabela 43 - Vias de comunicação entre emitente e analista .....	54
Tabela 44 - Responsável pela prestação de informação ao analista .....	54
Tabela 45 - Adequabilidade do tempo disponibilizado pelo emitente .....	54
Tabela 46 - Processo de verificação por parte do emitente .....	54
Tabela 47 - Tipo de correcção feita pelo emitente .....	54
Tabela 48 - Leitura cuidada do relatório .....	54
Tabela 49 - percentagem de relatório que reflecte ideias do emitente .....	55
Tabela 50 - Percentagem de emitentes que concorda com recomendação de “venda” .....	55
Tabela 51 - Percentagem de emitentes que concorda com recomendação de “compra” .....	55
Tabela 52 - Percentagem de emitentes que altera comportamento após recomendação “favorável” .....	55
Tabela 53 - Percentagem de emitentes que altera comportamento após recomendação “desfavorável” .....	55
Tabela 54 - Alteração de comportamento .....	55
Tabela 55 - Propostas de iniciativa .....	56
Tabela 56 - Idade dos colaboradores .....	56
Tabela 57 - Sexo .....	56
Tabela 58 - Habilitações académicas .....	56
Tabela 59 - Outros cursos/formações relevantes para a actividade de <i>research</i> .....	57
Tabela 60 - Antiguidade no exercício da profissão .....	57
Tabela 61 - tipo de actividade exercida anteriormente .....	57
Tabela 62 - Antiguidade ao serviço do intermediário financeiro .....	57
Tabela 63 - Número de sectores de actividade cobertos .....	57
Tabela 64 - Número de emitentes cobertos .....	58
Tabela 65 - Tipo de remuneração auferida .....	58
Tabela 66 - Outras funções desempenhadas pelos colaboradores .....	58
Tabela 67 - Grau de adesão a associações profissionais .....	58
Tabela 68 - Acesso a relatórios de <i>research</i> produzidos por outras entidades .....	58
Tabela 69 - Solicitação de relatórios de <i>research</i> a entidades externas .....	58
Tabela 70 - Responsáveis pela elaboração dos relatórios .....	59
Tabela 71 - Utilização dos relatórios .....	59
Tabela 72 - Processo de divulgação dos relatórios .....	59

Gráfico 1 - Frequência das análises - por tipo de entidade .....	8
Gráfico 2 - Tipo de relatório de <i>research</i> - por tipo de entidade.....	9
Gráfico 3 - Tipo de relatório de <i>research</i> e frequência da análise .....	9
Gráfico 4 - Forma de contacto entre analista e emitente .....	10
Gráfico 5 - Atitude do emitente no fornecimento de informação.....	11
Gráfico 6 - Propostas de iniciativa dos emitentes.....	12
Gráfico 7 - Propostas de iniciativa dos emitentes - por tipo de emitente .....	12
Gráfico 8 - Departamentos de <i>research</i> - por tipo de entidade.....	13
Gráfico 9 - Número de colaboradores por departamento de <i>research</i> - por entidade	14
Gráfico 10 - Componentes variável da remuneração dos colaboradores .....	14
Gráfico 11 - Informação veiculada nos relatórios diários/semanais/mensais - por tipo de entidade. ....	15
Gráfico 12 - Tipo de relatório de <i>research</i> - por tipo de entidade.....	16
Gráfico 13 - Outras tarefas da responsabilidade do departamento de <i>research</i> - por tipo de entidade .....	16
Gráfico 14 - Tipo de correcção realizada .....	17
Gráfico 15 - Agentes ou entidades a receberem o relatório em primeiro lugar.....	17
Gráfico 16 - Clareza do relatório de <i>research</i> .....	18
Gráfico 17 - Tipologia das recomendações de investimento .....	19
Gráfico 18 - Vias de comunicação entre emitente e analista - por tipo de entidade..	19
Gráfico 19 - Concordância com relatório e alteração de comportamento.....	20
Gráfico 20 - Propostas de iniciativa - por tipo de entidade.....	21
Gráfico 21 - Propostas de iniciativa feitas pelos IF's que cobrem acções <i>Euronex Lisbon</i> .....	21
Gráfico 22 - Funções dos colaboradores .....	22
Gráfico 23 - Função <i>versus</i> sexo dos colaboradores.....	22
Gráfico 24 - Função <i>versus</i> habilitações académicas dos colaboradores .....	23
Gráfico 25 - Área de licenciatura .....	24
Gráfico 26 - Universidade da licenciatura .....	24
Gráfico 27 - Área de pós-graduação.....	25
Gráfico 28 - Universidade da pós-graduação .....	25
Gráfico 29 - Grau de adesão a associações profissionais.....	26
Gráfico 30 - Recebimento de relatórios de <i>research versus</i> produção de relatórios ....	27
Gráfico 31 - Responsáveis pela elaboração dos relatórios - por tipo de entidade .....	27
Gráfico 32 - Produção e divulgação de <i>research</i> .....	29
Gráfico 33 - Uso e divulgação de relatórios recebidos.....	30
Gráfico 34 - Tipo de trabalho realizado pelo departamento de <i>research</i> .....	30
Gráfico 35 - Componentes da remuneração dos colaboradores do departamento de <i>research</i> .....	31
Gráfico 36 - Formação académica e funções .....	31
Gráfico 37 - Registo de transacções e possibilidade de negociações .....	32
Gráfico 38 - Formas de contacto entre emitente e analista.....	32

Gráfico 39 – Importância atribuída pelo IF aos diferentes tipos de informação.....	33
Gráfico 40 – Importância para a elaboração do research da informação sobre a empresa .....	34
Gráfico 41 – % de IF's que atribui elevada importância ao PIB, inflação e Taxa de Juro .....	34
Gráfico 42 – Processo de verificação interna do relatório e tipo de correcções realizadas .....	35
Gráfico 43 - Opinião do IF e do emitente quanto à existência de correcções ao research .....	35
Gráfico 44 – Opinião do IF e do emitente quanto ao tipo de correcções ao research	36
Gráfico 45 – Processo de divulgação do relatório .....	36
Gráfico 46 – Qualidade do analista e do relatório de research .....	37
Gráfico 47 - Nível de concordância do emitente face ao research .....	37
Gráfico 48 – percentagem de emitentes que concorda com recomendações de investimento .....	38
Gráfico 49 – Alteração do comportamento do emitente .....	38
Gráfico 50 – Propostas de Emitentes e Intermediários Financeiros .....	39

# 1. Introdução

Recentemente, as questões relacionadas com a análise financeira (*research*) têm vindo a merecer uma atenção particular por parte de entidades de supervisão, intermediários financeiros e associações de classe.

A CMVM, atenta a estas questões, emitiu em finais de 2001 um conjunto de “Recomendações sobre Relatórios de Análise Financeira” que visam atingir 4 grandes objectivos, a saber: i) tornar mais transparente a relação entre analista e empresa alvo de relatório de *research*; ii) aumentar o grau de independência do analista financeiro; iii) contribuir para uma clarificação dos potenciais conflitos de interesses que o analista e o intermediário financeiro enfrentam; iv) elevação do grau de exigência do investidor relativamente aos relatórios de *research*.

No seguimento desta iniciativa, e com o objectivo de conhecer de forma mais profunda o funcionamento da actividade de *research* em Portugal, bem como os eventuais constrangimentos que enfrenta, a CMVM preparou dois inquéritos dirigidos a emitentes cotados na *Euronext Lisbon*; e a departamentos/órgãos de intermediários financeiros que se dedicam à actividade de elaboração de relatórios de *research* e/ou emissão de recomendações de investimento.

O presente documento sistematiza toda a informação fornecida pelos referidos inquéritos, com o intuito de se obter uma caracterização das relações entre intermediários financeiros e emitentes, bem como dos processos de elaboração dos relatórios de *research*.

O documento está organizado como se segue. Na segunda secção caracteriza-se a amostra e a metodologia utilizada. Na terceira secção apresentam-se os principais resultados dos inquéritos. Na quarta secção apresenta-se a caracterização da actividade de *research* em Portugal à luz das respostas dos emitentes e intermediários financeiros. Na quinta secção incluem-se as principais propostas de iniciativa feitas pelos emitentes e intermediários financeiros. Conclui-se com a apresentação de uma síntese das principais conclusões e propostas de iniciativa.

## 2. Amostra e Metodologia Utilizadas

O presente documento teve por base dois inquéritos distintos: i) Inquérito aos Emitentes – Anexo III; ii) Inquérito aos Intermediários Financeiros – Anexo IV.

Relativamente ao inquérito aos emitentes<sup>1</sup>, considerou-se como população as empresas emitentes de acções cotadas no Mercado de Cotações Oficiais (MCO) à data de 10 de Setembro de 2002. Foram assim enviados questionários a 52 empresas (Anexo I), sendo a taxa de resposta de 78,8%, o que significa que a nossa amostra é constituída por 41 inquéritos. Foram ainda enviados 68 inquéritos a intermediários

---

<sup>1</sup> Atente-se que de entre as entidades que responderam ao inquérito dirigido aos emitentes 8 são intermediários financeiros. Assim, importa salientar que estas 8 entidades responderam aos inquéritos da CMVM, quer na qualidade de emitente, quer na de intermediário financeiro.

financeiros, tendo-se obtido a resposta de 44 , o que corresponde a uma taxa de adesão de 64,7%.

O tratamento estatístico dos inquérito será feito numa óptica exclusivamente descritiva. Os resultados obtidos serão apresentados de forma agregada, respeitando-se assim o anonimato das entidades.

### 3. Resultados do Inquérito

A presente secção divide-se em duas partes. Na primeira, encontram-se expressas as respostas fornecidas pelos emitentes - secção 3.1. Na Segunda, sintetizam-se as respostas fornecidas pelos intermediários financeiros - secção 3.2.

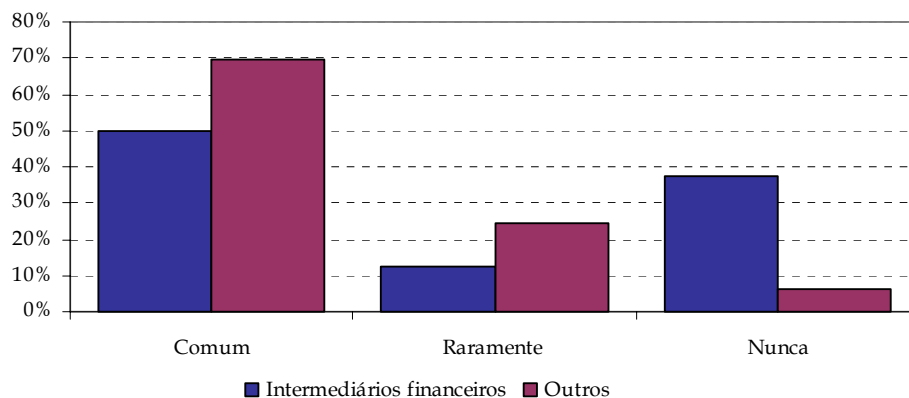
#### 3.1 Emitentes

##### 3.1.1 Caracterização das Relações entre Emitente e Analista Financeiro

A maioria dos emitentes (65,9%) afirma que é prática comum ser alvo de análises realizadas por analistas financeiros e 12,2% considera a não existência deste tipo de procedimentos em relação às suas empresas -Tabela 1.

Por outro lado, dos oito intermediários financeiros (IF's) que responderam ao inquérito, 50% é alvo frequente deste tipo de análise, valor abaixo do observado para os emitentes de outras áreas de actividade (69,7%) - Gráfico 1.

**Gráfico 1 - Frequência das análises - por tipo de entidade**

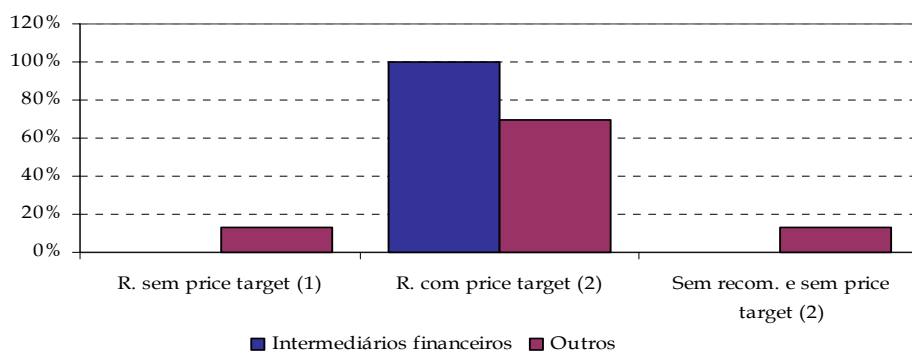


87,8% dos emitentes afirmam ter sido alvo, pelo menos uma vez, de uma análise realizada por analista financeiro, e em 74,3% dos casos essa análise traduz-se na

elaboração de um relatório de *research*<sup>2</sup> que inclui recomendações de investimento e *price targets* - Tabela 2. Destaca-se ainda o facto de 11,4% dos emitentes serem alvo de relatórios de *research* onde não é feita nenhuma recomendação de investimento nem indicação de *price target*.

Desagregando a análise por tipo de entidade, observa-se (Gráfico 2) que as análises feitas aos IF's se consubstanciam, sem excepção, em relatórios de *research* com recomendação de investimento e *price target*. Para este resultado terá contribuído o facto de este tipo de emitente ter um forte peso na capitalização accionista nacional e, consequentemente, ser alvo de um maior interesse por parte dos investidores.

**Gráfico 2 - Tipo de relatório de *research* - por tipo de entidade**



Para 85,2% dos emitentes alvo frequente de análise, esta consiste num relatório que inclui recomendação de investimento e *price target*. Contudo, no caso dos emitentes onde a frequência de análise é muito reduzida esse valor é de 37,5% - Gráfico 3.

**Gráfico 3 - Tipo de relatório de *research* e frequência da análise**

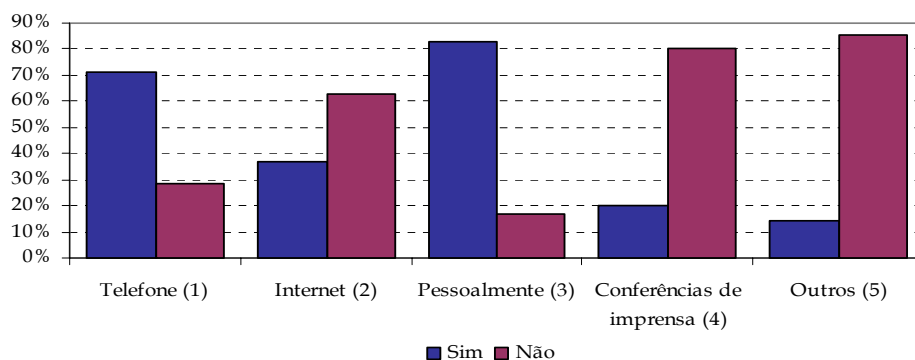


<sup>2</sup> Entende-se por *research* a actividade de pesquisa e de análise de determinado emitente ou valores mobiliários com vista à elaboração de um relatório onde se formula uma opinião sobre o emitente e os valores analisados; uma previsão quanto ao respectivo desempenho ou evolução; ou uma recomendação genérica de investimento ou desinvestimento em valores mobiliários.

De acordo com 85,7% dos emitentes, os processos de análise são promovidos por iniciativa do analista, enquanto em 2,9% dos casos essa iniciativa é da exclusiva responsabilidade dos emitentes - Tabela 3.

Relativamente à forma como se realiza o contacto entre emitentes e analistas, este é feito em 11,4% dos casos com recurso exclusivo ao telefone, enquanto em 25,7% dos casos o contacto é feito pessoalmente. Já 62,8% dos emitentes revelaram existir mais do que um meio de contacto entre analista e emitente - Tabela 4. Por outro lado, regista-se que em 70% dos contactos o telefone é utilizado, enquanto em 83% dos casos a via pessoal é uma das formas escolhidas de contacto - Gráfico 4.

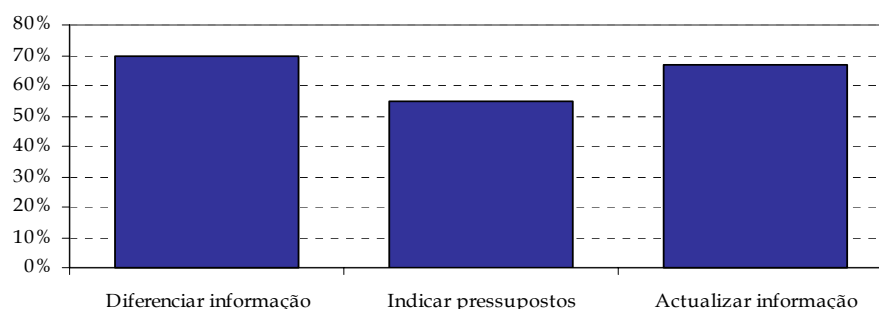
**Gráfico 4 - Forma de contacto entre analista e emitente**



A generalidade dos contactos entre emitente e analista são conduzidos pelo representante para as relações com o mercado do emitente (64,2%), enquanto em 16,4% dos casos as questões colocadas pelos analistas são respondidas pelos administradores do emitente - Tabela 5.

Mais de 66% dos emitentes promove um processo de fiscalização prévia do relatório de *research* antes deste ser objecto de divulgação pública - Tabela 6. Em 23,5% dos casos o processo de correcção incide exclusivamente sobre a informação financeira contida nos relatórios, enquanto em 41,2% dos casos essa correcção abrange, para além da informação financeira, a componente respeitante a previsões - Tabela 7.

Atente-se ainda que a quase totalidade dos emitentes afirma ter preocupações no que respeita à qualidade e objectividade da informação prestada aos analistas financeiros. Assim, 69,7% dos emitentes diferencia claramente a informação respeitante à actual situação económica e financeira da empresa de objectivos, previsões ou perspectivas relativamente à actividade, negócios ou resultados. Por outro lado, 66,7% actualiza, sempre que se justifique, as informações que foram transmitidas aos analistas financeiros. A necessidade de fornecer uma indicação clara dos pressupostos e critérios utilizados na formulação dos objectivos, previsões ou perspectivas é respeitada por 54,5% dos emitentes - Tabela 8 e Gráfico 5.

**Gráfico 5 - Atitude do emitente no fornecimento de informação**

A estratégia de crescimento, os resultados e a qualidade de gestão parecem ser os aspectos que, segundo os emitentes, maior relevância terão na elaboração de um relatório de *research*. Ao invés, o nível de satisfação dos trabalhadores e as actividades de I&D correspondem ao tipo de informação com menor relevância para a elaboração desses relatórios - Tabela 9.

### 3.1.2 Avaliação e Reacção ao Trabalho Feito pelo Analista Financeiro

A maioria dos emitentes considera que a qualidade do analista que os contacta é boa (52,8%) ou muito boa (8,3%) enquanto a qualidade dos relatórios de *research* produzidos pelos IF's é boa (57,1%) ou muito boa (5,7%) - Tabela 10 e Tabela 11. Cerca de 11,8% dos emitentes revê-se em mais de 90% do relatório de *research* produzido, enquanto 76,5% considera que esses relatórios reflectem 50% a 90% das suas ideias - Tabela 12.

Relativamente ao nível de concordância do emitente face às recomendações de "venda", observa-se que dos emitentes alvo deste tipo de recomendações (56,7%), cerca de 47,1% concordam com menos de 25% dessas recomendações; 23,5% concorda com mais de 75% das recomendações - Tabela 13. Ao invés, no caso das recomendações de "compra" 85,1% dos emitentes alvo deste tipo de recomendação concorda com mais de 75% das recomendações feitas sobre os seus títulos - Tabela 14.

A totalidade dos emitentes afirma não alterar a sua atitude face aos IF's após a emissão de uma recomendação "favorável" - Tabela 15. Quando é emitida uma recomendação "desfavorável", 13,9% dos emitentes admite alterar o seu comportamento após a emissão desse tipo de recomendação - Tabela 16. Essa alteração de comportamento passa sobretudo pelo aumento da comunicação com o analista (80%), à qual está associada uma crítica pessoal ao analista em 20% dos casos - Tabela 17.

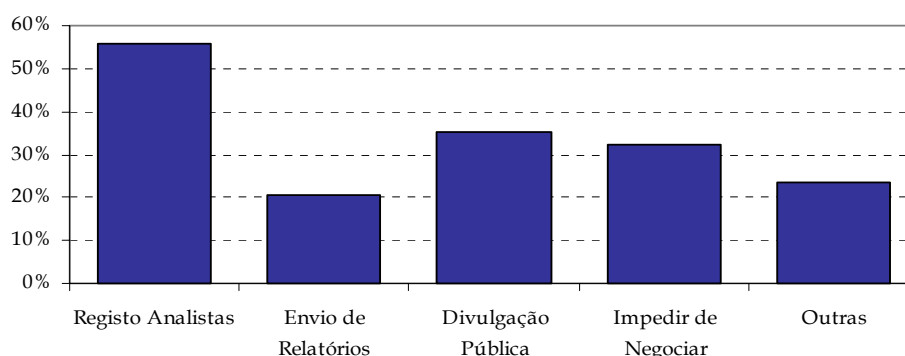
Nenhum dos emitentes respondentes adopta medidas que visem impedir os analistas de aceder à informação disponibilizada pela empresa - Tabela 18.

