



# Relatório Anual de Supervisão da Actividade de Análise Financeira

---

2010

LISTA DE TABELAS .....	2
LISTA DE GRÁFICOS .....	4
<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>11</b>
<b>2. ANÁLISE DESCRITIVA DA ACTIVIDADE DE RESEARCH NO MERCADO PORTUGUÊS .....</b>	<b>13</b>
<b>2.1. RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO .....</b>	<b>13</b>
2.1.1. EVOLUÇÃO TEMPORAL DO NÚMERO DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO EMITIDAS .....	13
2.1.2. DISTRIBUIÇÃO DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR TÍTULO E INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO .....	14
2.1.3. TIPOLOGIAS DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO.....	17
2.1.4. ALTERAÇÕES DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO .....	21
2.1.5. IMPACTO NAS COTAÇÕES .....	24
2.1.6. DISPERSÃO DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO FACE A UMA MEDIDA DE CONSENSUS POR TÍTULO E CASA DE INVESTIMENTO .....	31
2.1.7. PERFORMANCE A MÉDIO PRAZO DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO	33
<b>2.2. PREÇOS-ALVO .....</b>	<b>35</b>
2.2.1. DISTRIBUIÇÃO DOS PREÇOS-ALVO POR REFERÊNCIA À ÚLTIMA COTAÇÃO E AO ANTERIOR PREÇO-ALVO DIVULGADO PELA CASA DE INVESTIMENTO .....	35
2.2.2. DISPERSÃO DOS PREÇOS-ALVO DE CADA INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO FACE AO CONSENSUS .....	39
2.2.3. PREÇOS-ALVO VS PREÇOS DE MERCADO.....	41
<b>2.3. ESTIMATIVAS DOS RESULTADOS DAS EMPRESAS .....</b>	<b>49</b>
<b>2.4. OS PARÂMETROS FUNDAMENTAIS UTILIZADOS NOS MODELOS DE AVALIAÇÃO</b>	<b>51</b>
<b>3. SUPERVISÃO DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO ENTRE OUTUBRO DE 2009 E SETEMBRO DE 2010 .....</b>	<b>58</b>
<b>3.1. CARACTERIZAÇÃO .....</b>	<b>58</b>
3.1.1. ENQUADRAMENTO JURÍDICO BASE E ADITAMENTOS .....	58
3.1.2. OBJECTO DA SUPERVISÃO.....	64

3.1.3.	PROCEDIMENTOS .....	65
3.1.4.	TIPOS DE ANÁLISE .....	66
<b>3.2.</b>	<b>DADOS ESTATÍSTICOS E EXEMPLOS DE ANÁLISES APROFUNDADAS .....</b>	<b>67</b>
3.2.1.	RECOMENDAÇÕES IDENTIFICADAS E RECEBIDAS NA CMVM .....	67
3.2.2.	ESCLARECIMENTOS SOLICITADOS .....	68
3.2.3.	ANÁLISES SUMÁRIAS .....	69
3.2.4.	ANÁLISES APROFUNDADAS .....	69
3.2.5.	PEDIDOS DE REGISTO E DE CANCELAMENTO DE REGISTO PARA EXERCER A ACTIVIDADE DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO .....	72
<b>4.</b>	<b>ANALISE DO CUMPRIMENTO DAS RECOMENDAÇÕES DA CMVM À ACTIVIDADE DE ANÁLISE FINANCEIRA .....</b>	<b>73</b>
4.1.	AS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO DIRIGIDAS AOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS E OUTROS ANALISTAS .....	73
4.2.	AS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO DIRIGIDAS AOS JORNALISTAS .....	77
4.3.	AS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO DIRIGIDAS ÀS ENTIDADES EMITENTES 80	
<b>5.</b>	<b>CONCLUSÕES .....</b>	<b>84</b>

---

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR EMPRESA E INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO .....	15
TABELA 2 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR SECTOR DE ACTIVIDADE E DIMENSÃO	16
TABELA 3 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR NACIONALIDADE DO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO .....	17
TABELA 4 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A TIPOLOGIA .....	18
TABELA 5 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A TIPOLOGIA E EMPRESA-ALVO	18
TABELA 6 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A TIPOLOGIA E SECTOR DE ACTIVIDADE/DIMENSÃO .....	19
TABELA 7 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A TIPOLOGIA E INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO .....	20

TABELA 8 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A TIPOLOGIA E NACIONALIDADE DO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO .....	20
TABELA 9 – ALTERAÇÕES DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR EMPRESA .....	21
TABELA 10 – ALTERAÇÕES DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO .....	22
TABELA 11 – ALTERAÇÕES DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR SECTOR DE ACTIVIDADE DA EMPRESA/DIMENSÃO .....	23
TABELA 12 – ALTERAÇÕES DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A NACIONALIDADE DO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO .....	23
TABELA 13 – SENTIDO DAS RECOMENDAÇÕES E <i>CONSENSUS</i> .....	31
TABELA 14 – DISPERSÃO DO SENTIDO DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR EMPRESA.....	32
TABELA 15 – DISPERSÃO DO SENTIDO DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO.....	33
TABELA 16 – VALOR E RENDIBILIDADE DAS CARTEIRAS FORMADAS A PARTIR DAS RECOMENDAÇÕES DOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS .....	35
TABELA 17 – DISTRIBUIÇÃO DOS PREÇOS-ALVO POR REFERÊNCIA À ÚLTIMA COTAÇÃO E AO ANTERIOR PREÇO-ALVO DIVULGADO PELA CASA DE INVESTIMENTO .....	36
TABELA 18 – DISTRIBUIÇÃO DOS PREÇOS-ALVO POR REFERÊNCIA À ÚLTIMA COTAÇÃO E AO ANTERIOR PREÇOS-ALVO DIVULGADO PELA CASA DE INVESTIMENTO .....	38
TABELA 19 –PREÇOS-ALVO VERSUS <i>CONSENSUS</i> POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO .....	39
TABELA 20 – DISPERSÃO DOS PREÇOS-ALVO DAS CASAS DE INVESTIMENTO FACE AO <i>CONSENSUS</i> POR EMPRESA-ALVO.....	40
TABELA 21 – HORIZONTE TEMPORAL DOS PREÇOS-ALVO .....	41
TABELA 22 – DIFERENÇA PERCENTUAL ENTRE O PREÇO DE MERCADO E O PREÇO-ALVO .....	42
TABELA 23 – DIFERENÇA PERCENTUAL ENTRE O PREÇO DE MERCADO E O PREÇO-ALVO – SECTOR DE ACTIVIDADE/ DIMENSÃO DA EMPRESA.....	43
TABELA 24 – PROPORÇÃO DE ESTIMATIVAS DO EPS ACIMA (ABAIXO) DO <i>CONSENSUS</i> – POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO.....	50
TABELA 25 – RMSE DAS ESTIMATIVAS DOS RESULTADOS FACE AO <i>CONSENSUS</i> .....	51
TABELA 26 – TAXA DE CRESCIMENTO DOS LUCROS NA PERPETUIDADE (AJUSTADO À INFLAÇÃO) .....	52
TABELA 27 – PRÉMIO DE RISCO DE MERCADO .....	53

TABELA 28 – TAXA DE JURO ISENTA DE RISCO .....	54
TABELA 29 – BETA DO TÍTULO .....	54
TABELA 30 – CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO .....	55
TABELA 31 – CUSTO DO CAPITAL ALHEIO .....	56
TABELA 32 – CUSTO MÉDIO PONDERADO DO CAPITAL .....	56
TABELA 33 – PESO DO CRESCIMENTO FUTURO NO VALOR TEÓRICO DA EMPRESA .....	57
TABELA 34 – ÂMBITO DOS PEDIDOS DE ESCLARECIMENTO .....	68
TABELA 35 – TOTAL DE ANÁLISES SUMÁRIAS .....	69
TABELA 36 – N.º DE RECOMENDAÇÕES CUMPRIDAS INTEGRALMENTE PELOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS E OUTROS ANALISTAS .....	77
TABELA 37 – CUMPRIMENTO DA RECOMENDAÇÃO 1 PELOS ÓRGÃOS DE COMUNICAÇÃO SOCIAL .....	78
TABELA 38 – CUMPRIMENTO DA RECOMENDAÇÃO 3 PELOS ÓRGÃOS DE COMUNICAÇÃO SOCIAL .....	79
TABELA 39 – CUMPRIMENTO DA RECOMENDAÇÃO 4 PELOS ÓRGÃOS DE COMUNICAÇÃO SOCIAL .....	79
TABELA 40 – CUMPRIMENTO DA RECOMENDAÇÃO 5 PELOS ÓRGÃOS DE COMUNICAÇÃO SOCIAL .....	79
TABELA 41 – CUMPRIMENTO DA RECOMENDAÇÃO 6 PELOS ÓRGÃOS DE COMUNICAÇÃO SOCIAL .....	80
TABELA 42 – TOTAL DE RECOMENDAÇÕES CUMPRIDAS POR EMITENTE .....	84

---

## LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – EVOLUÇÃO TEMPORAL DO NÚMERO DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO ..	14
GRÁFICO 2 – IMPACTO DA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES DE VENDA NAS COTAÇÕES (INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS) .....	25
GRÁFICO 3 – IMPACTO DA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES DE COMPRA NAS COTAÇÕES – HORIZONTE TEMPORAL DE 3 DIAS (INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS) .....	26
GRÁFICO 4 – IMPACTO DA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES DE VENDA NAS COTAÇÕES – HORIZONTE TEMPORAL DE 3 E DE 6 DIAS (DIMENSÃO/SECTOR DE ACTIVIDADE) .....	28
GRÁFICO 5 – IMPACTO DA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES DE VENDA NAS COTAÇÕES (EMPRESAS) .....	28

GRÁFICO 6 – IMPACTO DA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES DE COMPRA NAS COTAÇÕES – HORIZONTE TEMPORAL DE 3 E DE 6 DIAS (DIMENSÃO/SECTOR DE ACTIVIDADE) .....	29
GRÁFICO 7 – IMPACTO DA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES DE COMPRAS NAS COTAÇÕES (EMPRESAS) .....	30
GRÁFICO 8- PROPORÇÃO DE RECOMENDAÇÕES EM QUE O PREÇO DE MERCADO ATINGE OU ULTRAPASSA O PREÇO-ALVO - POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO.....	44
GRÁFICO 9 – PROPORÇÃO DE RECOMENDAÇÕES EM QUE O PREÇO DE MERCADO ATINGE OU ULTRAPASSA O PREÇO-ALVO – POR EMITENTE .....	45
GRÁFICO 10 – ROOT MEAN SQUARE ERROR POR CASA DE INVESTIMENTO .....	47
GRÁFICO 11 – ROOT MEAN SQUARE ERROR POR TÍTULO .....	48
GRÁFICO 12 – TOTAL DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO IDENTIFICADAS (RECEBIDAS NA CMVM VS. NÃO RECEBIDAS).....	68
GRÁFICO 13 – GRAU DE CUMPRIMENTO DAS RECOMENDAÇÕES DIRIGIDAS AOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS E OUTROS ANALISTAS.....	76
GRÁFICO 14 – GRAU DE CUMPRIMENTO DAS RECOMENDAÇÕES DESTINADAS AOS EMITENTES .....	83

## Sumário Executivo

O presente relatório tem o propósito de retratar a actividade de análise financeira incidente sobre acções cotadas em Portugal e descrever a actividade de supervisão da CMVM neste âmbito. Entende-se por análise financeira ou *research* a pesquisa e análise de informação sobre determinado emitente ou instrumento financeiro com vista à elaboração de um relatório onde se formula uma opinião sobre esse emitente ou instrumento; uma previsão quanto ao respectivo desempenho ou evolução; ou uma recomendação genérica, directa ou indirecta, de investimento ou desinvestimento sobre um emitente, valores mobiliários por ele emitidos ou outros instrumentos financeiros que se destinem a canais de distribuição ao público.

A análise tem por referência o período compreendido entre 01-10-2009 e 30-09-2010. O primeiro vector analisado é o sentido das recomendações de investimento, constatando-se o enviesamento das recomendações emitidas pelos intermediários financeiros no sentido da compra uma vez que o peso deste tipo de recomendações representou 57,4% do total, enquanto que as recomendações de venda representaram apenas 13,6% do total e as recomendações de manter corresponderam aos restantes 29,0%.

Em princípio, num mercado eficiente (na acepção semi-forte de Fama, segundo a qual os preços reflectem toda a informação pública disponível), as recomendações de investimento não deveriam ter qualquer impacto sobre os preços dos instrumentos financeiros a que respeitam, uma vez que são (meras) opiniões (ainda que tecnicamente fundamentadas) baseadas em informação pública. Porém, na realidade, constata-se que por vezes essas opiniões conduzem a alteração do comportamento de alguns investidores, materializando-se tal na alteração dos preços das acções objecto de análise. A este propósito, o relatório conclui que o impacto das recomendações de investimento foi superior no caso das recomendações de venda. De facto, conclui-se que as recomendações de venda tiveram um impacto não negligenciável no preço das acções, pelo menos no que diz respeito a alguns intermediários financeiros, contrariamente às recomendações de compra cuja influência parece ter sido residual para a quase totalidade dos intermediários financeiros. A análise por emitente revela que o efeito das recomendações de venda foi superior nas empresas não pertencentes ao índice PSI-20 e nas não financeiras, com destaque para as empresas do sector de infra-estruturas e telecomunicações. A menor frequência com que são divulgadas recomendações para este tipo de emissões parece, pois, conduzir a que os investidores lhes atribuam uma maior relevância. Esta circunstância aliada ao facto de o número de intermediários financeiros que cobre cada uma destas empresas ser diminuto faz com que a emissão de recomendações para este tipo de emittentes deva merecer especial atenção do supervisor. Porém, igualmente importa que os investidores se questionem sobre se não estarão a dar relevância excessiva a essas recomendações.

O nível de concordância dos analistas financeiros foi superior nas recomendações emitidas que incidem sobre o sector financeiro e nas empresas que integram o PSI-20. Ademais, verificou-se que as recomendações dos intermediários financeiros nacionais se aproximavam mais, em termos médios, do *consensus* de mercado que as recomendações dos intermediários financeiros estrangeiros.

Em relação ao acerto a médio prazo das recomendações de investimento, para se ter uma percepção das consequências do seu seguimento, foram simuladas carteiras de investimento baseadas nas

recomendações de cada instituição financeira. Essa simulação foi iniciada com uma carteira que replicava a composição do PSI-20 em 1 de Outubro de 2009 e que tinha um valor inicial de 100.000 euros. Os pesos dos títulos dessa carteira eram aumentados ou diminuídos consoante o sentido das recomendações. Da análise resulta que, em 30 de Setembro de 2010, para o conjunto dos 10 intermediários financeiros objecto de análise, o seguimento das recomendações teria conduzido a perdas de -14.049,33 euros (14,05% do valor inicialmente investido). Tendo em conta que o investimento numa carteira que replique o PSI-20 a 1 de Outubro de 2009 teria conduzido a perdas de 7.610,00 euros (7,61% do valor inicialmente investido), constata-se que o seguimento dessas recomendações registou um resultado infra-normal de -6.439,33 euros (-6,44%). Isto é, considerando a globalidade dos intermediários financeiros analisados teria sido preferível não seguir as suas recomendações de investimento e optar por uma estratégia de investimento passiva. No que respeita ao desempenho individual, apenas as carteiras do Banif IB e da Fidentis Equities evidenciaram uma performance superior à carteira que replica o índice PSI-20. Quer isto dizer que, a nível individual, a grande maioria das carteiras dos intermediários financeiros não conseguiu superar o desempenho do índice PSI-20, não se traduzindo essas recomendações numa valia para a generalidade dos investidores.

O potencial de valorização implícito nos preços-alvo emitidos sobre acções da *Euronext Lisbon* foi, em geral, elevado: mais de metade dos preços-alvo publicados sugeriam uma valorização potencial superior a 15%. Por outro lado, menos de um quinto dos preços-alvo reflectiam um potencial negativo, em consonância com a percentagem de recomendações de vender e de reduzir.

A mediana da variação dos preços-alvo foi de 0%. Porém, quando se divide o período de estudo tendo por referência o dia 19-01-2010, conclui-se que 60% dos preços-alvo emitidos após esse dia se traduzem numa variação negativa face ao preço-alvo anterior, o que reflecte um maior pessimismo dos analistas financeiros após essa data. Já a análise pelo sector e pela dimensão/liquidez do emitente revela uma variação negativa dos preços-alvo para a maioria das sociedades não pertencentes ao índice PSI-20 e para as do sector financeiro.

A concordância dos analistas financeiros em relação aos preços-alvo emitidos é menor quando o emitente-alvo pertence ao sector de infra-estruturas e telecomunicações ou ao sector financeiro. Os intermediários financeiros nacionais aproximam-se mais frequentemente do preço-alvo “médio” que os intermediários financeiros estrangeiros.

No que respeita aos desvios entre os preços-alvo e os preços de mercado verificados no término do horizonte temporal a que aqueles respeitavam, conclui-se que os preços-alvo emitidos para o final de Dezembro de 2009 foram, na sua maioria, atingidos, mas tal não aconteceu para os emitidos para o final de 2010, e para os preços-alvo emitidos a 12 meses. Em cerca de 18,2%, 43,5% e 13,8% dos relatórios, a diferença percentual entre o preço de mercado verificado no final do horizonte temporal e o preço-alvo foi inferior a 10% (em termos absolutos) para os horizontes temporais a 12 meses, para o final do ano de 2009 e para o final do ano de 2010, respectivamente. Conclui-se, assim, não só que a capacidade de acerto dos analistas financeiros é reduzida, mas igualmente que os intermediários financeiros denotaram maior capacidade de previsão nos preços-alvo emitidos para o final do ano de 2009, por contraposição com os preços-alvo emitidos a 12 meses e para o final do ano de 2010. Os desvios de previsão foram em geral mais pronunciados nas empresas do sector financeiro, pelo que, para estas empresas, as diferenças entre os preços de mercado verificados no final do horizonte temporal e os preços-alvo foram maiores.