### 3.1.3 Propostas de Iniciativas da CMVM

Dos 41 emitentes que responderam ao inquérito, 34 (82,9%) consideram como relevante a intervenção da CMVM no sentido de aumentar a transparência e a qualidade da actividade de *research* em Portugal - Tabela 19.

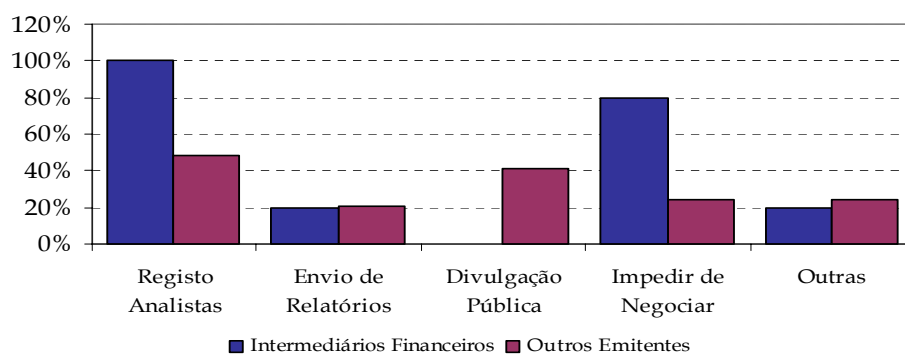
De entre as possíveis iniciativas da CMVM nesta área, 53% dos emitentes considera o registo do analista na CMVM como medida essencial, enquanto 33% entende que a CMVM deve obrigar os IF's a uma divulgação pública integral dos relatórios sempre que seja feita uma divulgação parcial do mesmo - Gráfico 6.

**Gráfico 6 - Propostas de iniciativa dos emitentes**



Se subdividirmos a análise por tipo de emitente (Gráfico 7) observa-se que todos os IF's consideram essencial o registo dos analistas na CMVM mas nenhum deles aponta para a necessidade de divulgação pública dos relatórios de *research*.

**Gráfico 7 - Propostas de iniciativa dos emitentes - por tipo de emitente**

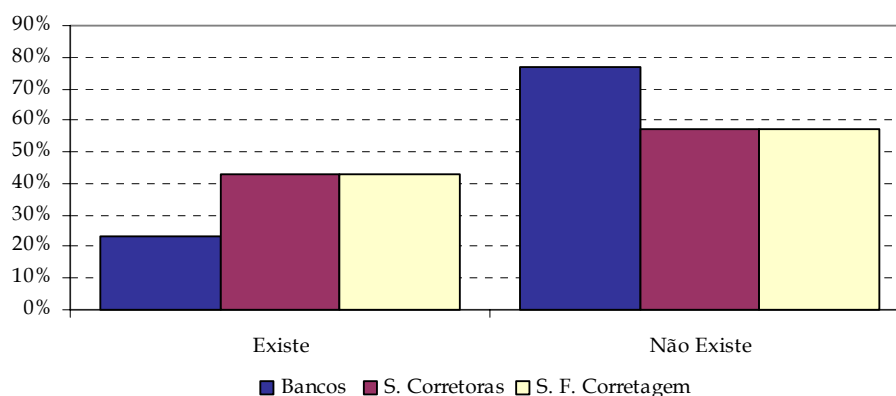


## 3.2 Intermediários Financeiros

### 3.2.1 Caracterização do Departamento/Divisão Responsável pelas Actividades de *Research* do Intermediário Financeiro

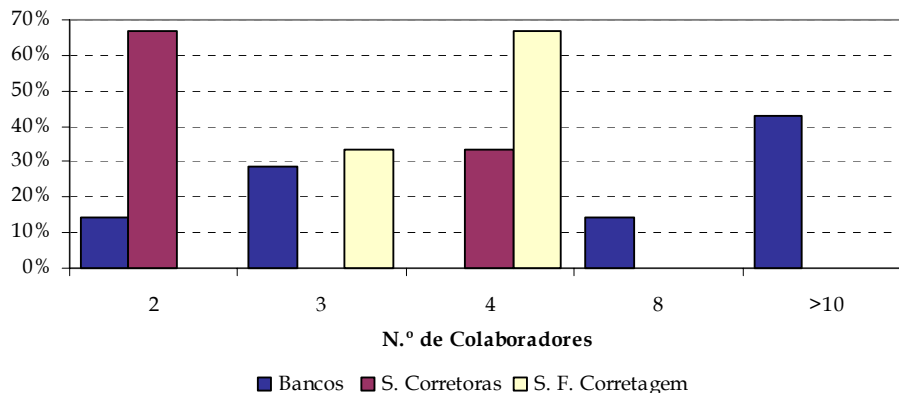
Dos 44 intermediários financeiros que responderam ao nosso inquérito, 30,2% afirmam possuir um departamento de *research* dedicado à análise do mercado accionista - Tabela 20. De entre os IF's, os Bancos são aqueles que menor percentagem de departamentos de *research* possuem, o que não estará alheio o facto de muitos deles se dedicarem exclusivamente à área de retalho - Gráfico 8.

Gráfico 8 - Departamentos de *research* - por tipo de entidade



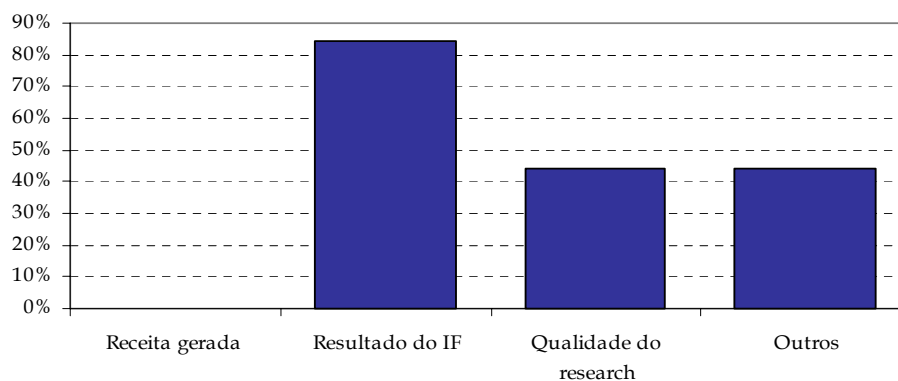
Os departamentos de *research* apresentam, em média, uma dimensão reduzida: 9 dos 13 departamentos considerados possuem 4 ou menos colaboradores - Tabela 21.<sup>3</sup> Desagregando a análise por tipo de IF, verifica-se que as Sociedades Corretoras apresentam a menor dimensão média em termos de número de colaboradores, enquanto se observa a situação inversa com os Bancos - Gráfico 9.

<sup>3</sup> Atente-se contudo que a entidade que afirma possuir 22 colaboradores na área de *research* é uma entidade estrangeira e afirma não se dedicar à análise de títulos cotados na *Euronext*, pelo que se pressupõe que a informação transmitida corresponde a um departamento de *research* que não funciona em território nacional.

**Gráfico 9 - Número de colaboradores por departamento de *research* - por entidade**

Cerca de 30,8% dos departamentos de *research* estão na dependência funcional de outros departamentos. Este facto reforça a necessidade de uma autoridade de supervisão atenta e vigilante, na medida em que tal dependência funcional pode colocar em causa o nível de independência necessária à realização de trabalhos de *research* idóneos e independentes - Tabela 22.

No que se refere à remuneração dos colaboradores, observa-se que 30,8% dos IF's afirmam que esta possui uma componente fixa. Em 69,2% dos casos a essa componente fixa está associada uma componente variável, ainda que esta não dependa directamente da receita gerada com os valores mobiliários alvo de análise, mas sim dos resultados obtidos pelo IF no final de cada ano - Tabela 23, Tabela 24 e Gráfico 10.

**Gráfico 10 - Componentes variáveis da remuneração dos colaboradores**

76,9% dos IF's que possuem departamento de *research* afirmam manter um registo actualizado das transacções em valores mobiliários realizadas pelos colaboradores do departamento. Contudo, a maioria dos IF's (66,6%) não possui nenhuma norma estatutária que impeça o analista de negociar (ou por interposta pessoa), em data próxima à conclusão e divulgação do relatório, os valores mobiliários alvo de relatório - Tabela 25 e Tabela 26. Ainda assim, saliente-se que alguns dos IF's que

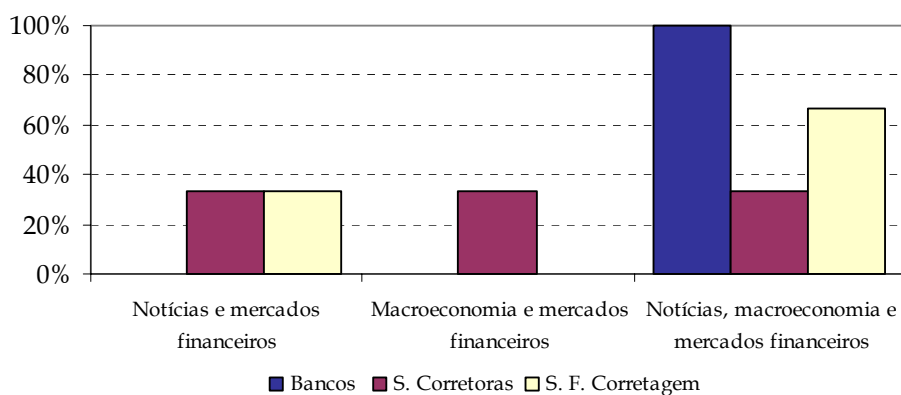
afirmaram não possuir essas limitações estatutárias submetem a negociação em valores mobiliários por parte dos analistas a autorização prévia do conselho de administração.

### 3.2.2 Caracterização do Trabalho Realizado pelo Departamento/Divisão de *Research*

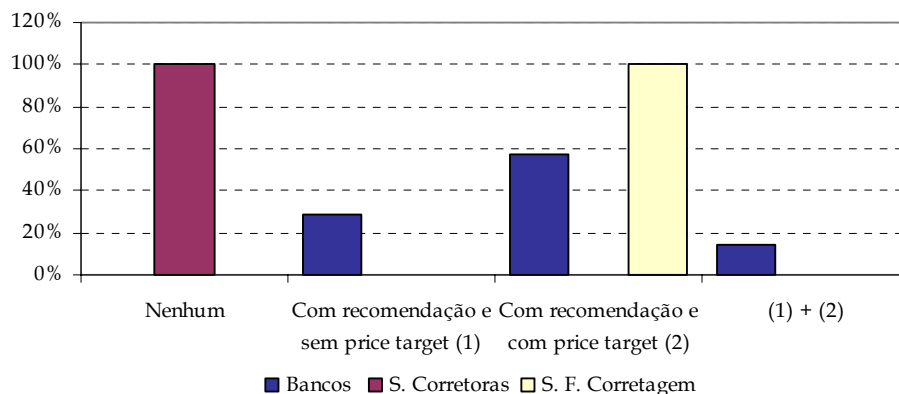
Relativamente ao tipo de trabalho realizado pelos departamentos de *research*, a nossa análise será dividida em três áreas distintas de trabalho, a saber: relatórios diários/semanais/mensais; relatórios de *research*; outros trabalhos.

Assim, cerca de 76,9% dos departamentos de *research* dedicam parte da sua actividade à elaboração de relatórios periódicos onde são incluídas notícias financeiras, análise macro-económica e análise da evolução dos mercados. Por outro lado, observa-se que as características destes relatórios dependem do tipo de instituição responsável pela sua elaboração. Se todos os Bancos incluem nos seus relatórios notícias financeiras, análise macro-económica e análise da evolução dos mercados, no caso das Sociedades Corretoras esse tipo de relatório só se verifica em 33% dos casos - Tabela 27 e Gráfico 11.

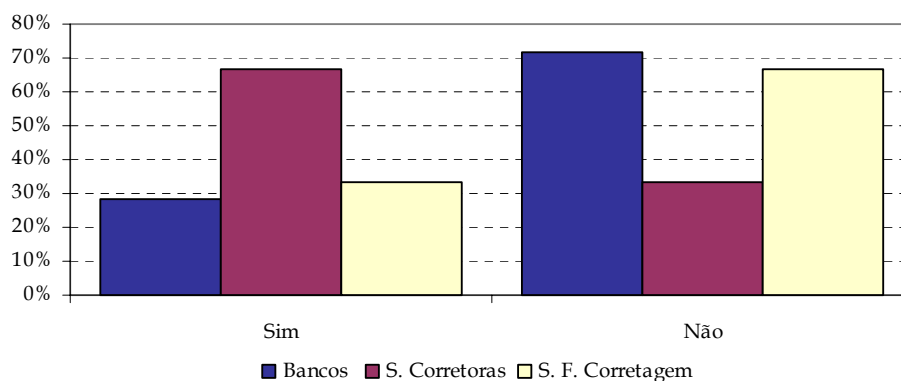
**Gráfico 11 - Informação veiculada nos relatórios diários/semanais/mensais - por tipo de entidade.**



Relativamente à actividade de elaboração de relatórios de *research*, verifica-se que 23,1% dos IF's que possuem departamento de *research* não produzem qualquer relatório que inclua recomendações de investimento e/ou *price target* - Tabela 28. Desagregando a análise por tipo de IF, conclui-se que são os Bancos e as Sociedades Financeiras de Corretagem quem produz relatórios de *research* com recomendações de investimento e/ou *price target* - Gráfico 12.

**Gráfico 12 - Tipo de relatório de *research* - por tipo de entidade**

Relativamente a outras tarefas da responsabilidade do departamento de *research*, observa-se que 38,5% das entidades afirmam fazê-lo, destacando-se de entre essas tarefas as associadas às apresentações a clientes - Tabela 29. Esta multifuncionalidade dos departamentos de *research* é mais visível nos IF's de menor dimensão (Sociedades Corretoras e Financeiras de Corretagem) do que nos de maior dimensão (Bancos) - Gráfico 13.

**Gráfico 13 - Outras tarefas da responsabilidade do departamento de *research* - por tipo de entidade**

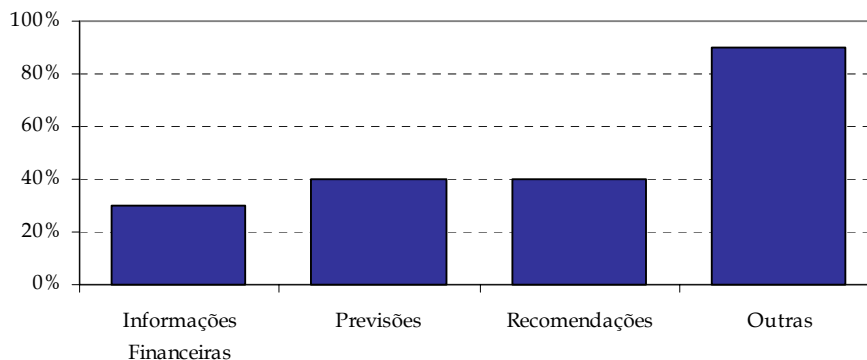
Em cerca de 80,4% dos casos, a iniciativa para a elaboração de um relatório de *research* parte do responsável pelo departamento de *research*, e em 2,8% dos casos essa iniciativa parte do emitente - Tabela 30

Quanto ao processo de produção dos relatórios, em 2 das 13 entidades que possuem departamento de *research* existem, aquando da elaboração dos relatórios de *research*, contactos formais ou informais entre o departamento de *research* e outras áreas de actividade do IF - Tabela 31.

Por outro lado, a quase totalidade dos IF's afirma existir um processo de verificação interna do conteúdo do relatório de *research*. Em geral, esse processo é conduzido

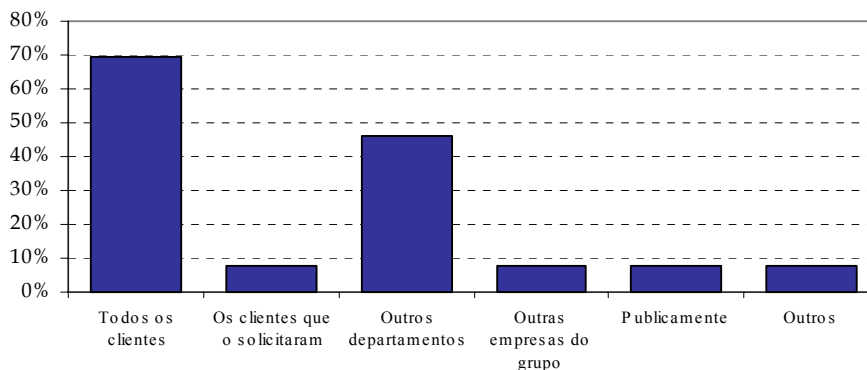
pelo responsável pelo departamento de *research* - Tabela 32. O processo de verificação interna passa nomeadamente pela correcção de previsões (40%), correcção de recomendações (40%) e outras correcções (90%) - Tabela 33 e Gráfico 14.

**Gráfico 14 - Tipo de correcção realizada**



No que se refere ao processo de divulgação dos relatórios de *research*, parece ser política corrente da generalidade dos IF's o envio imediato dos relatórios produzidos a todos os clientes do IF (70% dos casos). Por outro lado, os relatórios de *research* chegam ao conhecimento do público após terem sido distribuídos quer internamente quer aos clientes do IF - Tabela 34 e Gráfico 15.

**Gráfico 15 - Agentes ou entidades a receberem o relatório em primeiro lugar**

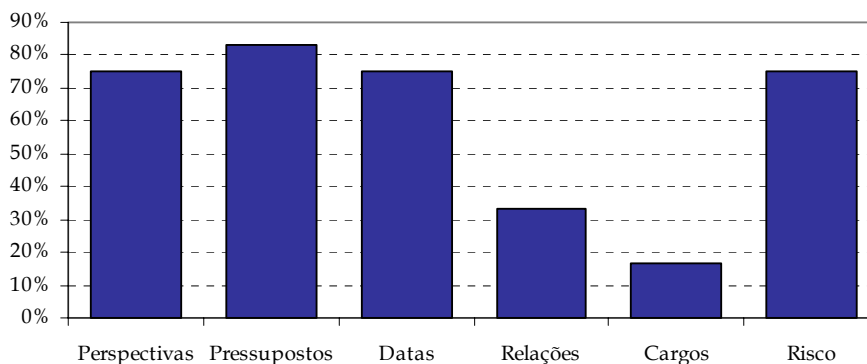


Cerca de 69,2% dos IF's afirmam que os seus relatórios são divulgados publicamente, elevando-se esse valor para 100% quando consideramos apenas os departamentos produtores de relatórios de *research* que incluem recomendações e/ou *price targets* - Tabela 35. A divulgação pública dos relatórios é normalmente feita através de agências noticiosas internacionais ou através do próprio site da instituição.

Na perspectiva dos produtores de *research*, os relatórios por si produzidos permitem identificar e distinguir as perspectivas ou previsões feitas pela empresa analisada das realizadas pelos analistas financeiros (75%), bem como identificar os pressupostos da análise e os métodos de avaliação utilizados (83,3%). Ainda assim, um terço dos IF's

identifica nos seus relatórios as eventuais relações ou benefícios económicos que existam entre o analista, IF, sociedade que com esta esteja em relação de domínio ou de grupo, e a empresa analisada, e 16,7% indica de forma clara se existe algum membro do IF responsável pela elaboração do relatório que desempenhe algum cargo na empresa analisada - Tabela 36 e Gráfico 16.

**Gráfico 16 - Clareza do relatório de *research***



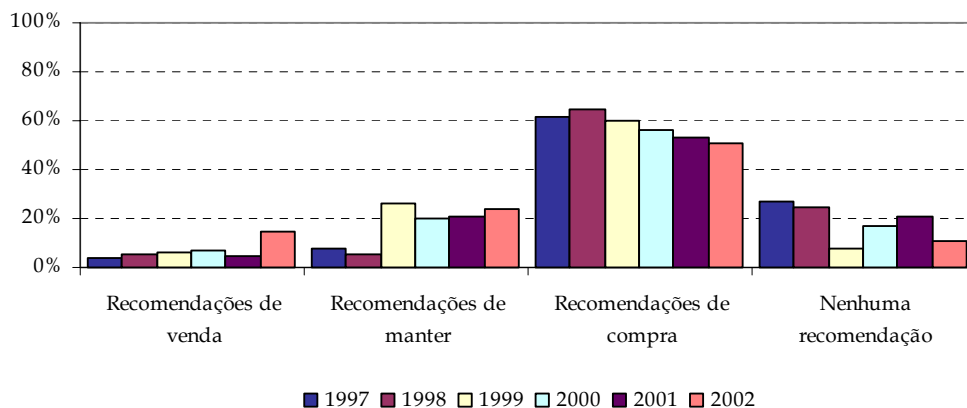
Na elaboração de um relatório de *research* os aspectos que segundo os IF's merecem maior atenção prendem-se com a situação económico-financeira da empresa analisada (7,5 numa escala de 1 a 8), seguido dos aspectos ligados à situação do sector de actividade onde se insere a empresa analisada (6,8) - Tabela 37.