Foram também analisadas as previsões de resultados por acção emitidas pelos intermediários financeiros nos seus relatórios de análise financeira. A Jerónimo Martins foi a empresa que motivou maior concordância entre os analistas financeiros, em contraste com o BES e a Portugal Telecom, onde se verificou o maior nível de divergência das previsões dos analistas financeiros. Por outro lado, o Deutsche Bank e o Santander IB foram os intermediários financeiros que menos se distanciaram do “ponto médio” das previsões dos analistas financeiros. A Caixa BI, a Fidentis e o Millenium IB apresentaram um nível de divergência mais elevado.

Por último, foram analisadas outras variáveis utilizadas nos modelos de avaliação de empresas dos analistas. Importa fundamentalmente averiguar os desvios/concordância dos analistas para os parâmetros fundamentais utilizados nos modelos de avaliação de cada uma das empresas estudadas. Num dos casos referidos no texto abaixo, os betas da EDP Renováveis e da Mota-Engil eram considerados defensivos por alguns analistas financeiros e agressivos por parte de outros. Já o grau de dispersão relativo da taxa de crescimento dos lucros na perpetuidade assumida pelos analistas financeiros foi superior na Galp Energia, na EDP e na Portugal Telecom, ao passo que na Semapa se verifica um elevado grau de homogeneidade das perspectivas de crescimento dos analistas. É ainda de referir o peso do crescimento futuro no valor teórico da EDP Renováveis (79,2%), dado que grande parte do seu valor está associados às perspectivas de crescimento futuro das suas actividades (e dos seus lucros).

#### **A Supervisão da CMVM sobre a Actividade de Research**

Dando continuidade ao trabalho desenvolvido até então, a CMVM estabeleceu, em Dezembro de 2009, a obrigatoriedade de envio de todos os relatórios de *research* sobre acções admitidas à negociação na *Euronext Lisbon*, por parte dos intermediários financeiros, analistas independentes e outras pessoas singulares, através da Instrução n.º2/2009. Através desta Instrução, a CMVM formalizou um procedimento que já era habitualmente seguido por parte da maioria dos intermediários financeiros que emitiam recomendações de investimento tendo por objecto acções admitidas à negociação em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral situado ou a funcionar em Portugal, uma vez que no ano anterior a CMVM já recebia relatórios de *research* provenientes de 29 intermediários financeiros (8 nacionais e 21 internacionais) numa base diária. A CMVM continuou a acompanhar regularmente a divulgação de recomendações de investimento, em particular no que respeita à qualidade da informação e à transparência, monitorizando ainda a sua divulgação em meios de comunicação social e a divulgação de potenciais conflitos de interesses entre o autor da recomendação ou a entidade com ele relacionada e a emitente sobre a qual é divulgada a recomendação.

Na âmbito da supervisão, e considerando a necessidade de a actividade de *research* obedecer a rigorosos critérios de qualificação profissional e éticos/deontológicos, concluiu-se ser necessário alterar o enquadramento legal, com a introdução de rigorosos padrões específicos através do Regulamento da CMVM n.º3/2010 (Deveres de Conduta e Qualificação Profissional dos Analistas). Este regulamento veio reformular as disposições normativas presentes no Regulamento da CMVM n.º2/2007, nomeadamente em matéria de análise financeira, fixando-lhes igualmente requisitos de idoneidade, deveres de conduta e qualificação profissional e princípios de actuação no sentido da protecção dos investidores e da eficiência do mercado.

A relevância das recomendações para as decisões de investimento ou de desinvestimento dos investidores qualificados e não qualificados e a sua ampla e crescente divulgação, nomeadamente

através dos meios de comunicação social, motivaram o reforço da actuação da CMVM nesta área, tendo sido alvo de supervisão vários jornais em versão papel e *online*, programas de televisão e de rádio onde eram veiculadas recomendações de investimento ao público que não cumpriam com o normativo previsto (artigo 12.º D – recomendações de terceiros) e com o Entendimento da CMVM sobre a aplicação do artigo 12.º D do CodVM.

Por fim, a CMVM dedicou ainda parte da sua actividade de supervisão a situações de publicação não autorizada de *research* em *websites* por parte de analistas independentes que não tinham registo prévio para exercer a actividade.

De 1 de Outubro de 2009 a 30 de Setembro de 2010, a CMVM identificou 760 novas recomendações de investimento sobre entidades emitentes admitidas à negociação na *Euronext Lisbon*. Para este cálculo, não estão a ser consideradas reiteraões da recomendação e do preço-alvo, uma vez que se considera que estas dizem respeito a recomendações já existentes.

Do total de 760 recomendações de investimento identificadas pela CMVM, cerca de 96% foram recebidas na CMVM por *email*, dizendo os restantes 4% respeito a alguns intermediários financeiros estrangeiros que no período em análise não estavam a remeter os relatórios de *research* à CMVM.

No período acima referido, a CMVM efectuou 733 análises sumárias, tendo por objecto os relatórios de *research* recebidos no período em causa e outros relatórios. Os relatórios diários (*Dailys*, *Morning Mails*) enviados pelos intermediários financeiros são também, em regra, objecto de uma análise sumária, mas não foram incluídos naquele número.

No último ano, a CMVM analisou de forma aprofundada 14 situações relacionadas com recomendações de investimento, que incluíram 45 relatórios de *research*, 6 *disclaimers* de relatórios de *research*, duas aplicações informáticas disponibilizadas por um jornal de cariz económico na qual eram difundidas notícias relacionadas com recomendações de investimento, 23 artigos de imprensa, 7 casos de prática de análise financeira não autorizada pela CMVM, três *websites* (analisados no âmbito dos casos de *research* não autorizado pela CMVM) e 6 vídeos disponibilizados *online* por jornais. Foi também efectuada uma análise aprofundada a uma lista de clientes disponibilizada por um intermediário financeiro estrangeiro.

### **Análise do cumprimento das recomendações da CMVM relativas à actividade de *research***

As recomendações da CMVM que incidem sobre a actividade de análise financeira têm como principais destinatários os intermediários financeiros e os outros analistas financeiros que produzem relatórios de *research*, os emitentes sobre quem recai a recomendação de investimento ou o preço-alvo, os jornalistas e os investidores. Assim, completados mais de 2 anos após a divulgação ao público em Agosto de 2008 das *Recomendações sobre relatórios de análise financeira (research) dirigidas a entidades emitentes, intermediários financeiros e outros analistas, jornalistas e investidores*, entendeu-se que era tempo de fazer um primeiro exercício de quantificação e análise do respectivo grau de cumprimento. Para o efeito, foram analisadas 116 notícias e os respectivos relatórios de *research*, *disclaimers* de relatórios de *research* de 6 dos principais intermediários financeiros nacionais mais relevantes nesta actividade e *websites* de 25 empresas cotadas portuguesas.

Entre os principais resultados obtidos conclui-se que o nível de cumprimento é em geral reduzido. Mesmo o mais cumpridor dos intermediários financeiros só respeita na íntegra 2 das 5 recomendações que lhes são dirigidas, o que se afigura manifestamente insuficiente.

Em matéria de cumprimento das recomendações dirigidas a jornalistas foram analisadas 116 notícias provenientes de três órgãos de comunicação social. Apenas três das recomendações avaliadas registaram um rácio de cumprimento superior a 50%, o que é manifestamente insuficiente, pelo que se depreende que há um longo caminho a percorrer neste âmbito por parte dos órgãos de comunicação social tendo em vista a adopção das melhores práticas. Julga-se ser especialmente desejável que cumpram mais frequentemente a recomendação para que noticiem a existência de conflitos de interesses, bem como a recomendação de que noticiem os limites inferiores e superiores do intervalo de preços-alvo e o respectivo horizonte temporal, e não se limitem à indicação do preço-alvo máximo ou da recomendação de investimento.

Quanto ao nível de adopção das recomendações direccionadas às entidades emitentes, as sociedades mais cumpridoras adoptaram 6 recomendações, e apenas era cumprida uma recomendação em dois casos. A nível das recomendações individuais analisadas, aquela em que o nível de cumprimento dos emitentes se afigura menos satisfatório (com um nível de cumprimento de apenas 48%), é aquela em que se sugere que os emitentes utilizem o seu site para dar a conhecer ao público em geral as reuniões e encontros que organizam com os seus analistas, incluindo a informação transmitida nas mesmas e, quando seja possível, transmitam em tempo real através do seu site essas reuniões e encontros. Saliente-se, porém, como muito negativo, o facto de a recomendação 12 (que indica que os emitentes se devem abster de nomear ou contratar técnicos que tenham estado envolvidos na cobertura da empresa nos últimos 2 anos) não ter sido seguida por duas empresas.