Para a totalidade dos produtores de *research*, a questão dos resultados da empresa apresenta-se como elemento de elevada importância na elaboração de relatórios, enquanto a estratégia de crescimento é também considerada de elevada importância para 91,7% dos IF's - Tabela 38. Ao invés, as vendas por trabalhador e o nível de satisfação dos trabalhadores são considerados de baixa importância para, respectivamente, 33,3% e 45,5% dos IF's.

Quanto aos indicadores macro-económicos, verifica-se que os relativos à economia portuguesa são aqueles aos quais os produtores de *research* atribuem em média uma maior importância - Tabela 38. Para 83,3% dos produtores de *research* respondentes, a questão da taxa de juro na zona euro apresenta-se como elemento informativo de elevada importância, enquanto relativamente à taxa de juro nos EUA esse valor é de 66,7%.

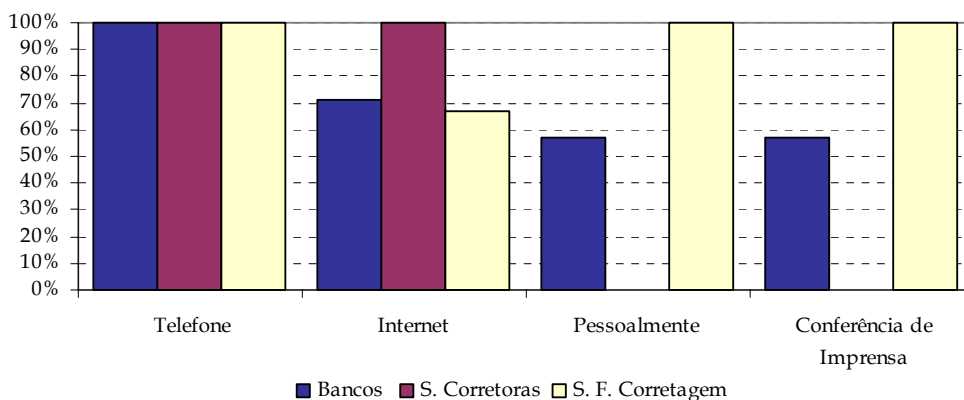
Parecem não existir grandes divergências entre os diferentes produtores de *research* relativamente às metodologias utilizadas no cálculo dos *price targets*. De facto, a totalidade dos IF's utiliza o método do *Discount Cash Flow* (DCF), sendo que 33,3% utilizam também o denominado método dos múltiplos - Tabela 40.

Simultaneamente, observa-se que existe um forte enviesamento das recomendações em favor da "compra", ainda que essa tendência e enviesamento se tenha vindo a diluir ao longo dos últimos anos - Tabela 41 e Gráfico 17.

**Gráfico 17 - Tipologia das recomendações de investimento**

### 3.2.3 Caracterização das Relações entre Intermediário Financeiro e Emitente

A iniciativa do primeiro contacto entre o IF e o emitente é em 90,9% dos casos da responsabilidade do analista financeiro - Tabela 42. Consta-se ainda que 9,1% dos contactos entre o analista e o emitente são feitos recorrendo exclusivamente a uma via de comunicação - Tabela 43. Na realidade, 90,9% utilizam diversos meios, sendo que metade recorre quer a contacto telefónico, pessoal e *internet*, quer a conferências de imprensa.

**Gráfico 18 - Vias de comunicação entre emitente e analista - por tipo de entidade**

A totalidade dos intermediários financeiros afirma que a informação relativa ao emitente é divulgada pelo representante para as relações com o mercado, ainda que 30% declare que essa informação também é divulgada pelo director financeiro do

emitente - Tabela 44. Por outro lado, cerca de 77,8% dos IF's consideram suficiente o tempo disponibilizado pelos emitentes para fornecer informação ao analista - Tabela 45.

Atente-se no entanto, que a preocupação do emitente não se resume exclusivamente à divulgação de informação. De facto, mais de 63% dos IF's revelam que os seus relatórios de *research* são sujeitos a um processo de verificação por parte do emitente, com as correcções a centralizarem-se fundamentalmente nas questões da informação financeira (57,2%) e outras correcções (57,2%) - Tabela 46 e Tabela 47.

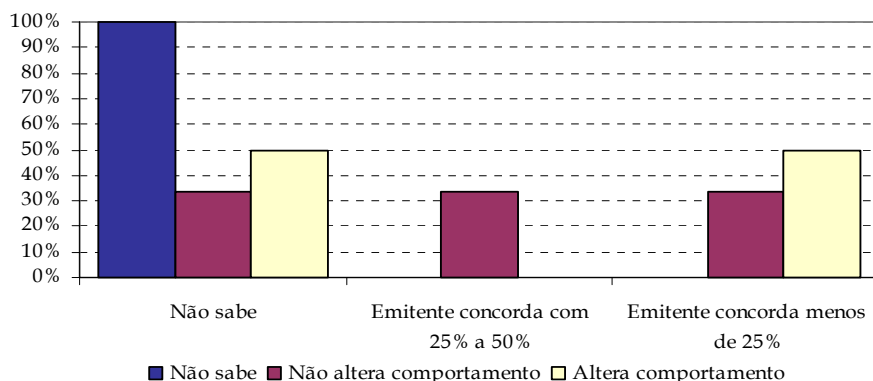
### 3.2.4 Percepção dos Intermediários Financeiros Relativamente ao Comportamento do Emitente

Se para a maioria dos IF's os emitentes lêem com atenção os relatórios de *research*, o certo é que para 75% dos IF's os relatórios de *research* reflectem menos de 50% das ideias dos emitentes - Tabela 48 e Tabela 49.

Quanto à recomendação incorporada no relatório de *research* verifica-se que, de acordo com a totalidade dos IF's, os emitente concordam com menos de 50% das recomendações de "venda" de que são alvo, enquanto no caso das recomendações de "compra" os IF's consideram que os emitentes estão quase sempre de acordo com este tipo de recomendações - Tabela 50 e Tabela 51.

Em linha com o resultados anteriores, observa-se que, na perspectiva dos IF's, os emitentes não alteram o comportamento após a divulgação de uma recomendação considerada "favorável" para o emitente - Tabela 52. Comportamento diverso parece ter o emitente quando é alvo de uma recomendação "desfavorável", conforme se depreende do facto de 40% dos IF's afirmarem que nessas circunstâncias o emitente altera o seu comportamento face ao IF responsável pela recomendação - Tabela 53. Essas alterações de comportamento parecem ser mais frequentes nos casos em que o emitente revela uma fraca concordância com o conteúdo do relatório de *research* e traduzem-se nomeadamente em críticas ao analista, protesto junto do responsável pelo departamento de *research* e junto da administração do IF, chegando em alguns casos a dificultar-se o acesso do analista à informação - Tabela 54 e Gráfico 19.

**Gráfico 19 - Concordância com relatório e alteração de comportamento**

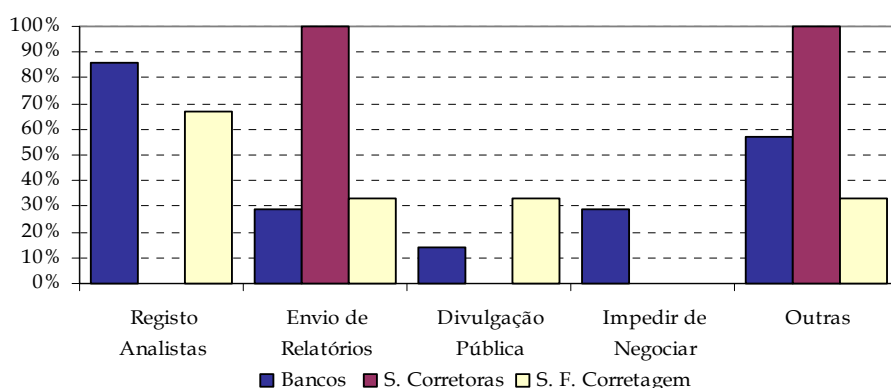


### 3.2.5 Propostas de Iniciativa

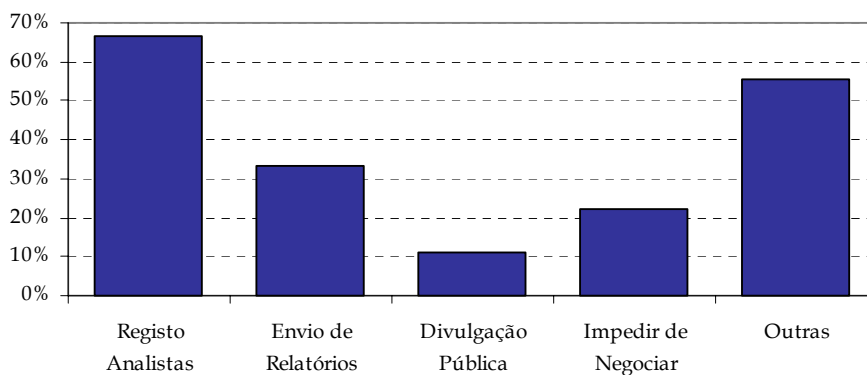
Do conjunto de IF's inquiridos, apenas 11 deram indicações de propostas de iniciativas que a CMVM poderia tomar no sentido de aumentar a transparência e a qualidade da actividade de *research* em Portugal. Ainda assim, dos 13 IF's que possuem um departamento de *research* cerca de 69,2% consideram que a CMVM deve tomar iniciativas nesta área.

Relativamente ao conteúdo das propostas, importa salientar que a iniciativa mais consensual entre os IF corresponde à necessidade de se proceder ao registo dos analistas financeiros junto da CMVM - Tabela 54, Gráfico 20 e Gráfico 21.

**Gráfico 20 - Propostas de iniciativa - por tipo de entidade**



**Gráfico 21 - Propostas de iniciativa feitas pelos IF's que cobrem acções Euronex Lisbon**



### 3.2.6 Caracterização dos Colaboradores Responsáveis pela Elaboração dos Relatórios de Research.

Mais de 73% dos 49 colaboradores dos departamentos de *research* que responderam ao inquérito admitem exercer funções de analistas financeiros, ainda que nem todos se dediquem à elaboração de relatórios de *research* - Gráfico 22. A média das idades dos colaboradores dos departamentos de *research* é de 29 anos e meio. Todos se situam na faixa etária dos 24 aos 35 anos, sendo que 67,3% possuem idade igual ou inferior a 30 anos - Tabela 56. Existe também uma prevalência de colaboradores masculinos na área de *research* (57,1%) em desfavor dos colaboradores femininos (42,9%), ainda que essa assimetria seja menos evidente nas funções dirigentes - Tabela 57 e Gráfico 23.

Gráfico 22 - Funções dos colaboradores

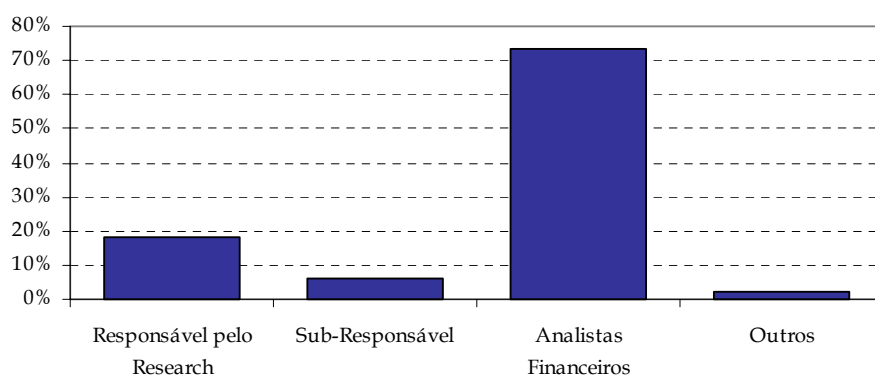
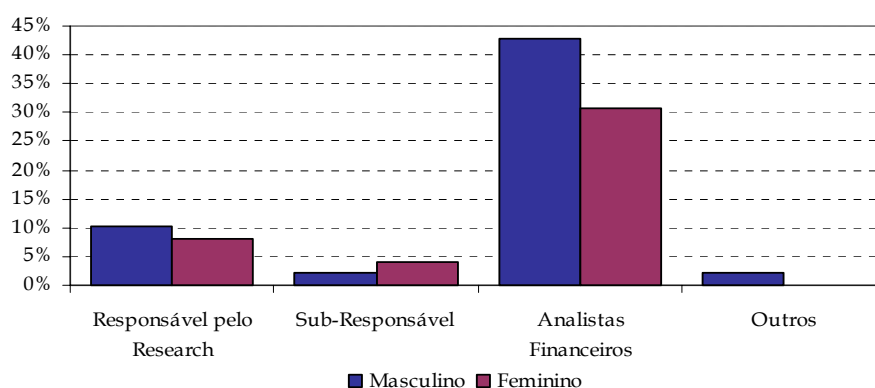


Gráfico 23 - Função versus sexo dos colaboradores

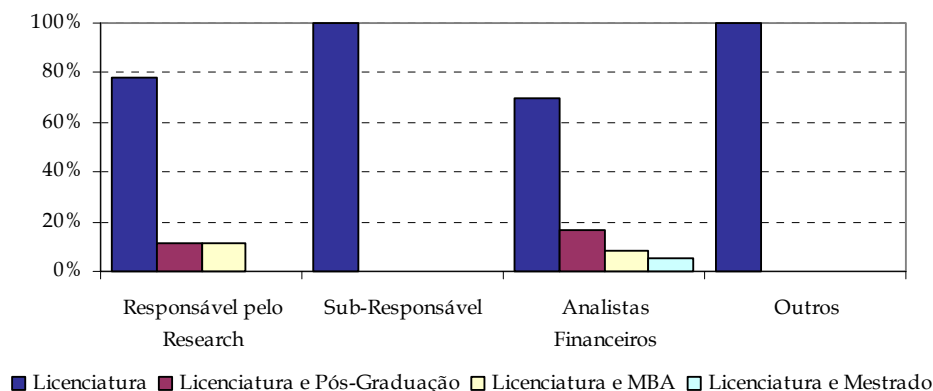


Quanto às habilitações académicas dos colaboradores da área de *research* verifica-se que todos possuem como habilitação mínima a licenciatura. Contudo, apresenta-se como reduzido o número de colaboradores que complementaram essa formação académica com outra de grau mais elevado (26,6%), não existindo nenhum

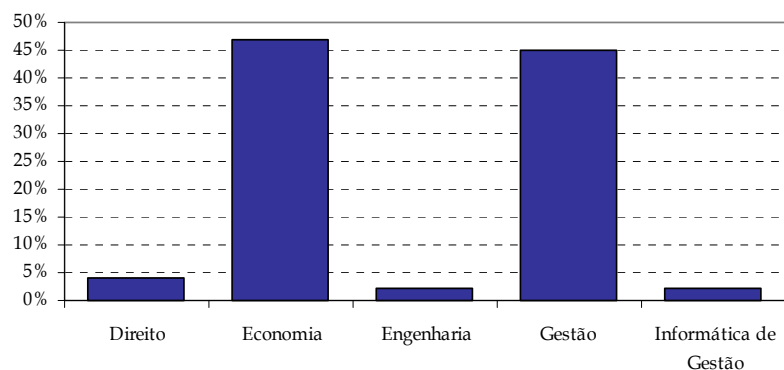
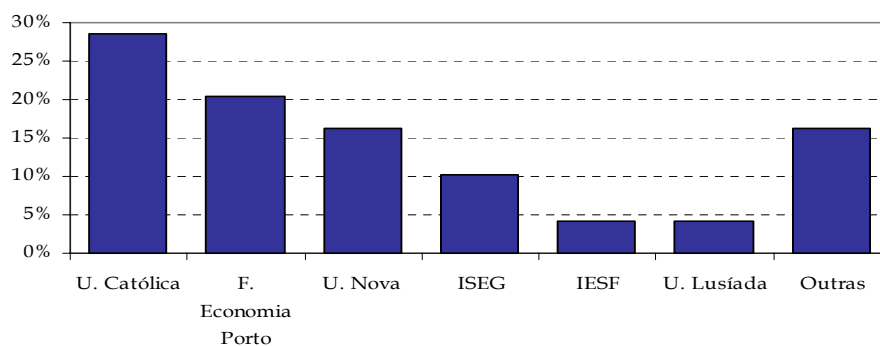
doutorado - Tabela 58. Se a isto associarmos o facto de quase 80% dos colaboradores não ter frequentado nenhum curso/formação relevante para a actividade de *research*, podemos concluir que apesar de possuírem uma formação base de nível superior (licenciatura), a maioria dos colaboradores dos departamentos de *research* não complementou a sua actividade profissional com formação académica específica ao exercício da profissão - Tabela 59.

Por outro lado, verifica-se que o nível de habilitações dos analistas financeiros é, em média, mais elevado do que o das chefias. De facto, enquanto 22,2% dos responsáveis pela área de *research* possuem uma formação acima da licenciatura, no caso dos analistas financeiros esse valor é de 30,6% - Gráfico 24.

**Gráfico 24 - Função versus habilitações académicas dos colaboradores**

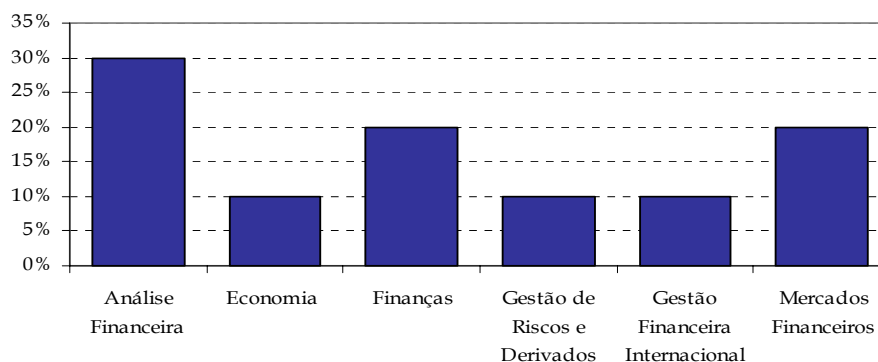


Outro aspecto que importa relevar prende-se com o facto da quase totalidade das licenciaturas corresponderem à área da economia e gestão (Gráfico 25), a qual foi concluída em 28,6% dos casos na Universidade Católica Portuguesa, 20,4% na Faculdade de Economia do Porto e 16,3% na Faculdade de Economia da Universidade Nova de Lisboa - 26. Por outro lado, não existe uma distribuição uniforme dos licenciados de diferentes universidades pelos diferentes IF's: os licenciados em determinadas universidades concentram-se num conjunto reduzido de IF's.

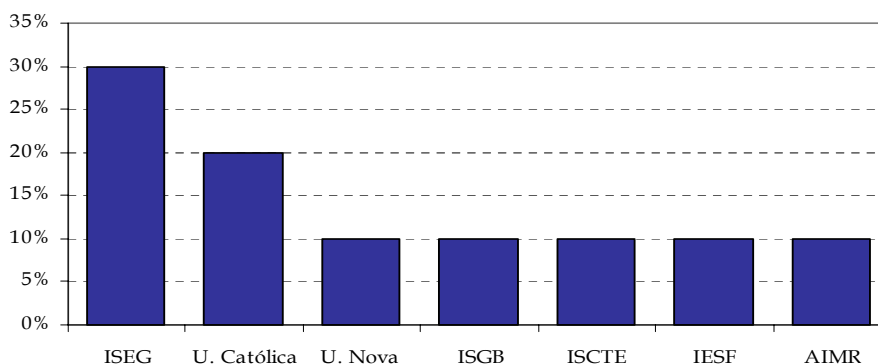
**Gráfico 25 - Área de licenciatura****Gráfico 26 - Universidade da licenciatura**

Quanto às pós-graduações conclui-se que na sua maioria correspondem à área de Finanças e em grande parte concluídas no Instituto Superior de Economia e Gestão - Gráfico 27 e Gráfico 28.

Relativamente aos colaboradores possuidores de Mestrado (3) e MBA (4) saliente-se o facto de os terem concluído maioritariamente em universidades estrangeiras e no caso dos concluídos em universidades portuguesas a escolha recaiu exclusivamente na Universidade Católica (mestrado em Finanças).

**Gráfico 27 - Área de pós-graduação**

Os colaboradores dos departamentos de *research* têm um tempo médio de exercício da actividade de 4,1 anos, com 42,2% dos colaboradores a exercer a actividade há menos de 3 anos - Tabela 60. Por outro lado, quase 50% dos colaboradores trabalham há menos de 3 anos na actual entidade empregadora, sendo a média de anos ao serviço dessa entidade de 3,6 anos - Tabela 62. Simultaneamente, observa-se que mais de 30% dos colaboradores dos departamentos de *research* não possuem nenhuma experiência profissional anterior à que actualmente exercem. Destaca-se no entanto o facto de grande parte dos colaboradores que exerceram anteriormente outras actividades o terem feito em áreas financeiros tais como gestão de activos (10,2%), controlo orçamental (8,2%), auditoria (6,1%), entre outras - Tabela 61.

**Gráfico 28 - Universidade da pós-graduação**

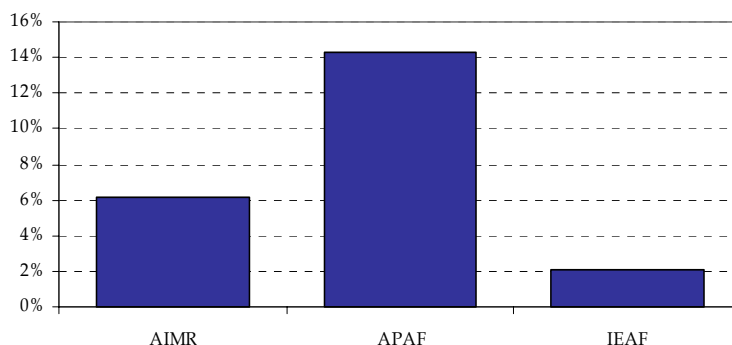
Os resultados obtidos parecem ainda reforçar a ideia de que o número de entidades que se dedica efectivamente à elaboração de relatórios de *research* sobre valores mobiliários específicos é reduzida. De facto, cerca de 43,5% dos colaboradores dos departamentos de *research* afirmam não fazer a cobertura de nenhum sector de actividade específico, enquanto 40,8% afirmam não cobrir nenhum emitente - Tabela 63 e Tabela 64.

Cerca de 71,7% dos colaboradores afirmam que a sua remuneração inclui uma componente variável dependente, na maioria dos casos, dos resultados do IF no final

do ano - Tabela 65. Por outro lado, observa-se que mais de 63% dos colaboradores não desempenham nenhuma outra actividade para além da função principal, enquanto 26,5%, para além das funções associadas à actividade de *research*, exercem funções relacionadas com actividades comerciais (apresentações a clientes) - Tabela 66.

Por fim, constata-se que os colaboradores da área de *research* revelam pouco interesse em aderir a associações profissionais relacionadas com a actividade que exercem. De facto, 22,4% dos colaboradores estão inscritos em associações profissionais do sector, sendo a APAF (Associação Portuguesa de Analistas Financeiros) a mais representativa dessas associações - Tabela 67 e Gráfico 29.

**Gráfico 29 - Grau de adesão a associações profissionais**

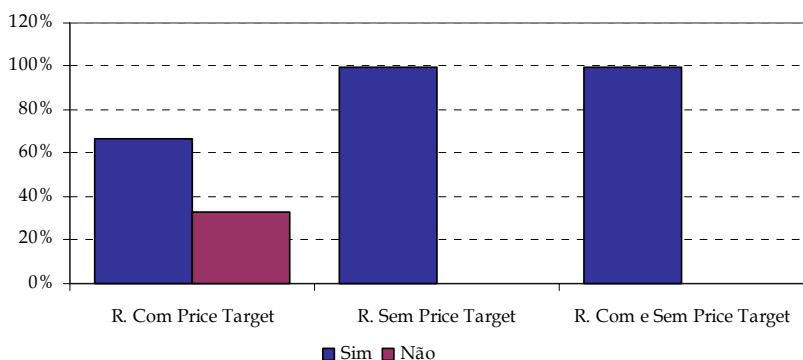


### 3.2.7 Caracterização do Comportamento dos Intermediários Financeiros que Recebem Relatórios de Research Produzidos por Outras Entidades

Ainda que seja reduzido o número de intermediários financeiros que se dedicam à produção de relatórios de *research*, quase todos recebem relatórios de *research* produzidos por outras entidades. Importa, assim, caracterizar o comportamento desses intermediários, nomeadamente no que se refere à utilização que fazem dos relatórios e à forma como processam a disseminação dos mesmos.

Dos 44 intermediários financeiros que responderam ao inquérito, 34 preencheram o capítulo referente à recepção de relatórios de *research* produzidos externamente. Destas 34 entidades, cerca de 85,3% afirmam receber relatórios de *research* produzidos por outras entidades, enquanto 14,7% afirmam não os receber - Tabela 68.

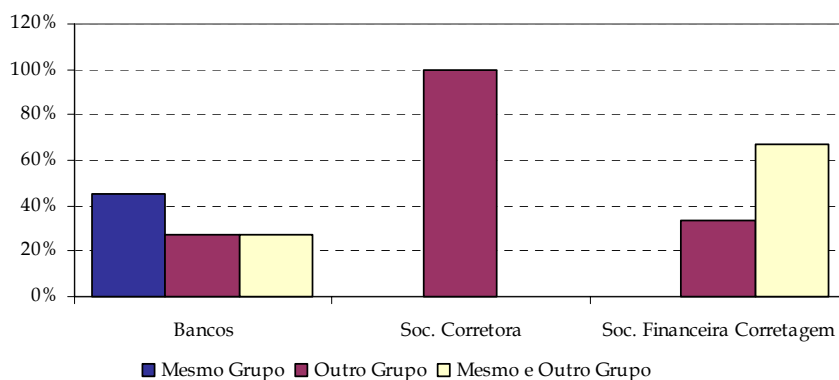
Por outro lado, todas as entidades que elaboram relatórios de *research* que incluem recomendações de investimento sem *price target*, recebem relatórios de *research* produzidos por entidades externas, enquanto no caso dos IF's que elaboram relatórios de *research* que incluem recomendações de investimento com *price target* esse valor é de 66,7% - Gráfico 30.

**Gráfico 30 - Recebimento de relatórios de research versus produção de relatórios**

A totalidade das entidades afirmam não ter qualquer responsabilidade no pedido de elaboração dos relatórios de *research* que lhes são enviados por entidades externas - Tabela 69.

Relativamente à origem dos relatórios de *research* recebidos, existe uma distribuição equitativa da mesma - Tabela 70. De facto, em 35,7% dos casos o relatório foi elaborado por intermediário do mesmo grupo, sendo igual a percentagem no caso dos relatórios elaborados por intermediário de outro grupo financeiro. Por outro lado, 28,6% das entidades afirmam receber relatórios de *research* provenientes das duas origens anteriormente referidas.

Salienta-se, contudo, que a origem dos relatórios não se apresenta homogénea quando se subdivide a análise por tipo de entidade receptora - Gráfico 31. Assim, enquanto os Bancos diversificam claramente as fontes, no caso das Sociedades Corretoras a origem dos relatórios é totalmente externa aos grupos. Para tal, deverá contribuir o facto da maioria das Sociedades Corretoras incluídas na nossa amostra não pertencerem a nenhum grupo que inclua outros IF's ou, quando pertencem, serem elas as entidades adentro do grupo com responsabilidades exclusivas na área de *research*.

**Gráfico 31 - Responsáveis pela elaboração dos relatórios - por tipo de entidade**

Metade das entidades que recebem relatórios de *research* afirmam utilizá-los exclusivamente dentro da instituição, enquanto 28,6% fazem uma dupla utilização do mesmo (internamente e clientes da instituição) - Tabela 71.

Quanto à forma como esses relatórios são divulgados, 70,4% consideram que o processo é simultâneo para todos os destinatários, enquanto 14,8% divulga os relatórios em primeiro lugar para os departamentos/divisões da instituição e só depois para os clientes - Tabela 72. Atente-se contudo, que se não considerarmos as entidades que fazem exclusivamente um uso interno do relatório, verificamos que 38,4% o faz simultaneamente para todos os destinatários; 30,8% divulga em primeiro lugar para os departamento/divisões da instituição e só depois para os clientes, 7,7% divulga em primeiro lugar para os departamento/divisões da instituição, depois para os clientes e só depois para o público em geral e 23,8% utiliza um processo de divulgação não definido.

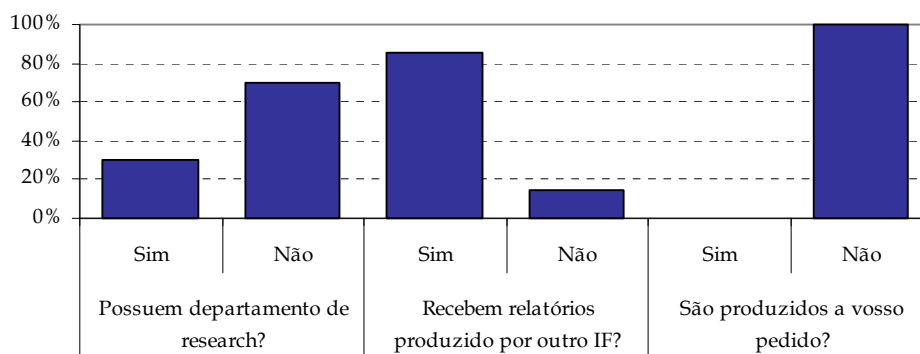
## 4. Caracterização da Actividade dos Analistas Financeiros em Portugal

Tendo por base os inquéritos enviados aos emitentes alvo de recomendações de investimento, e aos intermediários financeiros responsáveis pela produção/divulgação de relatórios de *research*, importa tentar construir um quadro de referência da actividade de *research* em Portugal, tendo em conta, nomeadamente, os aspectos ligados à i) produção e divulgação de relatórios de *research*; e às ii) relações entre emitentes e intermediários financeiros no âmbito da elaboração dos relatórios.

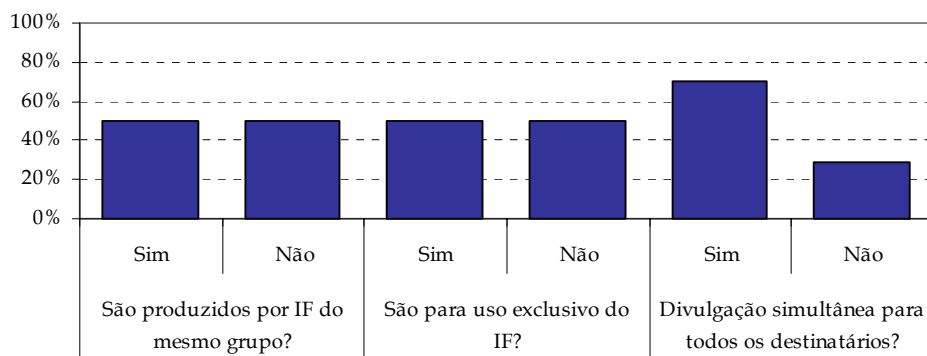
### 4.1 *Produção e Divulgação de Relatórios de Research*

A maioria dos IF's (69,8%) não possui um departamento/divisão responsável por actividades de *research*, limitando a sua intervenção nesta área à divulgação de relatórios de *research*, os quais não são produzidos a seu pedido - Gráfico 32.

**Gráfico 32 - Produção e divulgação de research**

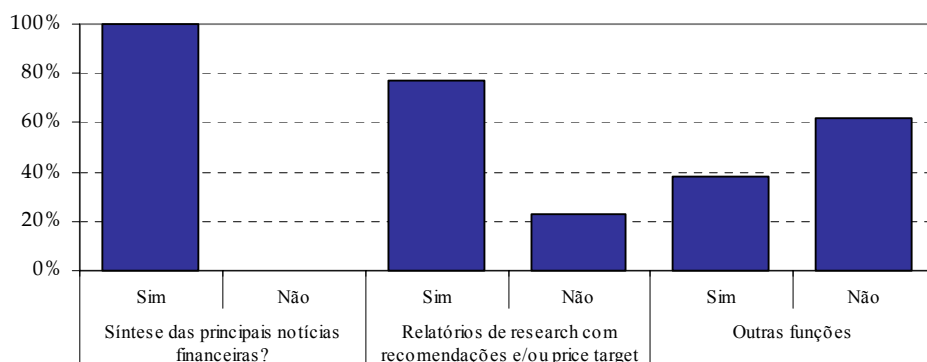


Estes relatórios são produzidos quer por IF's pertencentes ao mesmo grupo (50%), quer por IF's não pertencentes ao mesmo grupo e destinam-se, em grande parte dos casos, ao uso exclusivo da instituição (50%). A divulgação dos relatórios recebidos é normalmente feita em simultâneo para todos os destinatários (70,4% dos casos) - Gráfico 33.

**Gráfico 33 - Uso e divulgação de relatórios recebidos**

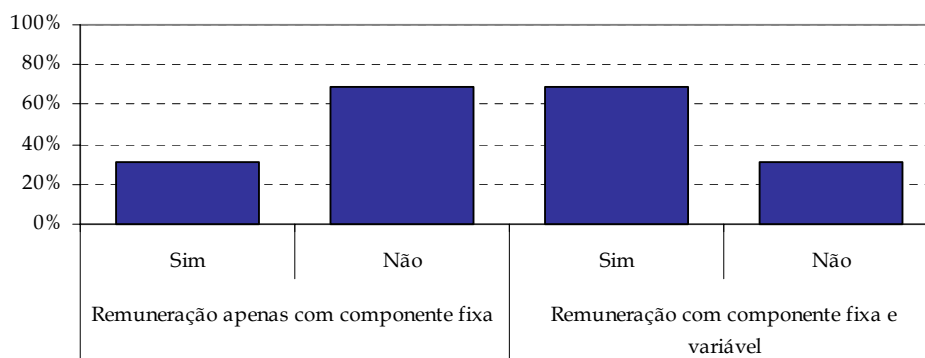
Se restringirmos a análise aos IF's que não fazem apenas o uso interno do relatório recebido, verifica-se que o processo de divulgação é faseado, com a divulgação pública a corresponder à última fase do processo de divulgação.

Relativamente aos intermediários financeiros que possuem um departamento/divisão responsável pelas actividades de *research* (30,2%)<sup>4</sup>, a maioria afirma produzir, para além de sínteses das principais notícias financeiras, análise da evolução macro e do mercado financeiro, relatórios de *research* onde se incluem recomendações de investimento e/ou *price target* (76,9%) - Gráfico 34.

**Gráfico 34 - Tipo de trabalho realizado pelo departamento de *research***

Observa-se, por outro lado, que estes departamentos possuem uma estrutura reduzida, não empregando em média, mais do que 4 colaboradores, os quais obtêm uma remuneração que em 30,8% dos casos é constituída apenas por uma componente fixa, enquanto em 69,2% das situações incorpora também uma componente variável. A componente variável depende quase sempre dos resultados obtidos pelo IF no final do ano - Gráfico 35.

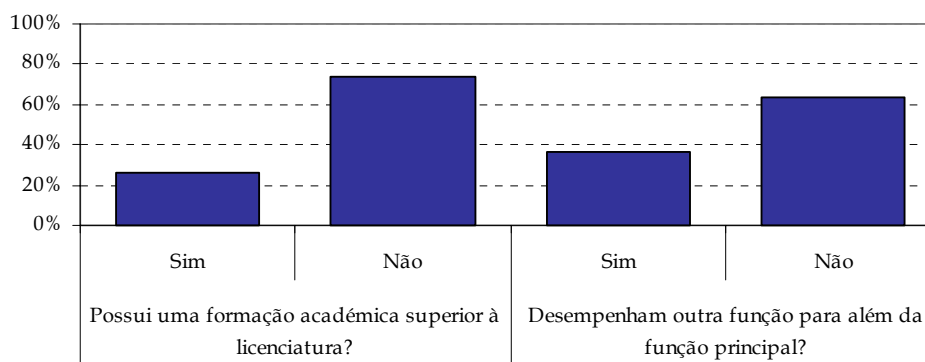
<sup>4</sup> Saliente-se o facto da maioria destes departamentos de *research* (69,2%), não dependerem funcionalmente de outro departamento do intermediário financeiro.

**Gráfico 35 – Componentes da remuneração dos colaboradores do departamento de *research***

Relativamente às características dos colaboradores dos departamentos de *research*, verifica-se o facto de serem, na sua maioria, homens (57,1%), com uma média de idades de 29,5 anos, formação superior, sendo que 26,6% possuem uma pós-graduação, MBA ou mestrado. Para além disso, 42,2% exercem a actividade há menos de 3 anos, 30,6% nunca tinha trabalhado antes e 77,6% não estão filiados a qualquer associação profissional do sector - Gráfico 36.

Relativamente às responsabilidades dos colaboradores em termos de *research*, 43,5% dos colaboradores não cobre especificamente nenhum sector de actividade, e 40,8% não faz a cobertura de nenhum emitente.

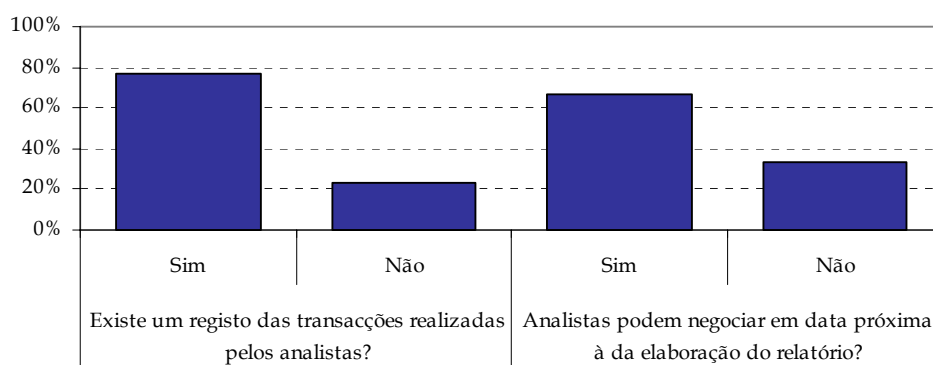
Refira-se, ainda, que se na maioria dos casos os colaboradores exercem exclusivamente actividades relacionadas com o *research*, 26,5% acumulam funções na área comercial (apresentações a clientes) - Gráfico 36.

**Gráfico 36 – Formação académica e funções**

Quanto às medidas tomadas pelos IF's para reduzir os riscos associados à negociação por parte dos analistas de valores mobiliários alvo de recomendações, observa-se que

76% mantêm um registo actualizado das transacções em valores mobiliários realizados pelos seus colaboradores da área de *research*, e 33,3% dos IF's impede os seus colaboradores de, directamente ou por interpostas pessoas, negociar, em data próxima à conclusão e divulgação de relatórios de *research* (normalmente nos dias antes e após a divulgação do relatório), os valores mobiliários analisados nesse mesmo relatório - Gráfico 37.

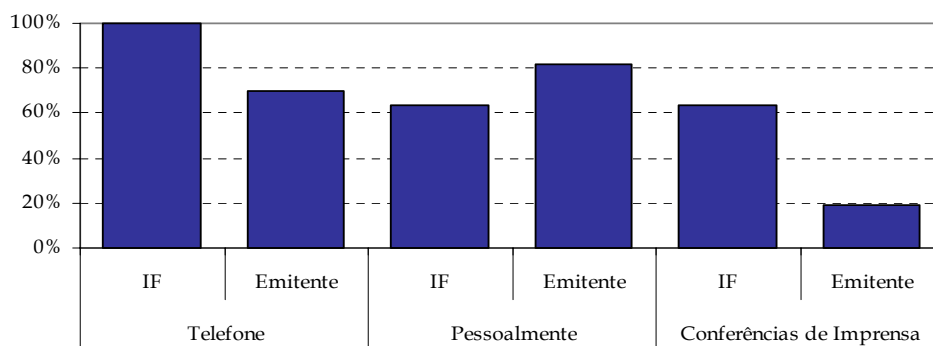
**Gráfico 37 - Registo de transacções e possibilidade de negociações**



Relativamente à tomada de iniciativa para a elaboração dos relatórios de *research*, os IF's afirmam que esta parte em 80,4% dos casos do responsável pelo *research* e em 2,8% do emitente.

No que se refere à forma como se realiza o contacto entre o emitente e o analista financeiro aquando da elaboração dos relatórios de *research*, para os IF's as conferências de imprensa são utilizadas em 63,7% dos casos. Já os emitentes consideram que esta via é utilizada em 19% dos casos - Gráfico 38.

**Gráfico 38 - Formas de contacto entre emitente e analista**



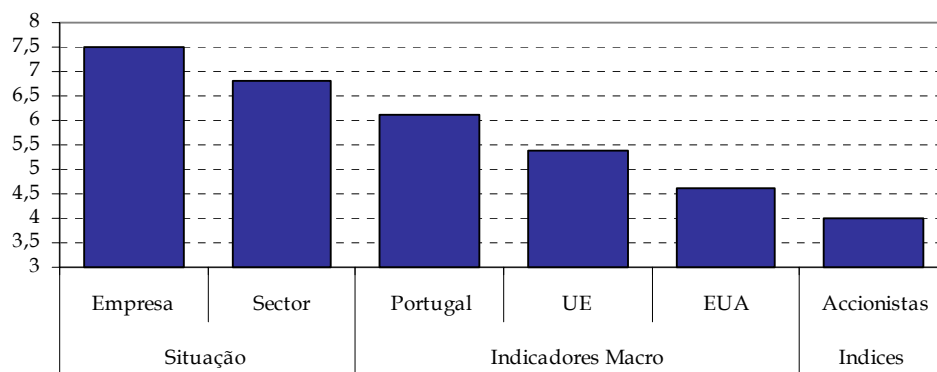
Para além disso, de acordo com a opinião expressa por 70% dos emitentes, a informação sobre a empresa divulgada ao analista (normalmente pelo responsável

pelas relações com o mercado<sup>5</sup>), permite diferenciar claramente a informação respeitante à actual situação económica e financeira da empresa dos objectivos, previsões ou perspectivas relativamente à actividade de negócios ou resultados, enquanto 66,7% dos emitentes afirmam actualizar, sempre que se justifique, as informações que foram transmitidas aos analistas financeiros.