## 1. INTRODUÇÃO

Na sequência da publicação, em 2010, do primeiro Relatório Anual de Supervisão da Actividade de Análise Financeira, este documento analisa as recomendações de investimento emitidas sobre acções cotadas em Portugal no período compreendido entre 01-10-2009 e 30-09-2010. O documento está dividido em três partes. A primeira descreve a actividade de análise financeira em Portugal, a segunda resume a actividade de supervisão realizada pela CMVM nesta área e a terceira trata do cumprimento das recomendações da CMVM para a actividade de *research* dirigidas a intermediários financeiros e outros analistas, jornalistas e entidades emitentes.

O Relatório trata separadamente quatro das componentes principais da actividade de análise financeira: a emissão de recomendações de investimento, a divulgação de preços-alvo, as estimativas dos analistas financeiros em relação aos resultados por acção e os parâmetros fundamentais utilizados nos modelos de avaliação. Apenas as duas primeiras componentes tinham sido objecto de análise no relatório anterior, sendo agora essa análise alargada às previsões dos analistas financeiros em relação aos resultados por acção, à taxa de crescimento em perpetuidade das receitas/lucros das empresas-alvo de recomendação de investimento e ao custo de capital, variáveis fundamentais no apuramento do valor teórico das acções.

O primeiro subcapítulo trata a evolução temporal da produção de relatórios de análise financeira e da emissão de recomendações de investimento, e o concomitante grau de concentração da actividade ao nível dos intermediários financeiros e das empresas alvo de cobertura. Seguidamente estudam-se as tipologias de recomendações de investimento, bem como as alterações de recomendação. Os desvios verificados entre as recomendações emitidas são também analisados. Assim, é avaliada a dispersão das recomendações de investimento face a uma medida de «*consensus*», com o intuito de identificar os intermediários financeiros que mais se aproximam ou afastam do sentimento generalizado dos demais analistas financeiros (ou da média do mercado).

Alguns investidores são susceptíveis de ser influenciados pelas recomendações dos analistas. Embora não seja o principal intento deste relatório, foram simuladas carteiras de investimento formadas a partir das recomendações dos analistas (intermediários) financeiros. Este exercício permite comparar as rendibilidades das carteiras de investimento formadas a partir das recomendações dos analistas ao longo do período estudado.

O impacto da divulgação das recomendações de investimento nas cotações dos títulos também é estudado. Para isso foram calculadas as rendibilidades efectivas e anormais nos dois/cinco dias posteriores à emissão da recomendação. Numa fase ulterior, realizou-se a agregação das rendibilidades anormais e efectivas por tipo de recomendação, e concomitantemente, por intermediário financeiro e empresa. A metodologia utilizada, além de permitir verificar se o impacto das recomendações de compra é similar (simétrico) ao das recomendações de venda, permite apurar se é homogéneo quando se comparam as várias empresas alvo de análise e intermediários financeiros emitentes das recomendações de investimento.

A divulgação de preços-alvo é analisada no segundo subcapítulo, na vertente do potencial de valorização subjacente. Assim, analisa-se a concordância dos vários intermediários financeiros em relação a uma medida de «*consensus*» tendo em vista identificar os intermediários financeiros que mais se afastam do sentimento geral dos analistas financeiros, bem como os títulos em que se verifica menor concordância

dos analistas em relação ao respectivo desempenho futuro. Procede-se ainda ao confronto dos preços de mercado verificados no término dos horizontes temporais com os preços-alvo emitidos. Esta comparação permite i) averiguar a distribuição dos desvios e aferir a existência de uma assimetria/enviesamento sistemático dos desvios; ii) calcular a proporção de relatórios de análise financeira em que o preço-alvo é atingido no final do seu horizonte temporal; e iii) calcular o desvio médio das diferenças por intermediário financeiro e por título.

As estimativas dos resultados por acção das empresas são uma componente essencial no apuramento do seu valor teórico, razão pela qual se desenvolve este tema no presente relatório. Neste primeira abordagem, averiguou-se o nível de concordância dos diversos analistas financeiros em relação a essas estimativas. Em relatórios futuros espera-se também aferir a precisão das estimativas dos resultados por acção através do confronto dessas estimativas de resultados com os valores posteriormente reportados pelas empresas.

Por último, no quarto subcapítulo são analisados os valores dos elementos fundamentais para a avaliação das acções, os quais estão relacionados com a taxa de crescimento em perpetuidade das receitas/lucros e com o custo de capital. Procede-se aqui a uma análise descritiva destas variáveis por valor mobiliário, no sentido de aferir qual o «*consensus*» e qual o nível de concordância dos analistas financeiros.

Duas observações finais em relação à primeira parte do relatório. Em primeiro lugar, e à semelhança do Relatório Anual de Supervisão da Actividade de Análise Financeira de 2009, a análise recai apenas sobre relatórios financeiros identificados ou remetidos à CMVM pelos intermediários financeiros (que poderão não corresponder ao universo dos relatórios e recomendações emitidos por analistas e intermediários financeiros). Em segundo lugar, as categorias utilizadas pela maioria dos intermediários financeiros contemplam três ou cinco classes de recomendações e os termos utilizados divergem de intermediário para intermediário, tendo havido, assim, a necessidade de uniformizar a escala de recomendações dos diversos intermediários financeiros.

A segunda parte do documento trata a supervisão da actividade de análise financeira realizada pela CMVM. A supervisão foi reforçada no final de 2008, tendo a CMVM assumido como principal missão o combate à instrumentalização das recomendações de investimento para a prossecução de estratégias de manipulação de mercado ou para outros fins que não a emissão de uma opinião honesta e competente sobre o instrumento financeiro analisado.

A segunda parte do relatório divide-se em dois subcapítulos. Em primeiro lugar, caracteriza-se a actividade de supervisão realizada pela CMVM. Nesta caracterização aprofundam-se os temas do enquadramento jurídico, com realce para alguns aditamentos ao enquadramento jurídico vigente, das recomendações da CMVM para a actividade de análise financeira, e dos procedimentos e tipos de análise conduzidos no âmbito da supervisão ao *research*. No segundo subcapítulo são apresentados alguns dados estatísticos (número de recomendações identificadas e recebidas, esclarecimentos solicitados a intermediários financeiros, análises sumárias, pedidos de registo e de cancelamento de registo para exercício da actividade) e são dados alguns exemplos de análises aprofundadas conduzidas ao abrigo da supervisão desta actividade.

Finalmente, a terceira parte do relatório foca a análise do cumprimento das recomendações da CMVM no âmbito da actividade de análise financeira. Nesse exercício são consideradas as recomendações dirigidas aos intermediários financeiros e outros analistas financeiros, aos jornalistas/órgãos de

comunicação social e, por último, às entidades emitentes. Para o efeito foram seleccionadas e analisadas 116 notícias e os respectivos relatórios de *research*, *disclaimers* de relatórios de *research* de 6 dos intermediários financeiros nacionais mais relevantes nesta actividade e os sítios de internet de 25 sociedades cotadas portuguesas.

## 2. ANÁLISE DESCRITIVA DA ACTIVIDADE DE RESEARCH NO MERCADO PORTUGUÊS

### 2.1. RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO

#### 2.1.1. EVOLUÇÃO TEMPORAL DO NÚMERO DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO EMITIDAS

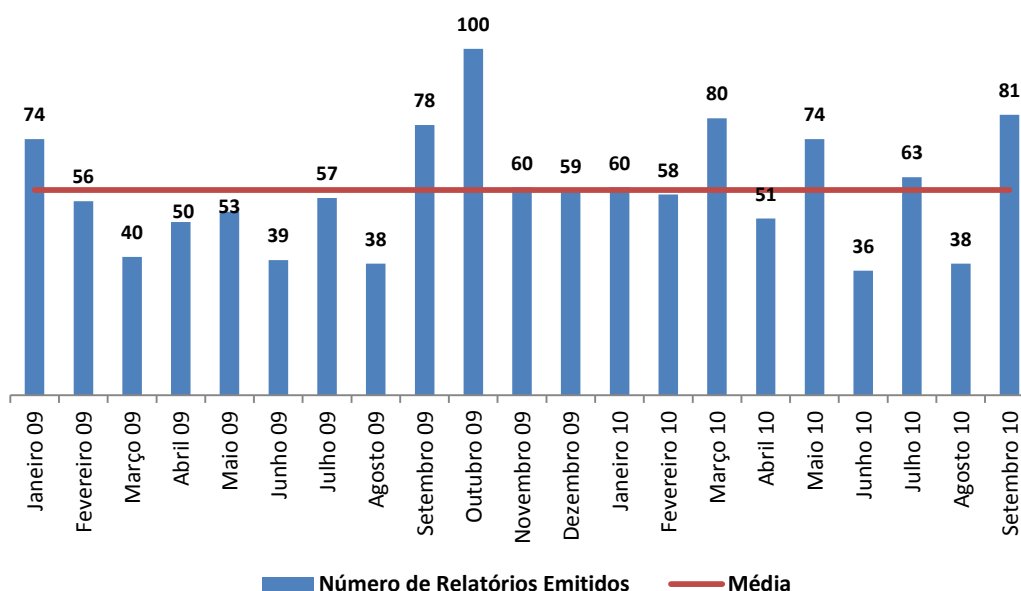
A base de dados usada para a produção deste relatório contém 760 registos para o horizonte temporal compreendido entre 01-10-2009 e 30-09-2010, correspondentes aos relatórios de análise financeira identificados pela CMVM neste período de 12 meses. A maior parte (707) das recomendações identificadas têm como objecto títulos para os quais a CMVM é a autoridade de supervisão relevante e 53 recaem sobre títulos não domiciliados em Portugal mas em regime de *dual-listing* (Banco Popular Espanhol e Banco Santander Central Hispano).