Considerando que 77,8% dos IF's entendem que o tempo disponibilizado pelos emitentes para fornecer informação ao analista é suficiente, conclui-se que o processo de divulgação de informação da empresa ao analista pode ser considerado satisfatório.

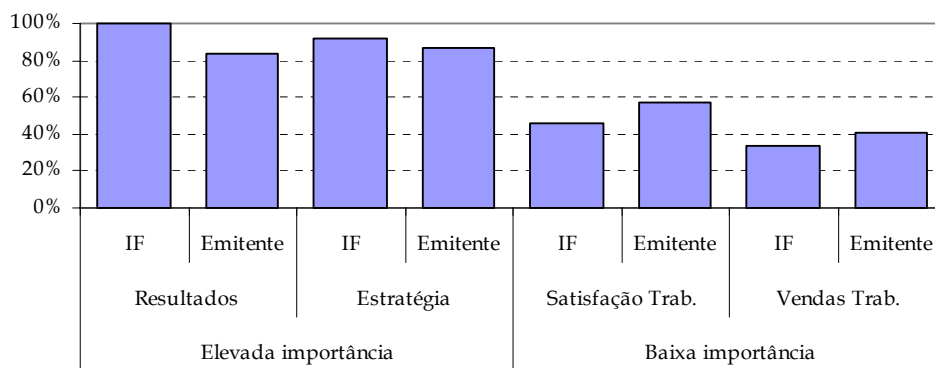
A questão dos processos de divulgação de informação da empresa ao analista bem como a qualidade da mesma é tanto mais relevante quanto maior é a importância atribuída pelos IF's à situação da empresa analisada (7,5 numa escala de 1 a 8) - Gráfico 39.

**Gráfico 39 - Importância atribuída pelo IF aos diferentes tipos de informação**



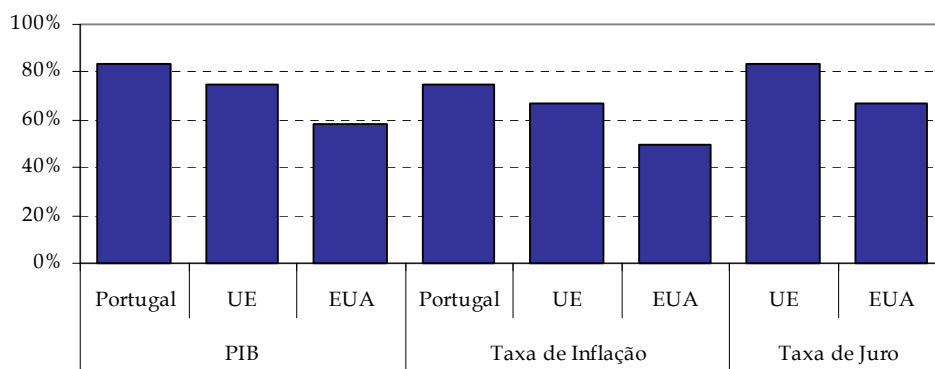
No que se refere à informação relativa ao emitente relevante para a elaboração de um relatório de *research*, os resultados da empresa e a estratégia de crescimento são considerados elementos de elevada importância, mas o nível de satisfação do trabalhador e as vendas por trabalhador são considerados de baixa importância - Gráfico 40.

<sup>5</sup> Os quais mostram, segundo 77,8% dos IF's, uma disponibilidade para fornecer informação ao analista considerada suficiente.

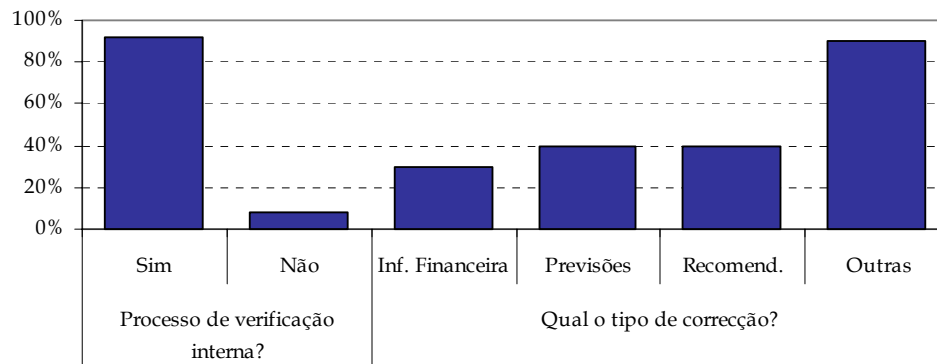
**Gráfico 40 - Importância para a elaboração do research da informação sobre a empresa**

Ao nível da informação macro, verifica-se que as variáveis mais importantes para o IF são as relativas à economia portuguesa, em particular o PIB e a inflação. De entre as variáveis macro da UE e dos EUA, o destaque vai para a taxa de juro e o PIB - Gráfico 41.

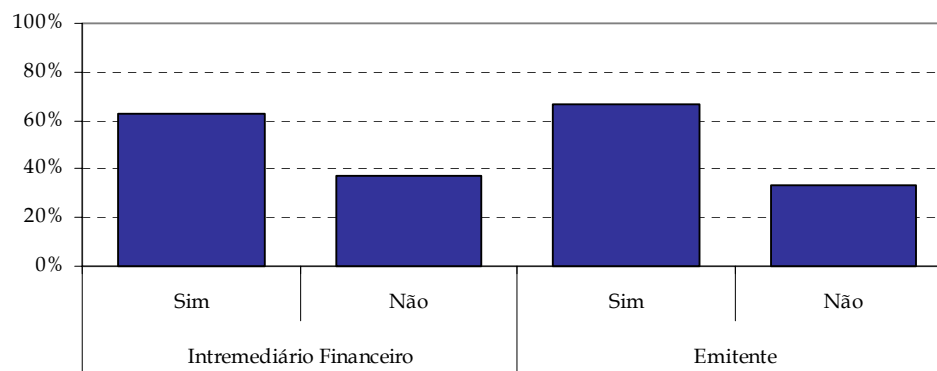
No que respeita aos métodos utilizados para a determinação dos *price targets*, verifica-se que a totalidade dos produtores de *research* utilizam o método DCF.

**Gráfico 41 - % de IF's que atribui elevada importância ao PIB, inflação e Taxa de Juro**

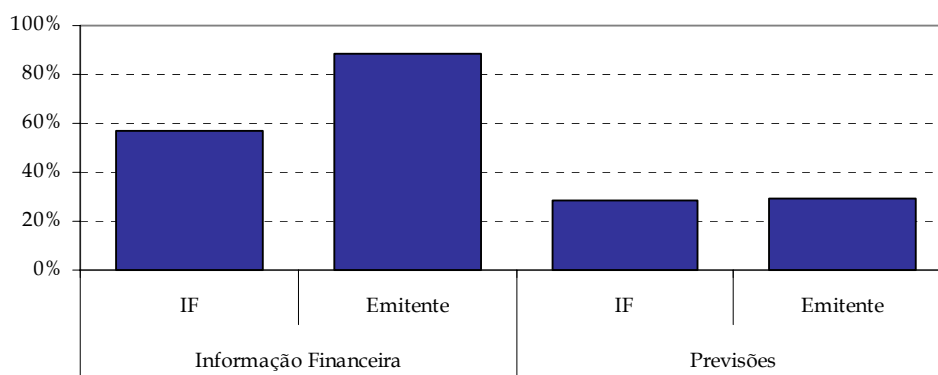
Durante a elaboração do relatório de *research*, em 84,6% dos IF's não existem contactos formais ou informais com outras áreas de actividade do IF, no sentido de partilhar informação relativa ao conteúdo do relatório de *research*. Ainda assim, em 91,7% das situações os relatórios de *research* são sujeitos a um processo de verificação interna que passa pela correcção financeira (30%), correcção de previsões (40%), e correcção de recomendações (40%) - Gráfico 42.

**Gráfico 42 - Processo de verificação interna do relatório e tipo de correcções realizadas**

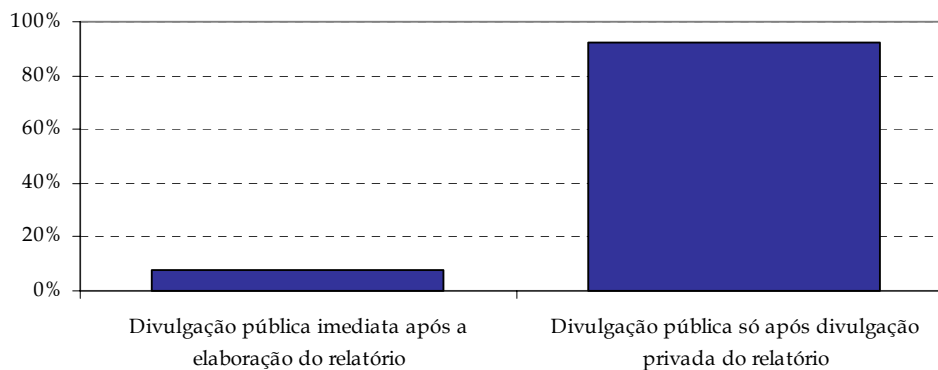
No que se refere a um eventual processo de verificação externa (i.e. pelo emitente), observa-se que, segundo 63,6% dos IF's e 66,7% dos emitentes, ele existe de facto - Gráfico 43.

**Gráfico 43 - Opinião do IF e do emitente quanto à existência de correcções ao research**

Quanto às propostas de alterações, segundo os IF's, elas incidem sobre a informação financeira (57,2%) e previsões (28,6%), enquanto para os emitentes as correcções abrangem em 88,2% dos casos a informação financeira e em 29,4% as previsões - Gráfico 44. Refira-se que em circunstância alguma parecem existir correcções à recomendação realizada pelo analista.

**Gráfico 44 - Opinião do IF e do emitente quanto ao tipo de correcções ao research**

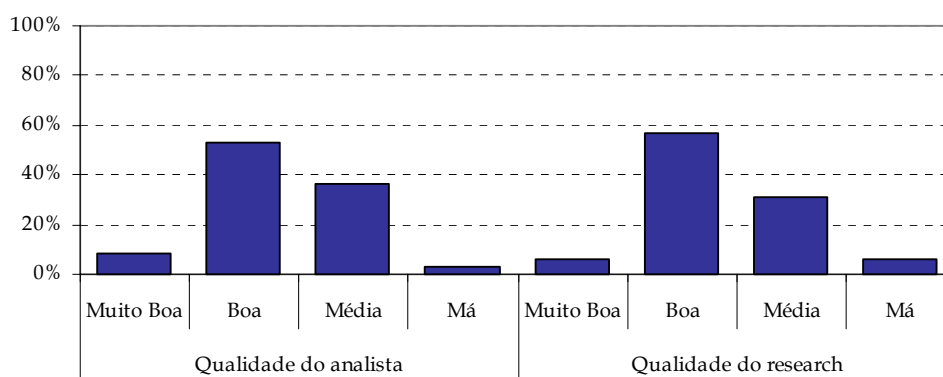
Relativamente ao processo de divulgação do relatório de *research*, verifica-se que este é, na maioria das vezes, feito em primeiro lugar para os clientes do IF (38,5%), departamentos do IF (15,4%) ou em simultâneo para clientes e departamentos do IF (30,8%). Em 7,7% dos casos o relatório é alvo de uma divulgação pública imediata - Gráfico 45. Esta situação reforça a ideia de que as recomendações de investimento divulgadas publicamente correspondem a informação já difundida.

**Gráfico 45 - Processo de divulgação do relatório**

## 4.2 Relações entre Emitentes e Intermediários Financeiros no Âmbito da Elaboração de Relatórios de Research.

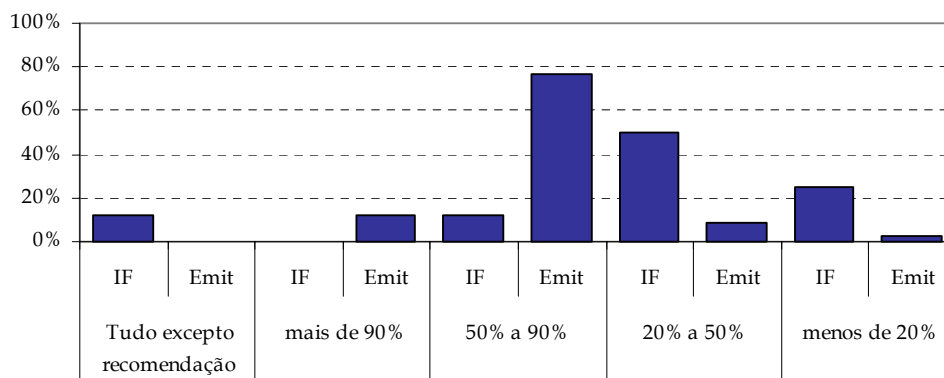
Para 61,1% dos emitentes a qualidade do trabalho dos analistas que entram em contacto com o emitente é muito boa ou boa, enquanto 62,8% têm igual opinião relativamente aos relatórios de *research* elaborados por esses analistas sobre as suas empresas - Gráfico 46.

**Gráfico 46 - Qualidade do analista e do relatório de research**



Refira-se, por outro lado, que 90% dos IF's consideram que os emitentes lêem com atenção os relatórios de *research*, e para 75% dos IF's menos de 50% do relatório reflecte as ideias do emitente. 88,2% dos emitentes afirmam ver as suas ideias reflectidas em mais de 50% do relatório - Gráfico 47.

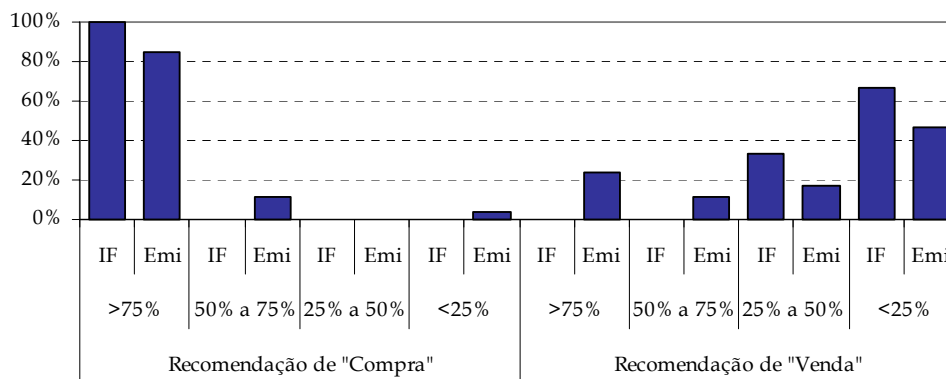
**Gráfico 47 - Nível de concordância do emitente face ao research**



O grau de concordância com as recomendações apresenta-se diverso consoante se trate de uma recomendação de "compra" ou "venda". Assim, se 85,1% dos emitentes alvo de recomendações de "compra" concorda em mais de 75% das vezes com as

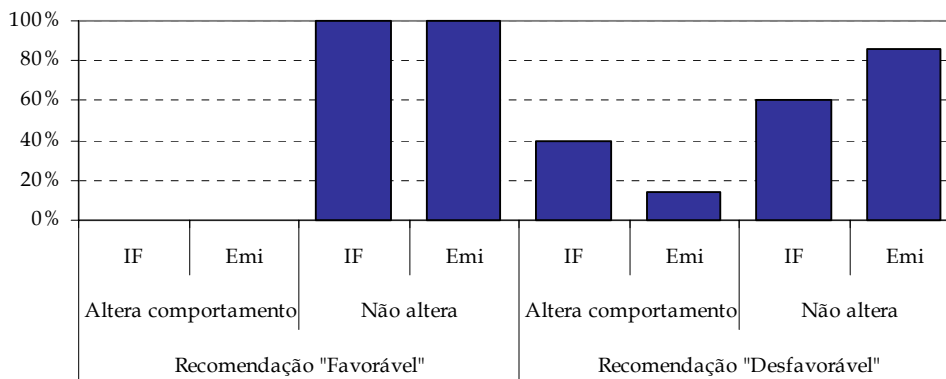
recomendações de “compra”, no caso das recomendações de “venda” 23,6% dos emitentes alvo destas recomendações concorda com mais de 75% das mesmas.<sup>6</sup> A percepção dos IF’s relativamente às recomendações de “compra” e “venda” não coincide com a opinião dos emitentes, uma vez que 100% dos IF’s considera que o emitente concorda em mais de 75% dos casos com as recomendações de “compra”, enquanto nenhum dos IF’s considera que o emitente concorda com mais de 75% das recomendações de “venda”.

**Gráfico 48 - Percentagem de emitentes que concorda com recomendações de investimento**



No que se refere à reacção do emitente após a divulgação de recomendações, no caso das recomendações consideradas “desfavoráveis”, 40% dos IF’s consideram que o emitente altera o seu comportamento, e 13,9% dos emitentes reconhecem alterar esse comportamento. Por outro lado, no caso das recomendações consideradas “favoráveis”, tanto os IF’s (100%) como os emitentes (100%) afirmam que o emitente não altera o comportamento após a emissão de uma recomendação deste tipo - Gráfico 49.

**Gráfico 49 - Alteração do comportamento do emitente**

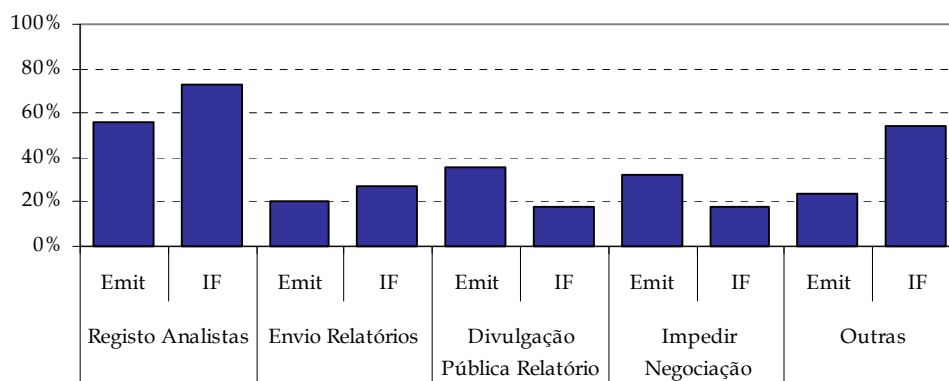


<sup>6</sup> Recorde-se que 90% dos emitentes já foram alvo de recomendações de “compra”, enquanto 56,7% dos emitentes foram alvo de recomendações de “venda”.

## 5. Propostas de Iniciativas Sugeridas à CMVM para Aumentar a Transparência e Qualidade da Actividade de *Research* em Portugal

Relativamente às propostas de iniciativa que a CMVM poderá tomar com vista a aumentar a transparência e a qualidade da actividade de *research* em Portugal, parece existir algum consenso quanto à necessidade de tornar obrigatório o registo dos analistas financeiros junto da CMVM - Gráfico 50.

**Gráfico 50 – Propostas de Emitentes e Intermediários Financeiros**



## 6. Conclusões

Reflexo da dimensão do mercado de capitais português, a actividade de produção de *research* em Portugal apresenta uma dimensão reduzida e concentrada, com a generalidade dos grupos financeiros a possuírem apenas um departamento de *research*. Daqui resultam fortes riscos para a independência da actividade de *research* na medida em que esta pode entrar em conflito com a manutenção de eventuais relações económicas entre o emitente alvo de análise e um dos IF's do grupo a que o analista pertence.

Relativamente ao processo de divulgação dos relatórios produzidos ou recebidos pelos IF's, salienta-se o facto destes se destinarem em primeiro lugar ao uso interno das instituições bem como dos seus clientes, após o que é feita uma divulgação pública dos mesmos. Por outro lado, alguns estudos têm concluído que a divulgação pública dos relatórios de *research* tem um impacto estatisticamente significativo nos preços. Finalmente, alguns intermediários financeiros não impedem os seus colaboradores de, directamente ou por interposta pessoa, negociar, em data próxima à conclusão e divulgação dos relatórios de *research*, os valores mobiliários analisados nesse relatório. Donde, cabe á autoridade de supervisão um cuidado acrescido com a regulamentação e supervisão destas matérias; a confiança nos e transparência dos mercados assim o exige.

Outro aspecto que se pode concluir deste inquérito prende-se com o facto das metodologias utilizadas na determinação dos *price target* serem comuns a todos os intermediários financeiros, ainda que, conforme resulta de estudos empíricos anteriores elaborados pela CMVM, os *price target* obtidos por intermediários financeiros diferentes para os mesmos valores mobiliários em momentos idênticos do tempo se apresentem claramente distintos.

Por fim, e tal como observado em estudos anteriores, os dados enviados pelos IF's parecem confirmar a hipótese de existência de um ~~forte~~ enviesamento em favor das recomendações de "compra". Uma possível explicação para este facto poderá ser encontrada nas diferentes respostas dadas por IF's e emitentes no que se refere ao comportamento do emitente após a emissão de uma recomendação considerada "desfavorável". De facto, enquanto os emitentes não assumem nenhuma alteração de comportamento, os IF's referem a existência de alguns comportamentos que passam nomeadamente pela tomada de atitudes que visam dificultar o acesso à informação. Este eventual comportamento dos emitentes pode condicionar o comportamento dos produtores de *research*, sob pena de ficarem impossibilitados de aceder às informações fornecidas pelos emitentes.

Conclui-se, assim, que aparentemente algumas das recomendações emitidas pela CMVM em finais de 2001 e relativas aos relatórios de análise financeira não estão a ser cumpridas. Aliás, esta parece ser em certa medida a opinião da maioria das entidades inquiridas, que consideram que a CMVM poderá e deverá ter um papel mais activo na promoção da qualidade e transparência da actividade de *research* em Portugal, sendo o registo obrigatório dos analistas financeiros junto da CMVM uma das medidas mais consensuais.

## **Anexos**

## Anexo 1 - Lista dos Emitentes

Nome Emitente	Resposta ao Inquérito
BA - Fabrica Vidros Barbosa & Almeida	Sim
Banco Comercial dos Açores	Sim
Banco Comercial Português	Sim
Banco Espirito Santo, SA	Sim
Banco Santander Central Hispanico	Sim
Banco Totta & Acores, SA	Não
Banif - SGPS, SA	Sim
BPI - SGPS, SA	Sim
Brisa - Auto Estradas de Portugal	Sim
Celulose do Caima, SGPS,	Não
Central - Banco de Investimento	Sim
Cimpor - Cimentos de Portugal	Sim
CIN - Corporação Industrial do Norte	Sim
Cofina - SGPS, SA	Não
Comp. Industrial Resinas	Sim
Compta - Equip. Serviços	Sim
Corticeira Amorim - SGPS,	Sim
EDP - Electricidade de Portugal	Sim
Efacec Capital - SGPS, AS	Sim
Estoril Sol - SGPS, SA	Sim
Espirito Santo Financial	Não
Finibanco Holding SGPS, S	Sim
Fisipe - Fibras Sintética	Não
Ibersol - SGPS, SA	Sim
Imobiliaria Construtora Grão Pará	Sim
Impresa - SGPS, SA	Não
Inapa - Inv., Participações	Sim
Jeronimo Martins - SGPS,	Sim
Lisgrafica - Impressão e	Não
Modelo Continente - SGPS,	Sim
Mota-Engil, SGPS, SA	Sim
Novabase - SGPS, SA	Não
Papelaria Fernandes - Ind	Não
Pararede - SGPS, SA	Sim
Portucel - Empr. Produtor	Sim
Portugal Telecom, SGPS, S	Sim
PT Multimedia - Serv. Tel	Sim
Reditus - SGPS, SA	Sim
SAG Gest - Soluções Automóveis Globais	Sim
Salvador Caetano - Ind. M	Sim
Semapa - Soc. Investimento	Não
Sociedade Comercial Orey	Sim
Sociedade Construções Soares da Costa	Sim
Somague - SGPS, SA	Sim
Sonae - SGPS, SA	Sim
Sonae Industria - SGPS, S	Sim
Sonae.Com - SGPS, SA	Sim
Sumolis - Comp. Ind. Frut	Sim
Teixeira Duarte - Engenharia	Sim
Tertir - Terminais de Portugal	Não
VAA - Vista Alegre Atlantis	Sim
Vodafone Telecel - Comunicações	Sim

## Anexo 2 - Lista dos Intermediários Financeiros

Intermediário Financeiro	Resposta ao Inquérito
ABN Amro Bank Portugal	Não
Banco ActivoBank	Sim
Banco Alves Ribeiro	Sim
Banco Best	Sim
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	Não
Banco BPI	Não
Banco Comercial dos Açores	Não
Banco Comercial Português	Sim
Banco de Investimento Global	Sim
Banco Efisa	Não
Banco Espírito Santo	Sim
Banco Espírito Santo de Investimento	Sim
Banco Espírito Santo dos Açores	Sim
Banco Expresso Atlântico	Sim
Banco Finantia	Sim
Banco Internacional de Crédito	Não
Banco Itaú Europa	Não
Banco Madasant Sociedade Unipessoal SA	Sim
Banco Nacional de Crédito Imobiliário	Não
Banco Português de Gestão	Não
Banco Português de Investimento	Sim
Banco Português de Negócios	Não
Banco Privado Português	Não
Banco Santander Negócios Portugal	Sim
Banco Santander Portugal	Sim
Banco Totta Açores	Sim
Banif	Sim
Banif Ascor	Sim
Banif Investimento	Sim
Banque Privée Edmond de Rothschild	Sim
Barclays Bank PLC	Sim
BBVA Midas	Não
BCP Investimento	Sim
BIG Corretora	Não
BNC Corretora	Não
BNP Paribas	Sim
BPI Dealer	Sim
BSN - Delear	Sim
Caixa BI	Sim
Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo	Não
Caixa Económica Montepio Geral	Não
Caixa Geral de Depósitos	Sim
Caixa Valores	Sim
Central Banco de Investimento	Sim
Central Investimento - Sociedade Corretora	Sim
Citibank International - Sucursal de Portugal	Sim
Corretora Independente Portuguesa	Não
Cotavalor	Não
Crédito Predial Português	Sim
Deutsche Bank - Corretora	Sim
Deutsche Bank Portugal	Sim
DIF Broker	Sim
ES-Securities	Sim
Finanser	Sim
Fincor	Sim
Finibanco	Sim
Fortis Bank	Não
Intervalores	Não
Investimento Directo	Sim

Lisbon Brokers	Não
LJ Carregosa	Não
Morgan Stanley - Sucursal Portugal	Sim
NCO Dealer	Não
Ok2Deal	Sim
Probolsa	Sim
Salomon Brothers Limited - Sucursal de Portugal	Não
Schroders Investment Management Lda	Sim
Título	Sim

## Anexo 3 – Tabelas Relativas Aos Emitentes

Tabela 1 – Frequência das análises

	N.º de Respostas	% de Respostas
É prática comum	27	65,9%
Raramente	9	21,9%
Nunca	5	12,2%
<b>Total</b>	<b>41</b>	<b>100,0%</b>

Tabela 2 – Tipo de relatório de *research*

	N.º de Respostas	% de Respostas
O relatório de <i>research</i> inclui recomendações de investimento, mas não incluem price target (1)	4	11,4 %
O relatório de <i>research</i> inclui recomendações de investimento e price target (2)	26	74,3%
No relatório de <i>research</i> é feita uma descrição da empresa sem indicação de um price target nem recomendação de investimento (3)	4	11,4%
(1) + (3)	1	2,9%
<b>Total</b>	<b>35<sup>7</sup></b>	<b>100,0%</b>

Tabela 3 – Iniciativa do primeiro contacto entre analista e emitente

	N.º de Respostas	% de Respostas
Emitente (1)	1	2,9%
Analista Financeiro (2)	30	85,7%
(1) + (2)	4	11,4%
<b>Total</b>	<b>35</b>	<b>100,0%</b>

Tabela 4 – Forma de contacto entre analista e emitente

	N.º de Respostas	% de Respostas
Telefone (1)	4	11,4%
Internet (2)	0	0,0%
Pessoalmente (3)	9	25,7%
Conferências de imprensa (4)	0	0,0%
Outros (5)	0	0,0%
(1) + (2)	1	2,9%
(1) + (3)	4	11,4%
(3) + (4)	1	2,9%
(1) + (2) + (3)	6	17,1%
(1) + (2) + (5)	1	2,9%
(1) + (3) + (4)	2	5,7%
(1) + (3) + (5)	2	5,7%
(1) + (2) + (3) + (4)	3	8,6%
(1) + (2) + (3) + (5)	1	2,9%
(1) + (2) + (3) + (4) + (5)	1	2,9%
<b>Total</b>	<b>35</b>	<b>100,0%</b>

Tabela 5 – Responsável do emitente pelas relações com o analista

	% Mínima	% Máxima	% Média
Administrador	0,0%	100,0%	16,4%
Responsável pelas relações com o mercado	0,0%	100,0%	64,2%
Director Financeiro	0,0%	100,0%	10,2%
Outro(s)	0,0%	100,0%	11,4%

<sup>7</sup> Apesar de 36 dos emitentes terem referido que são alvo de relatórios de *research*, um dos emitentes não preencheu este campo do questionário, motivo pelo qual consideramos 35 respostas a esta pergunta. Refira-se que no resto do estudo não serão consideradas nas tabelas as ausências de resposta.

Tabela 6 - Processo de fiscalização prévia do relatório

	N.º de Respostas	% de Respostas
Sim	24	66,7%
Não	12	33,3%
Total	36	100,0%

Tabela 7 - Tipo de correcção proposta pelo emitente

	N.º de Respostas	% de Respostas
Corrigir informação financeira (1)	4	23,5%
Corrigir previsões (2)	1	5,9%
Corrigir recomendações (3)	0	0,0%
Outras correcções (4)	1	5,9%
(1) + (2)	3	17,6%
(1) + (4)	7	41,2%
(1) + (2) + (4)	1	5,9%
Total	17	100,0%

Tabela 8 - Atitude do emitente no fornecimento de informação

	N.º de Respostas	% de Respostas
Diferenciar claramente a informação respeitante à actual situação económica e financeira da empresa de objectivos, previsões ou perspectivas relativamente à vossa actividade, negócios ou resultados (1)	4	12,1%
Indicar, com clareza e objectividade, os pressupostos e os critérios utilizados na formulação dos objectivos, previsões ou perspectivas que realizam (2)	4	12,1%
Actualizar, sempre que se justifique, as informações que foram transmitidas aos analistas financeiros (3)	4	12,1%
(1) + (2)	3	9,1%
(1) + (3)	7	21,2%
(2) + (3)	2	6,1%
(1) + (2) + (3)	9	27,3%
Total	33	100,0%

Tabela 9 - Relevância da informação económica para a avaliação do emitente

	N.º de Respostas	% de Respostas		
		Baixa	Média	Elevada
Quota de mercado	37	13,5%	43,2%	43,2%
Qualidade da gestão	37	0,0%	21,6%	78,4%
Estratégia de crescimento	37	0,0%	13,5%	86,5%
Investimentos	36	2,8%	41,7%	55,6%
Estratégia de preços	37	32,4%	32,4%	35,1%
Custos operativos	37	2,7%	27,0%	70,3%
Resultados	37	0,0%	16,2%	83,8%
Vendas por tipo de produto	37	29,7%	51,4%	18,9%
Produtividade	37	18,9%	35,1%	45,9%
Actividade I&D	36	52,8%	36,1%	11,1%
Vendas por trabalhador	37	40,5%	43,2%	16,2%
Qualidade dos canais de distribuição	37	37,8%	32,4%	29,7%
Valor da marca	36	19,4%	41,7%	38,9%
Nível de satisfação dos trabalhadores	37	56,8%	21,6%	21,6%
Panorama competitivo	37	5,4%	37,8%	56,8%
Ambiente regulamentar	37	24,3%	29,7%	45,9%
Outras	5	40,0%	40,0%	20,0%

Tabela 10 – Percepção do emitente relativamente à qualidade do analista

	N.º de Respostas	% de Respostas
Muito Boa	3	8,3%
Boa	19	52,8%
Média	13	36,1%
Má	1	2,8%
Muito Má	0	0,0%
Total	36	100,0%

Tabela 11 - Percepção do emitente relativamente à qualidade do relatório de *research*

	N.º de Respostas	% de Respostas
Muito Boa	2	5,7%
Boa	20	57,1%
Média	11	31,4%
Má	2	5,7%
Muito Má	0	0,0%
Total	35	100,0%

Tabela 12 – Nível de concordância do emitente face ao relatório de *research*

	N.º de Respostas	% de Respostas
Quase tudo excepto a recomendação de investimento	0	0,0%
Mais de 90% do relatório	4	11,8%
Menos de 90% mas mais de 50%	26	76,5%
Menos de 50% mas mais de 20%	3	8,8%
Menos de 20%	1	2,9%
Total	34	100,0%

Tabela 13 – Nível de concordância do emitente face a uma recomendação de “venda”

	N.º de Respostas	% de Respostas
Mais de 75%	4	13,3%
Menos de 75% mas mais de 50%	2	6,7%
Menos de 50% mas mais de 25%	3	10,0%
Menos de 25%	8	26,7%
Nunca foram emitidas recomendações de “venda”	13	43,3%
Total	30	100,0%

Tabela 14 - Nível de concordância do emitente face a uma recomendação de “compra”

	N.º de Respostas	% de Respostas
Mais de 75%	23	76,7%
Menos de 75% mas mais de 50%	3	10,0%
Menos de 50% mas mais de 25%	0	0,0%
Menos de 25%	1	3,3%
Nunca foram emitidas recomendações de “compra”	3	10,0%
Total	30	100,0%

Tabela 15 – Atitude da empresa face a uma recomendação “favorável”

	N.º de Respostas	% de Respostas
Alteram o vosso comportamento	0	0,0%
Não alteram o vosso comportamento	36	100,0%
Total	36	100,0%

Tabela 16 - Atitude da empresa face a uma recomendação “favorável”

	N.º de Respostas	% de Respostas
Alteram o vosso comportamento	5	13,9%
Não alteram o vosso comportamento	31	86,1%
Total	36	100,0%

**Tabela 17 - Tipo de comportamento da empresa face a uma recomendação “desfavorável”**

	N.º de Respostas	% de Respostas
Critica pessoalmente o analista (1)	0	0,0%
Protesta junto do responsável pelo departamento de <i>research</i> (2)	0	0,0%
Protesta junto da administração do IF (3)	0	0,0%
Aumentando a comunicação com o analista (4)	4	80,0%
Ameaça impedir ou dificultar o acesso do analista à informação caso a situação se repita (5)	0	0,0%
Dificulta o acesso do analista à informação (6)	0	0,0%
Impede o analista de aceder à informação (7)	0	0,0%
Ameaça cortar todas as relações com o IF (8)	0	0,0%
Dificulta as relações com o IF (9)	0	0,0%
Corta todas as relações com o IF (10)	0	0,0%
(1) + (4)	1	20,0%
<b>Total</b>	<b>5</b>	<b>100,0%</b>

**Tabela 18 - Medidas para impedir analista de aceder a informação**

	N.º de Respostas	% de Respostas
Sim	0	0,0%
Não	36	100,0%
<b>Total</b>	<b>36</b>	<b>100,0%</b>

**Tabela 19 - Propostas de iniciativa dos emitentes**

	N.º de Respostas	% de Respostas
Tornar obrigatório o registo dos analistas financeiros junto da CMVM (1)	2	5,9
Tornar obrigatório o envio para a CMVM de todos os relatórios de <i>research</i> produzidos pelo intermediário financeiro (2)	1	2,9
Exigir ao intermediário financeiro a divulgação pública integral do relatório de <i>research</i> , logo que seja feita uma divulgação parcial do mesmo (3)	3	8,8
Impedir o intermediário financeiro, e qualquer dos seus funcionários, de negociar o valor mobiliário, ou qualquer derivado que tenha como activo subjacente o valor mobiliário sobre o qual foi feito relatório de <i>research</i> (4)	1	2,9
Outras (5)	2	5,9
(1) + (2)	2	5,9
(1) + (3)	3	8,8
(1) + (4)	4	11,8
(1) + (5)	2	5,9
(2) + (3)	1	2,9
(3) + (4)	1	2,9
(4) + (5)	1	2,9
(1) + (2) + (3)	2	5,9
(1) + (2) + (5)	3	8,8
(1) + (3) + (4)	1	2,9
(1) + (4) + (5)	2	5,9
(1) + (2) + (3) + (4)	2	5,9
(1) + (3) + (4) + (5)	1	2,9
<b>Total</b>	<b>34</b>	<b>100,0%</b>

#### Anexo 4 - Tabelas Relativas aos Intermediários Financeiros

**Tabela 20 – Departamentos de research**

	N.º de Respostas	% de Respostas
Existe	13	30,2%
Não Existe	30	69,8%
<b>Total</b>	<b>43</b>	<b>100,0%</b>

**Tabela 21 – Número de colaboradores por departamento de research**

	N.º de Respostas	% de Respostas
+de 22 colaboradores	0	0,0%
22 colaboradores	1	7,7%
12 colaboradores	1	7,7%
11 colaboradores	1	7,7%
8 colaboradores	1	7,7%
4 colaboradores	3	23,1%
3 colaboradores	3	23,1%
2 colaboradores	3	23,1%
1 colaboradores	0	0,0%
<b>Total</b>	<b>13</b>	<b>100,0%</b>

**Tabela 22 – Dependência funcional do departamento de research**

	N.º de Respostas	% de Respostas
Sim	4	30,8%
Não	9	69,2%
<b>Total</b>	<b>13</b>	<b>100,0</b>

**Tabela 23 – Componentes da remuneração dos colaboradores**

	N.º de Respostas	% de Respostas
Componente Fixa	4	30,8%
Componente Variável	0	0,0%
Componente Fixa e Variável	9	69,2%
<b>Total</b>	<b>13</b>	<b>100,0%</b>

**Tabela 24 - Componentes variável da remuneração dos colaboradores**

	N.º de Respostas	% de Respostas
A componente variável depende das receitas geradas pelas transacções efectuadas, pelo IF ou por outrém, sobre os valores mobiliários emitidos pelas empresas analisadas (1)	0	0,0%
A componente variável depende dos resultados obtidos pelo IF no final do ano (2)	2	22,2%
A componente variável depende da qualidade do <i>research</i> (3)	1	11,1%
A componente variável depende de outros critérios (4)	1	11,1%
(2) + (3)	2	22,2%
(2) + (4)	2	22,2%
(2) + (3) + (4)	1	11,1%
<b>Total</b>	<b>9</b>	<b>100,0%</b>

**Tabela 25 – Registo de transacções de valores mobiliários realizadas por colaboradores**

	N.º de Respostas	% de Respostas
Sim	10	76,9%
Não	3	23,1%
<b>Total</b>	<b>13</b>	<b>100,0%</b>

Tabela 26 – Possibilidade de negociação

	N.º de Respostas	% de Respostas
Sim	8	66,6%
Não	4	33,3%
Total	12	100,0%

Tabela 27 – Informação veiculada nos relatórios diários/semanais/mensais.