O

GRÁFICO 1 mostra a distribuição temporal das recomendações identificadas pela CMVM, constatando-se, à semelhança do ano transacto, alguma heterogeneidade na sua emissão. Os meses de Junho e de Agosto registaram um baixo número de recomendações emitidas por comparação com os restantes meses analisados. Por sua vez, nos meses de Setembro e de Outubro foi emitido um elevado número de recomendações. O confronto dos três primeiros trimestres de 2009 e de 2010 permite concluir pelo aumento do número de recomendações emitidas. Tal poderá encontrar justificação no aumento da tensão associada ao mercado de dívida soberana dos países do Sul da Europa (nos quais se inclui Portugal) e que poderá ter levado os analistas a reverem as suas recomendações em virtude dos

constrangimentos ao financiamento externo da economia portuguesa e do aumento dos custos de financiamento da generalidade das empresas que operam em Portugal.

GRÁFICO 1 – EVOLUÇÃO TEMPORAL DO NÚMERO DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO



### 2.1.2. DISTRIBUIÇÃO DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR TÍTULO E INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

A distribuição das recomendações de investimento pelas várias empresas cotadas na *Euronext Lisbon* fornece algumas indicações a respeito da concentração da cobertura dos analistas financeiros para as empresas cotadas em Portugal (Tabela 1). A Portugal Telecom foi o título que suscitou maior interesse por parte dos analistas (12,2%), seguida da EDP Renováveis (8,8%) e da Jerónimo Martins (7,8%). Os 12

títulos com maior cobertura representaram 68,7% do número total de relatórios de análise financeira identificados pela CMVM.

Em termos gerais, os resultados encontram-se bastante próximos dos obtidos para o período homólogo anterior, designadamente no que concerne aos três títulos mais representativos e ao nível de concentração dos 12 títulos com maior cobertura. Entre os três títulos com maior representatividade, o peso da Portugal Telecom foi o que mais aumentou (2,54 p.p.). Este crescimento está em larga medida associado à proposta de compra da Telefonica pela posição da Portugal Telecom na Vivo; os eventuais benefícios deste negócio para a Portugal Telecom foram alvo de um intenso escrutínio por parte de casas de investimento e de analistas financeiros.

Quanto à elaboração dos relatórios de análise financeira, o Millennium IB (16,8%), o BPI ER (13,4%) e o Espírito Santo ER (5,9%) foram os intermediários financeiros com maior número de relatórios identificados no período. Em conjunto, o peso destas três instituições situa-se nos 36,2%, o que revela um aumento do nível de concentração da actividade de *research* por comparação com o período homólogo (cerca de 31,7%). Destes resultados releva ainda assinalar que os três intermediários financeiros com maior peso na actividade de análise financeira sobre títulos negociados na *Euronext Lisbon* estão domiciliados em Portugal.

TABELA 1 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR EMPRESA E INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

Título	Nº de Relatórios	% do Total	Intermediário Financeiro	Nº de Relatórios	% do Total
Altri	23	3,0%	Banco Sabadell	9	1,2%
Banco BPI	21	2,8%	Banesto Bolsa	1	0,1%
Banco Popular	24	3,2%	BBVA	9	1,2%
Banif	8	1,1%	Bernstein	2	0,3%
BCP	27	3,6%	Banif BI	33	4,3%
BES	32	4,2%	Barclays	23	3,0%
Brisa	51	6,7%	BPI ER	102	13,4%
BSCH	29	3,8%	Berenberg Bank	1	0,1%
Cimpor	22	2,9%	Caixa BI	37	4,9%
Cofina	10	1,3%	Citigroup	34	4,5%
Corticeira Amorim	1	0,1%	Credit Suisse	21	2,8%
EDP	44	5,8%	Deutsche Bank	10	1,3%
EDP Ren.	67	8,8%	Equita	6	0,8%
Galp	44	5,8%	Esp. Santo ER	45	5,9%
Ibersol	6	0,8%	Fidentiis	44	5,8%
Impresa	10	1,3%	Goldman Sachs	25	3,3%
Inapa	3	0,4%	HSBC	10	1,3%
JM	59	7,8%	Ibersecurities	1	0,1%
Martifer	18	2,4%	ING	11	1,4%
Media Capital	2	0,3%	Exane	11	1,4%
Mota-Engil	25	3,3%	JP Morgan	11	1,4%
Novabase	8	1,1%	KBW	18	2,4%
Portucel	16	2,1%	Lisbon Brokers	6	0,8%

PT	93	12,2%	Macquarie	33	4,3%
Reditus	2	0,3%	Merrill Lynch	22	2,9%
REN	20	2,6%	Millennium IB	128	16,8%
SAG	2	0,3%	Morgan Stanley	14	1,8%
Semapa	9	1,2%	Natixis	19	2,5%
Soares da Costa	3	0,4%	Execution	7	0,9%
Sonae	15	2,0%	Nomura	13	1,7%
Sonae Capital	7	0,9%	Oddo & Cie	4	0,5%
Sonae Indústria	12	1,6%	Raymond James	1	0,1%
SonaeCom	16	2,1%	Santander IB	22	2,9%
Sumol+Compal	1	0,1%	SG	4	0,5%
Teixeira Duarte	3	0,4%	S&P	1	0,1%
ZON	27	3,6%	UBS	22	2,9%
<b>Total</b>	<b>760</b>	<b>100,0%</b>	<b>Total</b>	<b>760</b>	<b>100,0%</b>

Uma análise sectorial evidencia o peso do sector das Infra-estruturas/Telecomunicações (cerca de 51,2% se excluirmos as acções negociadas em regime de *dual-listing* - ver Tabela 2/Painel A). Por sua vez, o sector financeiro concentrou 18,6% do total de relatórios de análise financeira. Porém, se excluirmos as acções negociadas em regime de *dual-listing* esse peso diminui para 12,4%, em virtude de as acções com tais características integrarem na totalidade o sector financeiro.

Existe um efeito dimensão relevante na cobertura dos títulos por parte dos intermediários financeiros. O peso dos títulos que integram o índice PSI-20 atinge os 88,5% – ver Tabela 2/Painel B. Todas as empresas que integravam este índice no final de Setembro tinham sido objecto de cobertura pelos analistas financeiros. Pelo contrário, não foram identificadas recomendações de investimento sobre 9 sociedades não integrantes do PSI-20.

TABELA 2 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR SECTOR DE ACTIVIDADE E DIMENSÃO

	<b>Valores Mobiliários</b>	<b>Sector</b>	<b>N.º Relatórios</b>	<b>% do Total</b>
<b>Painel A</b>	Nacionais	Infra-estruturas/Telecomunicações	362	51,2%
		Sector Financeiro	88	12,4%
		Outros	257	36,4%
		<b>Total</b>	<b>707</b>	<b>100,0%</b>
	Estrangeiros	Sector Financeiro	53	100,0%
		<b>Total</b>	<b>53</b>	<b>100,0%</b>
<b>Painel B</b>			<b>N.º Relatórios</b>	<b>% do Total</b>
	PSI-20		626	88,5%
	Outros		81	11,5%
	<b>Total</b>		<b>707</b>	<b>100,0%</b>

Nota:

(1) No sector Infra-estruturas/Telecomunicações foram incluídas Portugal Telecom, Zon Multimédia, Sonaecom, EDP, EDP-R, REN, BRISA e Galp.

(2) No Painel B não foram considerados os títulos em *dual-listing*.

A tabela seguinte expõe a importância dos intermediários financeiros estrangeiros na actividade de análise financeira que incide sobre títulos cotados no mercado português. Ao cingir a análise aos títulos cuja autoridade de supervisão relevante é a CMVM, constata-se que o peso relativo destes intermediários atingiu 52,3% no período em análise.<sup>1</sup> No que concerne aos valores mobiliários em regime de *dual-listing* esse peso sobe para 73,6%, o que significa que foram emitidos por intermediários financeiros nacionais 14 relatórios de análise financeira sobre acções em *dual-listing* (isto é, sobre acções do Banco Popular Espanhol e do Banco Santander Central Hispano).