	N.º de Respostas	% de Respostas
Síntese de principais notícias financeiras (1)	0	0,0%
Análise da evolução macro-económica (2)	0	0,0%
Análise sobre a evolução dos mercados financeiros (3)	0	0,0%
(1) + (3)	2	15,4%
(2) + (3)	1	7,7%
(1) + (2) + (3)	10	76,9%
Total	13	100,0%

Tabela 28 – Tipo de relatório de *research*

	N.º de Respostas	% de Respostas
Nenhum	3	23,1%
Incluem recomendações de investimento, sem <i>price target</i> (1)	2	15,4%
Incluem recomendações de investimento e <i>price target</i> (2)	7	53,8%
(1) e (2)	1	7,7%
Total	13	100,0%

Tabela 29 – Outras tarefas da responsabilidade do departamento de *research*

	N.º de Respostas	% de Respostas
Sim	5	38,5%
Não	8	61,5%
Total	12	100,0%

Tabela 30 – Iniciativa de elaboração do relatório de *research*

	% Mínima	% Máxima	% Média
Administrador(es) do IF	0,0%	50,0%	5,4%
Responsável pelo <i>research</i>	40,0%	100,0%	80,4%
Cliente(s) do IF	0,0%	20,0%	5,4%
Emitente(s)	0,0%	20,0%	2,8%
Outro(s)	0,0%	40,0%	6,7%

Tabela 31 – Partilha de informação com outras áreas de actividade do IF

	N.º de Respostas	% de Respostas
Sim	2	15,4%
Não	11	84,6%
Total	13	100,0%

Tabela 32 – Processo de verificação interna

	N.º de Respostas	% de Respostas
Sim	11	91,7%
Não	1	8,3%
Total	12	100,0%

Tabela 33 –Tipo de correcção realizada

	N.º de Respostas	% de Respostas
Corrigir informação financeira (1)	1	10,0%
Corrigir previsões (2)	0	0,0%
Corrigir recomendações (3)	0	0,0%
Outras correcções (4)	4	40,0%
(2) + (4)	1	10,0%
(3) + (4)	1	10,0%
(2) + (3) + (4)	1	10,0%
(1) + (2) + (3) + (4)	2	20,0%
<b>Total</b>	<b>10</b>	<b>100,0%</b>

Tabela 34 –Agentes ou entidades a receberem o relatório em primeiro lugar

	N.º de Respostas	% de Respostas
Todos os clientes do IF (1)	5	38,5%
Os clientes que solicitaram o relatório de <i>research</i> (2)	0	0,0%
Outros departamentos/divisões do IF (3)	2	15,4%
Outras empresas do grupo (4)	0	0,0%
Publicamente (5)	1	7,7%
Outros (6)	1	7,7%
(1) + (3)	2	15,4%
(1) + (2) + (3)	1	7,7%
(1) + (3) + (4)	1	7,7%
<b>Total</b>	<b>13</b>	<b>100,0%</b>

Tabela 35 – Divulgação publica do relatório de *research*

	N.º de Respostas	% de Respostas
Sim	9	69,2%
Não	4	30,8%
<b>Total</b>	<b>13</b>	<b>100,0%</b>

Tabela 36 – Clareza do relatório de *research*

	N.º de Respostas	% de Respostas
Identificar e distinguir as perspectivas ou previsões feitas pela empresa analisada das realizadas pelos analistas financeiros (1)	0	0,0%
Identificar os pressupostos subjacentes à análise e os métodos de avaliação utilizados (2)	0	0,0%
Identificar a data de início, conclusão e divulgação do relatório de análise financeira, bem como as pessoas responsáveis pela sua elaboração (3)	0	0,0%
Identificar a existência de relações ou benefícios económicos que existam entre o analista, intermediário financeiro, sociedade que com esta esteja em relação de domínio ou de grupo e a empresa analisada (4)	0	0,0%
Tomar conhecimento dos cargos exercidos ou das funções desempenhadas pelo IF ou por pessoa singular encarregue da elaboração do relatório de análise financeira, ou em órgão ou departamento de empresa analisada (5)	0	0,0%
Analisar o risco inerente à recomendação efectuada (6)	1	8,3%
(1) + (2)	1	8,3%
(3) + (6)	1	8,3%
(1) + (2) + (3)	1	8,3%
(2) + (3) + (6)	1	8,3%
(1) + (2) + (3) + (4)	1	8,3%
(1) + (2) + (3) + (6)	2	16,7%
(1) + (2) + (3) + (4) + (6)	2	16,7%
(1) + (2) + (3) + (5) + (6)	1	8,3%
(1) + (2) + (4) + (5) + (6)	1	8,3%
<b>Total</b>	<b>12</b>	<b>100,0%</b>

Tabela 37 – Importância atribuída aos diferentes tipos de informação

	Valor Mínimo	Valor Máximo	Valor Médio
Situação económico-financeira da empresa analisada	2	8	7,5
Situação do sector de actividade onde se insere a empresa analisada	1	8	6,8
Indicadores macro da economia portuguesa	4	8	6,1
Indicadores macro da União Europeia	4	7	5,4
Indicadores macro da economia norte-americana	2	7	4,6
Evolução dos principais índices accionistas mundiais	1	7	4

\* A classificação foi feita numa escala de 1 a 8, onde 1 significa pouca importância e 8 muita importância

Tabela 38 – Importância da informação relativa à empresa analisada

	% de Respostas		
	Baixa	Média	Elevada
Quota de mercado	8,3	58,3	33,3
Qualidade da gestão	0	25	75
Estratégia de crescimento	0	8,3	91,7
Investimentos	0	16,7	83,3
Estratégia de preços	16,7	41,7	41,7
Custos operativos	0	16,7	83,3
Resultados	0	0	100,0
Vendas por tipo de produto	8,3	50,0	41,7
Produtividade	8,3	33,3	58,3
Actividade I&D	16,7	58,3	25,0
Vendas por trabalhador	33,3	58,3	8,3
Qualidade dos canais de distribuição	16,7	58,3	25,0
Valor da marca	25,0	50,0	25,0
Nível de satisfação dos trabalhadores	45,5	54,5	0,0
Panorama competitivo	8,3	8,3	83,3
Ambiente regulamentar	8,3	16,7	75,0
Outras	33,3	33,3	33,3

Tabela 39 – Importância atribuída à informação macro-económica

	% de Respostas		
	Baixa	Média	Elevada
<b>Indicadores para Portugal</b>			
• PIB		16,7	83,3
• Inflação	8,3	16,7	75,0
• Taxa de desemprego	8,3	58,3	33,3
• Confiança consumidor		41,7	58,3
• Confiança empresarial		41,7	58,3
• Vendas a retalho	8,3	50,0	41,7
<b>Indicadores para a EU</b>			
• PIB		25,0	75,0
• Inflação	8,3	25,0	66,7
• Taxa de juro	8,3	8,3	83,3
• Taxa de desemprego	25,0	58,3	16,7
• Confiança consumidor		66,7	33,3
• Confiança empresarial		66,7	33,3
• Vendas a retalho	16,7	58,3	25,0
<b>Indicadores para a EUA</b>			
• PIB	8,3	33,3	58,3
• Inflação	16,7	33,3	50,0
• Taxa de juro	16,7	16,7	66,7
• Taxa de desemprego	33,3	58,3	8,3
• Confiança consumidor	8,3	75,0	16,7
• Confiança empresarial	8,3	66,7	25,0
• Vendas a retalho	16,7	66,7	16,7

Tabela 40 – Metodologias utilizadas para calcular os *price target*

	N.º de Respostas	% de Respostas
Método DCF (1)	5	55,6%
Método Múltiplos (2)	0	0,0%
Outros (3)	0	0,0%
(1) + (2)	1	11,1%
(1) + (3)	1	11,1%
(1) + (2) + (3)	2	22,2%
<b>Total</b>	<b>9</b>	<b>100,0%</b>

Tabela 41 – Tipologia das recomendações de investimento

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Total
Recomendações de venda	1	2	7	14	34	118	176
Recomendações de manter	2	2	28	40	149	188	409
Recomendações de compra	16	24	65	111	376	408	1000
Nenhuma recomendação	7	9	8	34	147	85	290
<b>Total dos relatórios de <i>research</i> produzidos</b>	<b>26</b>	<b>37</b>	<b>108</b>	<b>199</b>	<b>706</b>	<b>799</b>	<b>1875</b>

Tabela 42 – Iniciativa do contacto

	N.º de Respostas	% de Respostas
Emitente	0	0,0%
Analista Financeiro	10	90,9%
Não Sabe	1	9,1%
<b>Total</b>	<b>11</b>	<b>100,0%</b>

**Tabela 43 – Vias de comunicação entre emitente e analista**

	N.º de Respostas	% de Respostas
Telefone (1)	1	9,1%
Internet (2)	0	0,0%
Pessoalmente (3)	0	0,0%
Conferências de imprensa (4)	0	0,0%
Outros (5)	0	0,0%
(1) +(2)	2	18,2%
(1) +(3)	1	9,1%
(1) +(2) + (4)	1	9,1%
(1) +(3) + (4)	1	9,1%
(1) +(2) + (3) + (4)	5	45,5%
<b>Total</b>	<b>11</b>	<b>100,0%</b>

**Tabela 44 – Responsável pela prestação de informação ao analista**

	N.º de Respostas	% de Respostas
Administrador do emitente (1)	0	0,0%
Responsável pelas relações com o mercado (2)	7	70,0%
Director financeiro do emitente (3)	0	0,0%
Outros (4)	0	0,0%
(2) + (3)	3	30,0%
<b>Total</b>	<b>10</b>	<b>100,0%</b>

**Tabela 45 – Adequabilidade do tempo disponibilizado pelo emitente**

	N.º de Respostas	% de Respostas
Sim	7	77,8%
Não	2	22,2%
<b>Total</b>	<b>9</b>	<b>100,0%</b>

**Tabela 46 – Processo de verificação por parte do emitente**

	N.º de Respostas	% de Respostas
Sim	7	63,6%
Não	4	36,4%
<b>Total</b>	<b>11</b>	<b>100,0%</b>

**Tabela 47 – Tipo de correcção feita pelo emitente**

	N.º de Respostas	% de Respostas
Corrigir informação financeira (1)	2	28,6%
Corrigir previsões (2)	0	0,0%
Corrigir recomendações (3)	0	0,0%
Outras correcções (4)	2	28,6%
(1) + (2)	1	14,3%
(1) + (4)	1	14,3%
(2) + (4)	1	14,3%
<b>Total</b>	<b>7</b>	<b>100,0%</b>

**Tabela 48 – Leitura cuidada do relatório**

	N.º de Respostas	% de Respostas
Sim	9	90,0%
Não	1	10,0%
<b>Total</b>	<b>10</b>	<b>100,0%</b>

Tabela 49 – percentagem de relatório que reflecte ideias do emitente

	N.º de Respostas	% de Respostas
Quase tudo excepto a recomendação de investimento	1	12,5%
Mais de 90% do relatório	0	0,0%
Menos de 90% mas mais de 50%	1	12,5%
Menos de 50% mas mais de 20%	4	50,0%
Menos de 20%	2	25,0%
Total	8	100,0%

Tabela 50 – Percentagem de emitentes que concorda com recomendação de “venda”

	N.º de Respostas	% de Respostas
Mais de 75%	0	0,0%
Menos de 75% mas mais de 50%	0	0,0%
Menos de 50% mas mais de 25%	2	33,3%
Menos de 25%	4	66,7%
Total	6	100,0%

Tabela 51 - Percentagem de emitentes que concorda com recomendação de “compra”

	N.º de Respostas	% de Respostas
Mais de 75%	6	100,0%
Menos de 75% mas mais de 50%	0	0,0%
Menos de 50% mas mais de 25%	0	0,0%
Menos de 25%	0	0,0%
Total	6	100,0%

Tabela 52 - Percentagem de emitentes que altera comportamento após recomendação “favorável”

	N.º de Respostas	% de Respostas
Sim	0	0,0%
Não	10	100,0%
Total	10	100,0%

Tabela 53 - Percentagem de emitentes que altera comportamento após recomendação “desfavorável”

	N.º de Respostas	% de Respostas
Sim	4	40,0%
Não	6	60,0%
Total	10	100,0%

Tabela 54 – Alteração de comportamento

	N.º de Respostas	% de Respostas
Crítica pessoalmente o analista (1)	0	0,0%
Protesta junto do responsável pelo departamento de <i>research</i> (2)	0	0,0%
Protesta junto da administração do IF (3)	0	0,0%
Aumenta a comunicação com o analista (4)	0	0,0%
Ameaça impedir ou dificultar o acesso do analista à informação caso a situação se repita (5)	0	0,0%
Dificulta o acesso do analista à informação (6)	1	25,0%
Impede o analista de aceder á informação (7)	0	0,0%
Ameaça cortar todas as relações com o IF (8)	0	0,0%
Dificulta as relações com o IF (9)	0	0,0%
Corta as relações com o IF (10)	0	0,0%
(4) + (6)	1	25,0%
(1) + (2) +(3)	2	50,0%
Total	4	100,0%

Tabela 55 – Propostas de iniciativa

	N.º de Respostas	% de Respostas
Tornar obrigatório o registo dos analistas financeiros junto da CMVM (1)	1	9,1%
Tornar obrigatório o envio para a CMVM de todos os relatórios de <i>research</i> produzidos pelo intermediário financeiro (2)	0	0,0%
Exigir ao intermediário financeiro a divulgação pública integral do relatório de <i>research</i> , logo que seja feita uma divulgação parcial do mesmo (3)	0	0,0%
Impedir o intermediário financeiro, e qualquer dos seus funcionários, de negociar o valor mobiliário, ou qualquer derivado que tenha como activo subjacente o valor mobiliário sobre o qual foi feito relatório de <i>research</i> (4)	1	9,1%
Outras (5)	1	9,1%
(1) + (2)	1	9,1%
(1) + (3)	1	9,1%
(1) + (5)	3	27,3%
(2) + (5)	1	9,1%
(1) + (2) + (3)	1	9,1%
(1) + (2) + (4) + (5)	1	9,1%
Total	11	100,0%

Tabela 56 – Idade dos colaboradores

	N.º de Respostas	% de Respostas
Mais de 35 anos	0	0,0%
35 anos	3	6,1%
34 anos	1	2,0%
33 anos	6	12,2%
32 anos	4	8,2%
31 anos	2	4,1%
30 anos	6	12,2%
29 anos	9	18,4%
28 anos	6	12,2%
27 anos	5	10,2%
26 anos	2	4,1%
25 anos	1	2,0%
24 anos	4	8,2%
23 anos	0	0,0%
Total	49	100,0%

Tabela 57 - Sexo

	N.º de Respostas	% de Respostas
Masculino	28	57,1%
Feminino	21	42,9%
Total	49	100,0%

Tabela 58 – Habilitações académicas

	N.º de Respostas	% de Respostas
Bacharelato (1)	0	0,0%
Licenciatura (2)	35	71,4%
Pós-Graduação (3)	0	0,0%
MBA (4)	0	0,0%
Mestrado (5)	0	0,0%
Doutoramento (6)	0	0,0%
(1) + (2)	1	2,0%
(2) + (3)	7	14,3%
(2) + (4)	4	8,2%
(2) + (5)	2	4,1%

Total	49	100,0%
-------	----	--------

Tabela 59 - Outros cursos/formações relevantes para a actividade de *research*

	N.º de Respostas	% de Respostas
Sim	10	20,4%
Não	39	79,6%
total	49	100,0%

Tabela 60 - Antiguidade no exercício da profissão

	N.º de Respostas	% de Respostas
Mais de 10 anos	0	0,0%
Entre 9 e 10 anos	4	8,9%
Entre 7 e 8 anos	5	11,1%
Entre 5 e 6 anos	10	22,2%
Entre 3 e 4 anos	7	15,6%
Entre 1 e 2 anos	19	42,2%
Menos de 1 ano	0	0,0%
Total	45	100,0%

Tabela 61 - tipo de actividade exercida anteriormente

	N.º de Respostas	% de Respostas
Analista de Crédito	3	6,1%
Auditoria	3	6,1%
Banca - área comercial	3	6,1%
Gestão de activos/patrimónios	5	10,2%
Controlo orçamental/financeiro	4	8,2%
Estudante	15	30,6%
Diversos	16	32,7%
Total	49	100,0%

Tabela 62 - Antiguidade ao serviço do intermediário financeiro

	N.º de Respostas	% de Respostas
Mais de 10 anos	1	2,3%
Entre 9 e 10 anos	1	2,3%
Entre 7 e 8 anos	4	9,0%
Entre 5 e 6 anos	8	18,2%
Entre 3 e 4 anos	9	20,5%
Entre 1 e 2 anos	21	47,7%
Menos de 1 ano	0	0,0%
Total	44	100,0%

Tabela 63 - Número de sectores de actividade cobertos

	N.º de Respostas	% de Respostas
5 sector	1	2,2%
4 sector	2	4,4%
3 sector	11	23,9%
2 sector	6	13,0%
1 sector	6	13,0%
Nenhum sector	20	43,5%
Total	46	100,0%

Tabela 64 – Número de emittentes cobertos

	N.º de Respostas	% de Respostas
Mais de 10	4	8,2%
10 emittentes	1	2,0%
9 emittentes	5	10,2%
8 emittentes	2	4,1%
7 emittentes	2	4,1%
6 emittentes	5	10,2%
5 emittentes	3	6,1%
4 emittentes	4	8,2%
3 emittentes	3	6,1%
2 emittente	0	0,0%
1 emittente	0	0,0%
Nenhum emittente	20	40,8%
Total	49	100,0%

Tabela 65 - Tipo de remuneração auferida

	N.º de Respostas	% de Respostas
Componente fixa	13	28,3%
Componente variável	0	0,0%
Componente fixa e variável	33	71,7%
Total	49	100,0%

Tabela 66 – Outras funções desempenhadas pelos colaboradores

	N.º de Respostas	% de Respostas
Apresentações a clientes (1)	13	26,5%
Actividades de trading (2)	0	0,0%
Outras (3)	3	6,1%
(1) + (3)	2	4,1%
Nenhuma	31	63,3%
Total	49	100,0%

Tabela 67 – Grau de adesão a associações profissionais

	N.º de Respostas	% de Respostas
Sim	11	22,4%
Não	38	77,6%
Total	49	100,0%

Tabela 68 – Acesso a relatórios de *research* produzidos por outras entidades

	N.º de Respostas	% de Respostas
Sim	29	85,3%
Não	5	14,7%
Total	34	100,0%

Tabela 69 – Solicitação de relatórios de *research* a entidades externas

	N.º de Respostas	% de Respostas
Os relatórios recebidos <u>são</u> elaborados a pedido do IF que recebe	0	0,0%
Os relatórios recebidos <u>não são</u> elaborados a pedido do IF que recebe	28	100,0%
Total	28	100,0%

**Tabela 70 – Responsáveis pela elaboração dos relatórios**

	N.º de Respostas	% de Respostas
Intermediários financeiros pertencentes ao mesmo grupo económico (1)	10	35,7%
Intermediários financeiros pertencentes a outro grupo económico (2)	10	35,7%
(1) + (2)	8	28,6%
<b>Total</b>	<b>28</b>	<b>100,0%</b>

**Tabela 71 – Utilização dos relatórios**

	N.º de Respostas	% de Respostas
Uso da instituição (1)	14	50,0%
Uso dos clientes da instituição (2)	3	10,7%
Divulgação pública (3)	2	7,1%
(1) + (2)	8	28,6%
(1) + (2) + (3)	1	3,6%
<b>Total</b>	<b>28</b>	<b>100,0%</b>

**Tabela 72 – Processo de divulgação dos relatórios**

	N.º de Respostas	% de Respostas
Simultaneamente para todos os destinatários	19	70,4%
Em primeiro lugar para os departamentos/divisões da instituição e só depois para os clientes	4	14,8%
Em primeiro lugar para os departamentos/divisões da instituição, depois para os clientes e por fim para o público	1	3,7%
Outros	3	11,1%
<b>Total</b>	<b>27</b>	<b>100,0%</b>

**Anexo 5 - Inquérito aos Emitentes**

**1º Inquérito sobre a actividade dos analistas financeiros**

**Nome da Sociedade:.....**

## 1. Caracterização das relações entre emitente e analista financeiro

1.1 A vossa empresa tem sido alvo de análises por parte de analistas financeiros?

- É prática comum -----   
Raramente -----   
Nunca -----

1.2 Essas análises consubstanciam-se na elaboração de um relatório de *research*<sup>8</sup>:

- Que inclui recomendações de investimento, mas não incluem *price target* -----   
Que inclui recomendações de investimento e *price target* -----   
Onde é feita uma descrição da empresa sem indicação de um *price target* nem recomendação de investimento -----

1.3 Nas relações com o analista financeiro, quem é que toma normalmente a iniciativa do primeiro contacto?

- Emitente -----   
Analista Financeiro -----   
Não sabe -----

1.4 Os contactos com os analistas financeiros são feitos normalmente, por:

- Telefone -----   
Internet -----   
Pessoalmente -----   
Conferências de imprensa -----   
Outros -----

1.5 De entre os responsáveis/colaboradores da vossa empresa, por norma, quem é que responde às questões colocadas pelos analistas financeiros?

- Administrador ----- \_\_\_%  
Responsável pelas relações com o mercado ----- \_\_\_%  
Director Financeiro ----- \_\_\_%  
Outros ----- \_\_\_%

---

<sup>8</sup> Entende-se por *research* a actividade de pesquisa e de análise de determinado emitente ou valores mobiliários com vista à elaboração de um relatório onde se formula uma opinião sobre o emitente e os valores analisados; uma previsão quanto ao respectivo desempenho ou evolução; ou uma recomendação genérica de investimento ou desinvestimento em valores mobiliários.

1.6 Antes da divulgação dos relatórios de *research* elaborados pelos analistas financeiros, a vossa empresa costuma realizar um processo de verificação prévia desse mesmo relatório?

Sim -----

Quais as propostas de alteração?

- Corrigir informação financeira -----
- Corrigir previsões -----
- Corrigir recomendações -----
- Outras correcções -----

Não -----

1.7 Relativamente à informação prestada aos analistas financeiros, a vossa empresa tem por hábito:

- Diferenciar claramente a informação respeitante à actual situação económica e financeira da empresa de objectivos, previsões ou perspectivas relativamente à vossa actividade, negócios ou resultados -----
- Indicar, com clareza e objectividade, os pressupostos e os critérios utilizados na formulação dos objectivos, previsões ou perspectivas que realizam -----
- Actualizar, sempre que se justifique, as informações que foram transmitidas aos analistas financeiros -----

1.8 Relativamente à informação económica sobre a vossa empresa e sector de actividade onde se insere, classifique aquela que considera como de Baixa/Média/Elevada importância para a elaboração de um relatório de *research*:

	Baixa	Média	Elevada
Quota de mercado			
Qualidade da gestão			
Estratégia de crescimento			
Investimentos			
Estratégia de preços			
Custos operativos			
Resultados			
Vendas por tipo de produto			
Produtividade			
Actividade I&D			
Vendas por trabalhador			
Qualidade dos canais de distribuição			
Valor da marca			
Nível de satisfação dos trabalhadores			
Panorama competitivo			
Ambiente regulamentar			
Outras			

## 2. Avaliação e reacção ao trabalho feito pelo Analista Financeiro

2.1 Em geral, a qualidade do trabalho dos analistas financeiros que entram em contacto com a vossa empresa é:

- Muito Boa-----
- Boa -----
- Média -----
- Má -----
- Muito Má-----

2.2 Em geral, a qualidade dos relatórios de *research* feitos sobre a vossa empresa é:

- Muito Boa-----
- Boa -----
- Média -----
- Má -----
- Muito Má-----

2.3 Em geral, qual a percentagem do relatório de *research* que reflecte as ideias da vossa empresa?

- Quase tudo excepto a recomendação de investimento -----
- Mais de 90% do relatório -----
- Menos de 90% mas mais de 50% -----
- Menos de 50% mas mais de 20% -----
- Menos de 20% -----

2.4 Nas situações em que foram divulgadas recomendações de “venda” sobre as acções da vossa empresa, qual a percentagem dessas recomendações que consideram correctas?