TABELA 3 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR NACIONALIDADE DO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

Valores Mobiliários	Intermediários Financeiros	N.º Relatórios	% do Total
Nacionais	Nacionais	337	47,7%
	Estrangeiros	370	52,3%
	Total	707	100,0%
Estrangeiros	Nacionais	14	26,4%
	Estrangeiros	39	73,6%
	Total	53	100,0%

### 2.1.3. TIPOLOGIAS DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO

A análise das tipologias de recomendação de investimento envolveu a uniformização das escalas utilizadas pelos diversos intermediários financeiros, tendo sido definidas três classes de recomendações: Vender/Reduzir, Manter e Acumular/Comprar. A primeira (Vender e Reduzir) aconselha a redução da exposição por parte dos investidores a um valor mobiliário, enquanto a última sugere um aumento dessa exposição.

A Tabela 4 mostra a estrutura das recomendações de investimento emitidas pelos analistas financeiros. É notório o desequilíbrio entre as recomendações de Comprar/Acumular e Vender/Reduzir. As recomendações de Vender/Reduzir representaram somente 13,6% do total das recomendações emitidas e as recomendações de Comprar/Acumular corresponderam a quase três em cada cinco das

<sup>1</sup> Esta percentagem poderá estar sub-avaliada em virtude do progressivo aumento da cobertura de intermediários financeiros estrangeiros na base de dados usada.

recomendações divulgadas no período em questão.<sup>2</sup> A comparação destes resultados com os obtidos para o período de 01-10-2008 a 30-09-2009 permite constatar um decréscimo da proporção de recomendações de Vender/Reduzir (em -3,7 p.p.) e um aumento da proporção de recomendações de Comprar/Acumular (em 0,1 p.p.).

O desequilíbrio entre os diversos tipos de recomendações foi evidente ao longo de todo o período analisado. Com excepção do mês de Outubro de 2009<sup>3</sup>, a proporção de recomendações de Comprar/Acumular excedeu sempre os 50%, tendo sido mais elevada em Abril, Maio e Agosto de 2010 (64,6%, 63,6% e 64,7% das recomendações emitidas, respectivamente).<sup>4</sup> Por seu turno, o peso das recomendações de Vender/Reduzir atingiu o valor mais elevado em Outubro de 2009 e Fevereiro de 2010 (22,2% e 22,6%, respectivamente) e o mais reduzido em Abril e Maio de 2010 (6,3% e 6,1%, respectivamente), período durante o qual o PSI-20 apresentou uma desvalorização acumulada de 13,6%.

TABELA 4 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A TIPOLOGIA

Valores Mobiliários	Recomendação		
	Vender/Reduzir	Manter	Acumular/Comprar
Nacionais	14,0%	28,2%	57,7%
Estrangeiros	7,5%	39,6%	52,8%
<b>Total</b>	<b>13,6%</b>	<b>29,0%</b>	<b>57,4%</b>

Nota: Foram apenas consideradas 751 recomendações.

Relativamente aos títulos alvo de recomendação, é de assinalar o optimismo dos analistas em alguns títulos do sector financeiro, designadamente o Banco Santander Central Hispano e o Banco Espírito Santo (72,4% e 71,9% das recomendações, respectivamente, foram de Comprar/Acumular). Nos dois casos as recomendações de Vender/Reduzir foram inferiores a 5% do total. Pelo contrário, o Banco BPI, o Banco Comercial Português e o Banco Popular foram os títulos que reuniram menor percentagem de recomendações de Comprar/Acumular. Estes três títulos foram os únicos em que o peso das recomendações de Comprar/Acumular foi inferior a um terço das recomendações sobre eles emitidas (23,8%, 25,9% e 29,2%, respectivamente). No que respeita a recomendações de Vender/Reduzir, os títulos mais expostos a esta tipologia de recomendações foram a Altri e a Zon Multimédia (26,1% e 25,9% das recomendações, respectivamente).

TABELA 5 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A TIPOLOGIA E EMPRESA-ALVO

	Vender/Reduzir	Manter	Acumular/Comprar
Altri	26,1%	26,1%	47,8%
Banco BPI	9,5%	66,7%	23,8%

<sup>2</sup> No âmbito desta análise foram consideradas apenas 751 recomendações, porquanto em 9 relatórios de análise financeira não foi emitida uma recomendação de investimento (o título pode encontrar-se “sob revisão”, por exemplo).

<sup>3</sup> Neste mês a proporção de recomendações de Comprar/Acumular foi de 44,4%.

<sup>4</sup> A mais elevada proporção de Comprar/Acumular ocorrida em Abril e Maio surge na sequência de uma desvalorização acumulada de 11,3% do índice PSI-20 nos meses de Janeiro e Fevereiro.

Banco Comercial Português	22,2%	51,9%	25,9%
Banco Espírito Santo	3,1%	25,0%	71,9%
Banco Popular	16,7%	54,2%	29,2%
Banco Santander Central Hispano	0,0%	27,6%	72,4%
Brisa	21,6%	11,8%	66,7%
Cimpor	5,0%	45,0%	50,0%
EDP	6,8%	25,0%	68,2%
EDP Renováveis	4,5%	31,3%	64,2%
Galp Energia	7,0%	30,2%	62,8%
Jerónimo Martins	11,9%	32,2%	55,9%
Mota-Engil	20,0%	16,0%	64,0%
Portugal Telecom	14,3%	31,9%	53,8%
REN	0,0%	30,0%	70,0%
Zon Multimédia	25,9%	22,2%	51,9%
Outros*	20,3%	20,9%	58,8%

\* Inclui as empresas alvo de 20 ou menos recomendações de investimento.

No que toca aos valores mobiliários para os quais a CMVM é a autoridade relevante, a distribuição das observações por sector de actividade indica que as empresas do sector financeiro foram as menos abrangidas por recomendações de Comprar/Acumular durante o período analisado. Já no sector de Infra-estruturas/Telecomunicações, as recomendações de Comprar/Acumular representaram um pouco mais de 6 em cada 10. Por seu turno, as recomendações de Vender/Reduzir incidiram sobretudo sobre as empresas não pertencentes ao sector financeiro. Comparando estes resultados com os obtidos para o período homólogo, é de sublinhar a redução de 24,2 p.p. do peso das recomendações de Vender/Reduzir relativas a títulos do sector financeiro, para os 10,2%.<sup>5</sup>

A segmentação dos valores mobiliários nacionais segundo a sua integração no índice PSI-20 revela algumas diferenças entre os dois grupos de empresas. Com efeito, a proporção de recomendações de compra sobre sociedades não pertencentes àquele índice ascendeu a 49,4% das recomendações emitidas sobre estas sociedades, inferior à das sociedades que integram o PSI-20 (58,8%). A diferença mais significativa reside no peso das recomendações de venda, que é manifestamente superior nas sociedades de menor dimensão e liquidez (diferença de 13,4 p.p.).

TABELA 6 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A TIPOLOGIA E SECTOR DE ACTIVIDADE/DIMENSÃO

Painel A	Valor Mobiliário	Sector	Recomendação		
			Vender/Reduzir	Manter	Acumular/Comprar
Nacionais		Infra-estruturas/Telecomunicações	12,0%	27,0%	61,0%
		Sector Financeiro	10,2%	47,7%	42,0%
		Outros	18,3%	23,1%	58,6%

<sup>5</sup> A esta situação não serão certamente alheios os bons resultados alcançados pelo sector financeiro nacional nos *stress tests*, que procuraram aferir a robustez financeira dos bancos europeus.

	Total		14,0%	28,2%	57,8%
Estrangeiros	Sector Financeiro		7,5%	39,6%	52,8%
	Total		7,5%	39,6%	52,8%
<b>Recomendação</b>					
<b>Painel B</b>	Valor Mobiliário		Vender/Reduzir	Manter	Acumular/Comprar
	Nacionais	PSI-20	12,6%	28,7%	58,8%
		Outros	26,0%	24,7%	49,4%
		Total	14,0%	28,2%	57,8%

Nota: No Painel B não foram considerados os títulos em *dual-listing*.

Na análise por intermediário financeiro para os valores mobiliários nacionais constata-se que o Santander IB, a Caixa BI e o Banif IB emitiram as maiores percentagens de recomendações de compra. O Barclays Capital, a Natixis Securities e o Credit Suisse, pelo contrário, aconselharam mais fortemente a redução da exposição a títulos nacionais (ver Tabela 7 – Painel A). O Citigroup e o Espírito Santo ER não emitiram qualquer recomendação de Vender/Reduzir sobre valores mobiliários para os quais a CMVM é a autoridade de supervisão relevante no período em análise.

TABELA 7 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A TIPOLOGIA E INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

		Vender/Reduzir	Manter	Acumular/Comprar
<b>Painel A – Valores Mobiliários Nacionais</b>	Banif BI	6,3%	18,8%	75,0%
	Barclays	39,1%	21,7%	39,1%
	BPI ER	11,3%	25,8%	62,9%
	Caixa BI	6,3%	9,4%	84,4%
	Citigroup	0,0%	34,8%	65,2%
	Credit Suisse	26,3%	10,5%	63,2%
	Espírito Santo ER	0,0%	39,0%	61,0%
	Fidentis Equities	4,5%	22,7%	72,7%
	Goldman Sachs	20,8%	29,2%	50,0%
	Macquarie	7,7%	57,7%	34,6%
	Merrill Lynch	15,8%	36,8%	47,4%
	Millennium IB	20,0%	24,8%	55,2%
	Natixis	38,9%	11,1%	50,0%
	Santander IB	4,8%	9,5%	85,7%
UBS	10,0%	55,0%	35,0%	
Outros*	16,4%	35,1%	48,5%	

\* Estão incluídos os intermediários financeiros que emitiram menos de 18 recomendações de investimento.

		Vender/Reduzir	Manter	Acumular/Comprar
<b>Painel B - Valores em Dual-Listing</b>	BPI ER	0,0%	20,0%	80,0%
	Caixa BI	0,0%	0,0%	100,0%
	Citigroup	9,1%	36,4%	54,5%
	Espírito Santo ER	0,0%	50,0%	50,0%
	KBW	0,0%	42,9%	57,1%
	Macquarie	0,0%	100,0%	0,0%
	Outros#	20,0%	26,7%	53,3%

# Estão incluídos os intermediários financeiros que emitiram menos de 4 recomendações de investimento.

Da análise efectuada também resulta a evidência do optimismo dos intermediários financeiros nacionais por comparação com os estrangeiros, tanto para os valores mobiliários nacionais como para os valores

cotados na bolsa portuguesa em regime de *dual-listing*. As recomendações de Comprar/Acumular representavam 63,0% das recomendações divulgadas pelos intermediários nacionais em relação a valores mobiliários nacionais. Comparando este resultado com o do período homólogo, constata-se, no entanto, uma redução em 13,3 p.p desta tipologia de recomendações. Por sua vez, as recomendações de Vender/Reduzir totalizaram 15,8% das recomendações emitidas por intermediários financeiros estrangeiros sobre valores mobiliários nacionais, percentagem superior aos 12,0% registados para os intermediários financeiros nacionais – ver Tabela 8.

TABELA 8 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A TIPOLOGIA E NACIONALIDADE DO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

Valor Mobiliário	Intermediário Financeiros	Recomendação		
		Vender/Reduzir	Manter	Acumular/Comprar
Nacionais	Nacionais	12,0%	25,0%	63,0%
	Estrangeiros	15,8%	31,1%	53,1%
	Total	14,0%	28,2%	57,8%
Estrangeiros	Nacionais	0,0%	21,4%	78,6%
	Estrangeiros	10,3%	46,2%	43,6%
	Total	7,5%	39,6%	52,8%

#### 2.1.4. ALTERAÇÕES DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO

Além da componente informativa das recomendações de investimento, alguns investidores conferem particular atenção aos sinais dados pelos analistas financeiros quando ocorrem alterações das recomendações de investimento. O primeiro semestre de 2010 foi marcado por alguma turbulência nos mercados obrigacionistas de dívida soberana, situação que teve impacto nos mercados accionistas. Não obstante, no período em análise não foram registadas alterações significativas nas recomendações emitidas pelos analistas financeiros, constatando-se, em qualquer dos títulos analisados, que a proporção de manutenção de recomendações superou os 50%. A título ilustrativo, nos casos da Brisa, do Banco Santander Central Hispano e da Zon Multimédia essa proporção foi igual ou superior a 80% das recomendações emitidas sobre estas empresas (Tabela 9).<sup>6</sup>

Os títulos que mais beneficiaram das novas recomendações foram a EDP Renováveis, o Banco Popular, a Portugal Telecom e o BCP, os quais registaram uma diferença positiva expressiva entre o peso dos «Upgrades» e dos «Downgrades». A Cimpor (-16,6 p.p.) e o BES (-7,2 p.p.) foram os títulos que menos beneficiaram com as novas recomendações.<sup>7</sup> É ainda de sublinhar que a proporção de «Downgrades» foi superior à de «Upgrades» em 7 sociedades, e a de «Upgrades» foi superior à de «Downgrades» noutras 7, o que, em termos gerais, indicia alguma indefinição em relação à tendência do mercado perspectivada pelos analistas financeiros.

<sup>6</sup> O «Downgrade» traduz-se numa variação negativa da recomendação (apelo a uma diminuição da exposição ao título por comparação com a recomendação anterior), enquanto o «Upgrade» corresponde a uma variação positiva da recomendação (apelo a um aumento da exposição ao título por comparação com a recomendação anterior).

<sup>7</sup> A Cimpor foi alvo de uma Oferta Pública de Aquisição (OPA), tendo alcançado uma elevada valorização no final de 2009. Esgotado o efeito da OPA, que levou os mercados a incorporar na cotação um prémio de aquisição hostil, os analistas financeiros passaram a desaconselhar a compra deste título.

TABELA 9 – ALTERAÇÕES DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR EMPRESA

	Downgrade	Upgrade
Altri	9,1%	13,6%
Banco BPI	22,2%	16,7%
BCP	18,2%	27,3%
BES	17,9%	10,7%
Banco Popular	4,3%	21,7%
BSCH	10,7%	7,1%
Brisa	9,1%	6,8%
Cimpor	33,3%	16,7%
EDP	7,7%	12,8%
EDP Ren.	4,8%	22,2%
Galp	12,2%	22,0%
JM	23,1%	19,2%
Mota-Engil	12,0%	12,0%
PT	10,7%	23,8%
REN	21,1%	21,1%
Zon	11,5%	7,7%
Outros*	12,6%	14,8%

\* Inclui as empresas alvo de 9 ou menos recomendações de investimento.

Nota: A proporção de relatórios de análise financeira em que se manteve a recomendação anteriormente emitida pelo intermediário financeiro pode ser obtida pela diferença entre 100% e a soma da proporção de «Downgrades» e «Upgrades».

Os intermediários financeiros com maior peso das manutenções de recomendação no total de recomendações divulgadas foram a Caixa BI, o Credit Suisse e a Natixis Securities – ver Tabela 10. O Millennium IB, a Merrill Lynch e o Banif BI foram os intermediários financeiros com maior proporção de recomendações que representam um «Upgrade» face às anteriormente emitidas. O Millennium IB e o Banif BI também apresentam das mais elevadas proporções de «Downgrades», não se podendo, portanto, associar estes intermediários financeiros a um aumento generalizado das expectativas da performance dos valores mobiliários nacionais. O Credit Suisse (à semelhança do que tinha sucedido no período homólogo) e a UBS não emitiram nenhum «Downgrade» de valores mobiliários nacionais.

TABELA 10 – ALTERAÇÕES DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

	Downgrade	Upgrade
Banif BI	17,9%	21,4%
Barclays	4,8%	14,3%
BPI ER	13,5%	11,5%
Caixa BI	4,8%	4,8%
Citigroup	15,0%	10,0%
Credit Suisse	0,0%	11,8%
Espírito Santo ER	16,2%	8,1%
Fidentiis	5,1%	20,5%
Goldman Sachs	16,7%	20,8%
Macquarie	15,8%	21,1%
Merrill Lynch	11,8%	23,5%
Millennium IB	21,1%	24,4%
Natixis	6,7%	6,7%

Santander IB	15,8%	10,5%
UBS	0,0%	15,8%
Outros*	11,6%	19,0%

\* Inclui os intermediários financeiros que emitiram menos de 15 recomendações de investimento.  
Nota: A proporção de relatórios de análise financeira em que se manteve a recomendação anteriormente emitida pelo intermediário financeiro pode ser obtida pela diferença entre 100% e a soma da proporção de «Downgrades» e «Upgrades».

O peso dos «Downgrades» foi manifestamente inferior no sector Infra-estruturas/Telecomunicações por comparação com os demais sectores analisados e o peso dos «Upgrades» foi superior ao dos «Downgrades» nos sectores financeiro e de Infra-estruturas/Telecomunicações. Por sua vez, os valores mobiliários nacionais apresentaram maior instabilidade nas recomendações por comparação com os valores mobiliários em regime de *dual-listing* analisados, registando um maior peso dos «Upgrades» e dos «Downgrades».

A repartição das empresas segundo a sua integração no índice PSI-20 mostra que as empresas de maior dimensão e liquidez obtiveram uma maior proporção de «manutenções». A menor percentagem de «manutenções» nas empresas não integrantes do PSI-20 poderá dever-se ao menor número de recomendações emitidas sobre estas empresas e o concomitante maior período de tempo que decorre entre cada duas recomendações sucessivas num período de forte instabilidade dos mercados financeiros. No caso destas empresas, o número de «Upgrades» foi inferior ao número de «Downgrades», ao passo que no grupo de valores mobiliários que integram o índice PSI-20 o peso dos «Upgrades» superou em 4,5 p.p. o peso dos «Downgrades» – ver Tabela 11 - Painel B. Estes resultados contrastam com os obtidos para o período 01-10-2008 a 30-09-2009 em que todas as categorias analisadas apresentavam um peso superior dos «Downgrades» por comparação com os «Upgrades».