- Mais de 75% -----
- Menos de 75% mas mais de 50% -----
- Menos de 50% mas mais de 25% -----
- Menos de 25% -----
- Nunca foram emitidas recomendações de “venda”-----

2.5 Nas situações em que foram divulgadas recomendações de “compra” sobre as acções da vossa empresa, qual a percentagem dessas recomendações que consideram correctas?

- Mais de 75% -----
- Menos de 75% mas mais de 50% -----
- Menos de 50% mas mais de 25% -----
- Menos de 25% -----

Nunca foram emitidas recomendações de “compra” -----□

2.6 Quando é divulgada uma recomendação considerada “favorável”<sup>9</sup> para a vossa empresa:

Alteram o vosso comportamento -----□

Como (pode seleccionar mais de uma resposta)?

Facilitando o acesso do analista à informação-----□

Incentivando o analista a realizar novas recomendações -----□

Felicitando pessoalmente o analista -----□

Incentivando/Intensificando as relações económicas com o Intermediário  
Financeiro (IF) -----□

Não alteram o vosso comportamento -----□

2.7 Após a divulgação de uma recomendação considerada “desfavorável”<sup>10</sup> para a vossa empresa:

Alteram o comportamento -----□

Como (pode seleccionar mais de uma resposta)?

Critica pessoalmente o analista -----□

Protesta junto do responsável pelo departamento de *research* -----□

Protesta junto da administração do IF -----□

Aumentando a comunicação com o analista -----□

Ameaça impedir ou dificultar o acesso do analista à informação caso a  
situação se repita -----□

Dificulta o acesso do analista à informação -----□

Impede o analista de aceder à informação -----□

Ameaça cortar todas as relações com o IF -----□

Dificulta as relações com o IF -----□

Corta todas as relações com o IF -----□

---

<sup>9</sup> Considerando 4 níveis para a classificação das recomendações, onde nível 1(*sell/underperformer*); nível 2 (*market performer*); nível 3 (*buy/outperformer*); nível 4 (*strong buy/strong outperformer*), entende-se como recomendação “favorável”, uma recomendação que corresponda a uma subida da classificação (*upgrade* do título) ou, caso a recomendação feita anteriormente seja de nível 3 ou 4, se não houver alteração da recomendação. Assim, entende-se como “favorável” uma recomendação de “market performer” se a recomendação anterior foi “sell”. Também é considerada “favorável” uma recomendação de “buy” se a recomendação anterior foi de “buy”.

<sup>10</sup> Entende-se como recomendação “desfavorável”, uma recomendação que corresponda a uma descida da classificação (*downgrade* do título) ou, caso a recomendação feita anteriormente seja de nível 1, se não houver alteração da recomendação. Assim, entende-se como “desfavorável” uma recomendação de “market performer” se a recomendação anterior foi “buy”. Também é considerada “desfavorável” uma recomendação de “sell” se a recomendação anterior foi de “sell”.

Não alteram o comportamento -----□

2.8 Já impediram algum analista de aceder a informação disponibilizada pela vossa empresa?

Sim -----□

De que forma?

Impedindo o analista de assistir a conferências de imprensa-----□

Impedindo o acesso do analista às instalações da empresa-----□

Ignorando todas as tentativas de contacto feitas pelo analista-----□

Outras -----□

Não -----□

2.9 Classifique, em termos de disponibilidade para uma análise cuidada da situação e estratégia da vossa empresa, os analistas financeiros que entram em contacto com a vossa empresa:

Classificação	Nome do Intermediário Financeiro
1º	
2º	
3º	
4º	
5º	
6º	
7º	
8º	
9º	
10º	

### 3. Propostas

3.1 Quais as iniciativas que a CMVM poderá tomar para aumentar a transparência e qualidade da actividade de *research* em Portugal?

- Tornar obrigatório o registo dos analistas financeiros junto da CMVM -----
- Tornar obrigatório o envio para a CMVM de todos os relatórios de *research* produzidos pelo intermediário financeiro -----
- Exigir ao intermediário financeiro a divulgação pública integral do relatório de *research*, logo que seja feita uma divulgação parcial do mesmo -----
- Impedir o intermediário financeiro, e qualquer dos seus funcionários, de negociar o valor mobiliário, ou qualquer derivado que tenha como activo subjacente o valor mobiliário sobre o qual foi feito relatório de *research* -----
- Outras -----

Quais? \_\_\_\_\_

---

---

---

---

---

---

**Anexo 6 - Inquérito aos intermediários financeiros**

**1º Inquérito sobre a actividade dos analistas  
financeiros**

**Nome da Sociedade:.....**

## 1. Caracterização do departamento/divisão responsável pelo *research* do Intermediário Financeiro

1.1 Existe um departamento/divisão responsável pelas actividades de *research*<sup>11</sup> do intermediário financeiro (IF)?<sup>12</sup>

Sim -----

Desde quando? \_\_\_\_\_

Não -----

1.2 Qual a designação do departamento/divisão? \_\_\_\_\_

1.3 Quantos colaboradores tem esse departamento/divisão? \_\_\_\_\_

1.4 O departamento/divisão está na dependência funcional de outro departamento/divisão do IF?<sup>13</sup>

Sim -----

De qual? \_\_\_\_\_

Não -----

1.5 A remuneração dos colaboradores do departamento/divisão é composta pelas seguintes componentes:

Componente Fixa-----

Componente Variável-----

A componente variável depende das receitas geradas pelas transacções efectuadas, pelo IF ou por outrém, sobre os valores mobiliários emitidos pelas empresas analisadas -----

A componente variável depende dos resultados obtidos pelo IF no final do ano-----

A componente variável depende da qualidade do *research* -----

A componente variável depende de outros critérios -----

Quais? \_\_\_\_\_

---

<sup>11</sup> Entende-se por *research* a actividade de pesquisa e de análise de determinado emitente ou valores mobiliários com vista à elaboração de um relatório onde se formula uma opinião sobre o emitente e os valores analisados; uma previsão quanto ao respectivo desempenho ou evolução; ou uma recomendação genérica de investimento ou desinvestimento em valores mobiliários.

<sup>12</sup> Caso receba relatórios de *research* produzidos por outra(s) entidade(s), preencha também o Anexo II.

<sup>13</sup> Se possível juntar organograma

1.6 Existe um registo actualizado das transacções em valores mobiliários realizadas pelos colaboradores do departamento/divisão?

Sim -----□

Não -----□

1.7 Os colaboradores do departamento/divisão estão impedidos de, directamente ou por interposta pessoa, negociar, em data próxima à conclusão e divulgação de relatório de *research*, os valores mobiliários analisados nesse mesmo relatório?

Sim -----□

Qual o período de tempo? \_\_\_\_\_

Não -----□

## 2. Caracterização do trabalho realizado pelo departamento/divisão de *research*

2.1 Que tipo de trabalho é realizado pelo departamento/divisão de *research*?

Elaboração de relatórios diários/semanais/mensais com:

Síntese de principais notícias financeiras-----

Análise da evolução macroeconómica -----

Análise sobre a evolução dos mercados financeiros-----

Elaboração de relatórios de *research*:

Que incluem recomendações de investimento, mas não incluem *price target*

Que incluem recomendações de investimento e *price target* -----

Outro tipo de trabalho -----

Qual? \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

2.2 A iniciativa para a elaboração de um relatório de *research*, parte normalmente do(s):

Administrador(es) do IF----- %

Responsável pelo *research* ----- %

Cliente(s) do IF ----- %

Emitente(s) ----- %

Outro(s) ----- %

100%

2.3 Durante a elaboração do relatório de *research* existem contactos formais ou informais com outras áreas de actividade do IF, no sentido de partilhar informação relativa ao conteúdo do relatório de *research*?

Sim -----

Com que departamentos/divisões? \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

Não -----

2.4 Os relatórios de *research*, antes de serem divulgados, são sujeitos a algum processo de verificação interna?

Sim -----

O processo é conduzido por quem (em termos de função)? \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

Quais as propostas de alteração usualmente feitas?

Corrigir informação financeira -----

Corrigir previsões -----

Corrigir recomendações -----

Outras correcções -----

Não -----

2.5 O relatório de *research* é divulgado em primeiro lugar, para:

Todos os clientes do IF -----

Os clientes que solicitaram o relatório de *research* -----

Outros departamentos/divisões do IF -----

Outras empresas do grupo -----

Publicamente -----

Outros -----

Não sabe -----

2.6 O relatório de *research* é divulgado publicamente?

Sim -----

De que forma? \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

Não -----

2.7 Os relatórios de *research* elaborados pela vossa instituição, permitem ao destinatário:

Identificar e distinguir as perspectivas ou previsões feitas pela empresa analisada das realizadas pelos analistas financeiros -----

Identificar os pressupostos subjacentes à análise e os métodos de avaliação utilizados ---

Identificar a data de início, conclusão e divulgação do relatório de análise financeira, bem como as pessoas responsáveis pela sua elaboração -----

Identificar a existência de relações ou benefícios económicos que existam entre o analista, intermediário financeiro, sociedade que com este esteja em relação de domínio ou de grupo e a empresa analisada -----

Tomar conhecimento dos cargos exercidos ou das funções desempenhadas pelo IF ou por pessoa singular encarregue da elaboração do relatório de análise financeira, em órgão ou departamento de empresa analisada -----

Avaliar o risco inerente à recomendação efectuada -----

2.8 Na elaboração dos relatórios de *research*, que importância é atribuída à seguinte informação (classifique numa escala de 1 a 8, onde 1 significa pouca importância e 8 muita importância):

Situação económico-financeira da empresa analisada
Situação do sector de actividade onde se insere a empresa analisada
Indicadores macro da economia portuguesa <sup>14</sup>
Indicadores macro da União Europeia
Indicadores macro da Economia Norte-Americana
Evolução dos principais índices accionistas mundiais

2.9 Relativamente à informação económica sobre a empresa analisada e sector de actividade onde se insere, classifique aquela que considera como de Baixa/Média/Elevada importância para a elaboração do relatório de *research*:

	Baixa	Média	Elevada
Quota de mercado			
Qualidade da gestão			
Estratégia de crescimento			
Investimentos			
Estratégia de preços			
Custos operativos			
Resultados			
Vendas por tipo de produto			
Produtividade			
Actividade I&D			
Vendas por trabalhador			
Qualidade dos canais de distribuição			
Valor da marca			
Nível de satisfação dos trabalhadores			
Panorama competitivo			
Ambiente regulamentar			
Outras			

2.10 Relativamente à informação macroeconómica, classifique como de Baixa/Média/Elevada importância para a elaboração do relatório de *research* a seguinte informação:

	Baixa	Média	Elevada
Indicadores para Portugal			
PIB			
Inflação			
Taxa de Desemprego			
Confiança Consumidor			
Confiança Empresarial			
Vendas a Retalho			
Indicadores para a UE.			
PIB			
Inflação			
Taxa de Juro			
Taxa de Desemprego			
Confiança Consumidor			
Confiança Empresarial			
Vendas a Retalho			
Indicadores para os EUA			
PIB			

<sup>14</sup> Caso as empresas analisadas estejam cotadas na Euronext de Lisboa.

<b>Inflação</b>
<b>Taxa de Juro</b>
<b>Taxa de Desemprego</b>
<b>Confiança Consumidor</b>
<b>Confiança Empresarial</b>
<b>Vendas a Retalho</b>

2.11 Qual a metodologia(s) utilizada(s) para a determinação dos *price targets*? \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_

2.12 Considerando os relatórios de *research* produzidos nos últimos anos, indique o número de relatórios que continham:<sup>15</sup>

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Recomendações de Venda</b>						
<b>Recomendações de Manter</b>						
<b>Recomendações de Compra</b>						
<b>Nenhuma recomendação</b>						
<b>Total dos relatórios de <i>research</i> produzidos</b>						

<sup>15</sup> Se possível juntar em anexo informação relativa a todas as recomendações de investimento feitas nos últimos anos, nomeadamente, data da divulgação, tipo de recomendação, canal de divulgação, *price target*.

### 3 Caracterização das relações entre intermediário financeiro e emitente

3.13 Nos contactos com o emitente, quem toma normalmente a iniciativa do primeiro contacto?

- Emitente -----
- Analista Financeiro -----
- Não sabe -----

3.14 Os contactos entre os analistas e o emitente são feitos normalmente por:

- Telefone -----
- Internet -----
- Pessoalmente -----
- Conferências de imprensa -----
- Outros -----

3.15 Os contactos entre analistas e emitente são normalmente feitos com o:

- Administrador do emitente -----
- Responsável pelas relações com o mercado -----
- Director Financeiro do emitente -----
- Outros -----

3.16 O tempo disponibilizado pelos emitentes para fornecer informação ao analista pode ser considerado, em média:

- Suficiente -----
- Insuficiente -----

3.17 O relatório de *research* é sujeito a algum processo de verificação por parte do emitente?

- Sim -----

Quais as propostas de alteração feitas pelo emitente?

- Corrigir informação financeira -----
- Corrigir previsões -----
- Corrigir recomendações -----
- Outras correcções -----

- Não -----

#### 4. Percepção dos Intermediários Financeiros relativamente ao comportamento do emitente

4.1 Considera que o emitente lê com atenção o relatório de *research*?

Sim -----

Não -----

4.2 Em média, qual a percentagem do relatório de *research* que reflecte as ideias do emitente?

Quase tudo excepto a recomendação de investimento -----

Mais de 90% do relatório -----

Menos de 90% mas mais de 50% -----

Menos de 50% mas mais de 20% -----

Menos de 20% -----

4.3 Quando é divulgada uma recomendação de “venda” sobre um dado título, qual a percentagem média de emitentes que concorda com a recomendação?

Mais de 75% -----

Menos de 75% mas mais de 50% -----

Menos de 50% mas mais de 25% -----

Menos de 25% -----

4.4 Quando é divulgada uma recomendação de “compra” sobre um dado título, qual a percentagem média de emitentes que concorda com a recomendação?

Mais de 75% -----

Menos de 75% mas mais de 50% -----

Menos de 50% mas mais de 25% -----

Menos de 25% -----

4.5 Após a divulgação de uma recomendação considerada “favorável”<sup>16</sup> para o emitente, este:

Altera o comportamento -----

Como (pode seleccionar mais de uma resposta)?

---

<sup>16</sup> Considerando 4 níveis para a classificação das recomendações, onde nível 1(*sell/underperformer*); nível 2 (*market performer*); nível 3 (*buy/outperformer*); nível 4 (*strong buy/strong outperformer*), entende-se como recomendação “favorável”, uma recomendação que corresponda a uma subida da classificação (*upgrade* do título) ou, caso a recomendação feita anteriormente seja de nível 3 ou 4, se não houver alteração da recomendação. Assim, entende-se como “favorável” uma recomendação de “*market performer*” se a recomendação anterior foi “*sell*”. Também é considerada “favorável” uma recomendação de “*buy*” se a recomendação anterior foi de “*buy*”.

- Facilitando o acesso do analista à informação-----
- Incentivando o analista a realizar novas recomendações -----
- Felicita pessoalmente o analista -----
- Incentiva/Intensifica as relações económicas com o IF -----

Não altera o comportamento -----

4.6 Após a divulgação de uma recomendação considerada “desfavorável”<sup>17</sup> para o emitente, este:

Altera o comportamento -----

Como (pode seleccionar mais de uma resposta)?

- Critica pessoalmente o analista -----
- Protesta junto do responsável pelo departamento de *research* -----
- Protesta junto da administração do IF -----

- Aumenta a comunicação com o analista -----
- Ameaça impedir ou dificultar o acesso do analista à informação caso a situação se repita -----
- Dificulta o acesso do analista à informação -----
- Impede o analista de aceder à informação -----

- Ameaça cortar todas as relações com o IF -----
- Dificulta as relações com o IF -----
- Corta todas as relações com o IF -----

Não altera o comportamento -----

4.7 De entre as empresas cotadas no *Euronext-Lisboa*, classifique-as em termos de disponibilidade para fornecerem informação ao analista sempre que solicitado.

Classificação	Nome do Emitente
1º	
2º	
3º	
4º	
5º	
6º	
7º	
8º	
9º	
10º	

<sup>17</sup> Entende-se como recomendação “desfavorável”, uma recomendação que corresponda a uma descida da classificação (*downgrade* do título) ou, caso a recomendação feita anteriormente seja de nível 1, se não houver alteração da recomendação. Assim, entende-se como “desfavorável” uma recomendação de “market performer” se a recomendação anterior foi “buy”. Também é considerada “desfavorável” uma recomendação de “sell” se a recomendação anterior foi de “sell”.

## 5. Propostas

5.1 Quais as iniciativas que a CMVM poderá tomar para aumentar a transparência e qualidade da actividade de *research* em Portugal?

- Tornar obrigatório o registo dos analistas financeiros junto da CMVM -----
- Tornar obrigatório o envio para a CMVM de todos os relatórios de *research* produzidos pelo intermediário financeiro -----
- Exigir ao intermediário financeiro a divulgação pública integral do relatório de *research*, logo que seja feita uma divulgação parcial do mesmo -----
- Impedir o intermediário financeiro, e qualquer dos seus funcionários, de negociar o valor mobiliário, ou qualquer derivado que tenha como activo subjacente o valor mobiliário sobre o qual foi feito relatório de *research* -----
- Outras -----

Quais? \_\_\_\_\_

---

---

---

---

---

---

---

## **6. Caracterização dos colaboradores responsáveis pela elaboração dos relatórios de *research***

Nesta parte do questionário, solicita-se o preenchimento individual do anexo I para cada um dos responsáveis/colaboradores nos trabalhos relacionados com *research*, mesmo que não exista um departamento dedicado exclusivamente à elaboração de relatórios de *research*.

ANEXO I

1. Função \_\_\_\_\_

2. Idade \_\_\_\_\_

3. Sexo

Masculino -----

Feminino -----

4. Habilitações Académicas

Ensino Secundário Incompleto -----

Ensino Secundário Completo -----

Ensino Superior Incompleto -----

Em que Área? \_\_\_\_\_

Em que Universidade? \_\_\_\_\_

Bacharelato -----

Em que Área? \_\_\_\_\_

Em que Universidade? \_\_\_\_\_

Licenciatura -----

Em que Área? \_\_\_\_\_

Em que Universidade? \_\_\_\_\_

Pós-Graduação -----

Em que Área? \_\_\_\_\_

Em que Universidade? \_\_\_\_\_

MBA -----

Em que Universidade? \_\_\_\_\_

Mestrado -----

Em que Área? \_\_\_\_\_

Em que Universidade? \_\_\_\_\_

Doutoramento -----

Em que Área? \_\_\_\_\_

Em que Universidade? \_\_\_\_\_

5. Indique outros cursos/formações que considere relevante. \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

6. Há quantos anos exerce actividade na área do *research*? \_\_\_\_\_

7. Que actividade exercia anteriormente? \_\_\_\_\_

8. Há quantos anos trabalha no IF? \_\_\_\_\_

9. Qual é o sector (ou sectores) de actividade que cobre? \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

10. Qual o emitente (ou emitentes) que cobre? \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

11. O seu salário tem uma componente variável?

Sim -----□

Depende de quê? \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

Não -----□

12. Para além da função principal que desempenha, exerce outras funções dentro do IF?

Sim -----□

Quais?

Apresentações a clientes -----

Actividades de *trading* -----

Outras -----

Quais? \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

Não -----□

13. Pertence a alguma associação profissional relacionada com a actividade que exerce?

Sim -----□

Qual? \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

Não -----□

ANEXO II<sup>18</sup>

1. A vossa instituição recebe relatórios de *research* elaborados por outras entidades?

- Sim -----  
Não -----

2. Os relatórios de *research* recebidos pela vossa instituição são normalmente produzidos a vosso pedido?

- Sim -----  
Não -----

3. Os relatórios de *research* recebidos pela vossa instituição são produzidos por que tipo de instituições?

- Intermediários financeiros pertencentes ao mesmo grupo económico -----  
Intermediários financeiros pertencentes a outro grupo económico -----

Qual(is)? \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

4. Os relatórios de *research* recebidos pela instituição são para:

- Uso da instituição -----  
Uso dos clientes da instituição -----  
Divulgação pública -----

5. Como é que se processa a divulgação dos relatórios de *research* recebidos?

- Simultaneamente para todos os destinatários -----  
Em primeiro lugar para os departamentos/divisões da instituição e só depois para os clientes -----  
Em primeiro lugar para os departamentos/divisões da instituição, depois para os clientes e por fim para o público -----  
Outra(s) -----

Qual(is)? \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

---

<sup>18</sup> Caso receba relatórios de *research* produzidos por outra(s) entidade(s), preencha também o anexo II.