TABELA 11 – ALTERAÇÕES DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR SECTOR DE ACTIVIDADE DA EMPRESA/DIMENSÃO

	Valores Mobiliários	Sector	Alteração da recomendação	
			Downgrade	Upgrade
<b>Painel A</b>	Nacionais	Infra-estruturas/Telecomunicações	9,7%	17,9%
		Sector Financeiro	17,1%	18,4%
		Outros	17,0%	15,2%
	Total	13,2%	17,0%	
Estrangeiros	Sector Financeiro	7,8%	13,7%	
	Total	7,8%	13,7%	
<b>Painel B</b>	Nacionais	PSI-20	12,2%	16,7%
		Outros	20,8%	19,4%
		Total	13,2%	17,0%

Nota 1: No Painel B não foram considerados os títulos em *dual-listing*.

Nota 2: A proporção de relatórios de análise financeira em que se manteve a recomendação anteriormente emitida pelo intermediário financeiro pode ser obtida pela diferença entre 100% e a soma da proporção de «Downgrades» e «Upgrades».

A análise segundo a nacionalidade do intermediário financeiro mostra que a proporção de «manutenções» de recomendação foi ligeiramente superior entre os intermediários financeiros estrangeiros. No que concerne aos valores mobiliários nacionais, registou-se uma melhoria das expectativas dos intermediários financeiros estrangeiros, já que os «Upgrades» superaram os «Downgrades» em 7,9 p.p.. Este comportamento contrasta com o dos intermediários financeiros nacionais em que se verificou uma percentagem superior de «Downgrades», à semelhança do verificado no período homólogo.

TABELA 12 – ALTERAÇÕES DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A NACIONALIDADE DO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

Valores Mobiliários	Intermediários Financeiros	Alteração da recomendação	
		Downgrade	Upgrade
Nacionais	Nacionais	17,2%	16,5%
	Estrangeiros	9,5%	17,4%
	Total	13,2%	17,0%
Estrangeiros	Nacionais	7,1%	21,4%
	Estrangeiros	8,1%	10,8%
	Total	7,8%	13,7%

Nota: A proporção de relatórios de análise financeira em que se manteve a recomendação anteriormente emitida pelo intermediário financeiro pode ser obtida pela diferença entre 100% e a soma da proporção de «Downgrades» e «Upgrades».

### 2.1.5. IMPACTO NAS COTAÇÕES

Nesta secção efectua-se uma análise do impacto imediato das recomendações de investimento sobre as cotações dos títulos. A divulgação de relatórios de análise financeira, e em especial as recomendações de investimento e os preços-alvo deles constantes, conduz frequentemente a variações anormais nas cotações. Em princípio, esse efeito não deveria ocorrer uma vez que se trata apenas de uma opinião de analistas sobre o instrumento financeiro analisado, suportada em informação que é pública. Porém, a divulgação de tais relatórios produz com frequência não despidianda efeitos nas cotações e nas transacções. Entre outros motivos, pode acontecer que a retirada de ilações de informação que, ainda que pública, obrigue a um grau de análise apenas ao alcance de especialistas. Muitos investidores (porventura os menos informados e sofisticados) acabam por seguir acriticamente as recomendações emitidas por entidades com elevada notoriedade pública.

Foram definidos dois horizontes temporais distintos para avaliar o impacto nas cotações: duas e 5 sessões de negociação após a data da divulgação do relatório de análise financeira.<sup>8</sup> Foram seguidas duas metodologias distintas para medir esse impacto nas cotações:

- i. variação percentual das cotações nos horizontes temporais definidos;
- ii. cálculo das rendibilidades anormais.

<sup>8</sup> O próprio dia de divulgação do relatório também foi incluído porque a generalidade dos relatórios são divulgados antes da abertura dos mercados, pelo que se trata de horizontes temporais de 3 e 6 dias.

No que respeita ao cálculo das rendibilidades anormais, a abordagem utilizada baseia-se na metodologia utilizada nos estudos de eventos. Em concreto, essa metodologia consistiu:

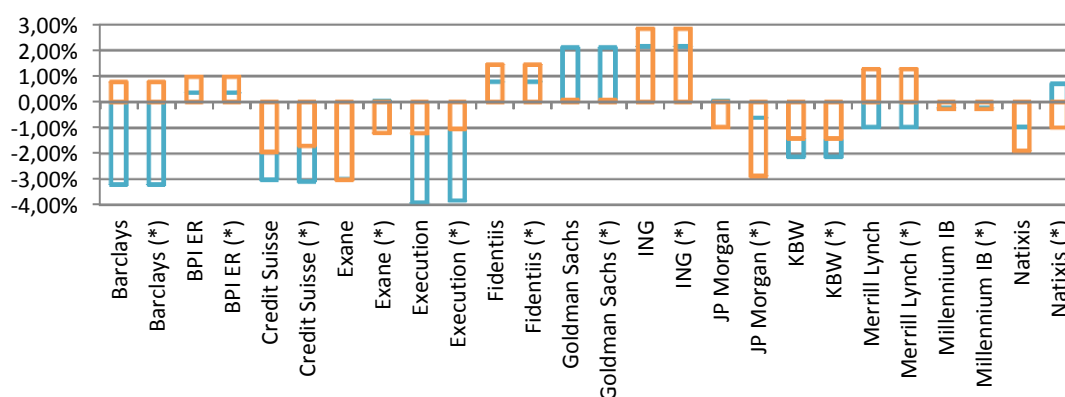
- i. na utilização de uma janela de estimação de 120 sessões de negociação. Esta janela corresponde ao período compreendido entre as 130 sessões de negociação antes da data de divulgação da recomendação e as 10 sessões de negociação anteriores a essa data;
- ii. na utilização do modelo de mercado para o computo das rendibilidades «normais» diárias;
- iii. no cálculo de rendibilidades «anormais» acumuladas para cada um dos horizontes temporais considerados.

A análise assume, numa primeira variante, a ausência de outros eventos que possam ter tido impacto sobre as cotações, além das recomendações de investimento. Numa segunda variante, procedeu-se do seguinte modo. Foram identificadas as datas de divulgação de comunicações de informação privilegiada (factos relevantes, prestação de contas, aumentos de capital, entre outros) e foram eliminadas dos cálculos as recomendações de investimento relativamente às quais tenha havido divulgação de pelo menos uma comunicação de informação privilegiada no período de 5 dias de negociação centrados no dia de divulgação da recomendação de investimento. A ideia subjacente é a de assegurar que eventuais impactos das recomendações de investimento nos preços tenham resultado exclusivamente da divulgação dessas recomendações e não de quaisquer outros eventos. Nos gráficos seguintes encontram-se assinalados com asterisco (\*) os resultados obtidos com esta metodologia alternativa.

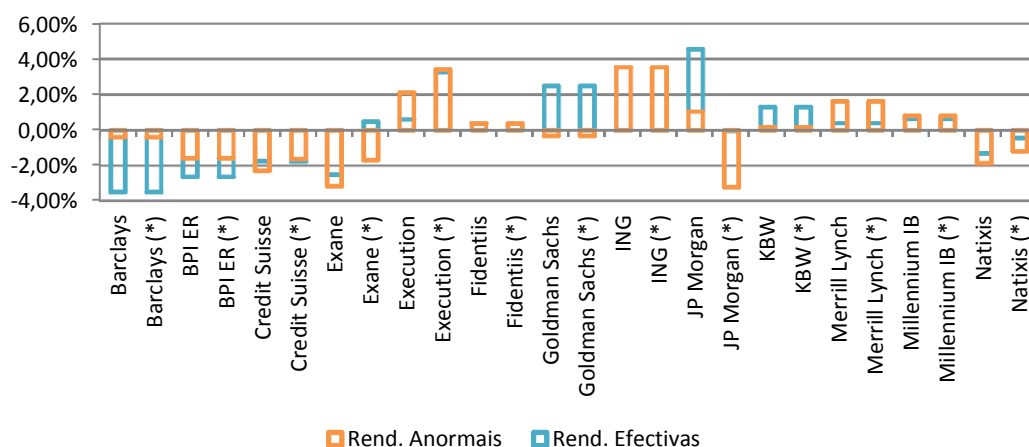
A análise do impacto das recomendações de investimento nas cotações incide sobre dois vectores distintos: intermediários financeiros e empresas. O propósito é averiguar se a influência nas cotações difere entre os vários intermediários financeiros e ainda se todos os títulos são igualmente passíveis de ser influenciados pelas recomendações de investimento. Assim, é efectuada a agregação das rendibilidades efectivas e anormais por tipo de recomendação (Compra e Venda) e por intermediário financeiro ou empresa.

GRÁFICO 2 – IMPACTO DA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES DE VENDA NAS COTAÇÕES (INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS)

PAINEL A – HORIZONTE TEMPORAL DE 3 DIAS



PAINEL B – HORIZONTE TEMPORAL DE 6 DIAS



Nota: Apenas foram incluídos os intermediários financeiros que emitiram 3 ou mais recomendações de venda. Quer neste gráfico, quer em gráficos subsequentes, o número de intermediários financeiros (ou emitentes) considerados varia consoante se tratar de recomendações de compra ou de venda, e do muito diferente número de recomendações de cada tipo.

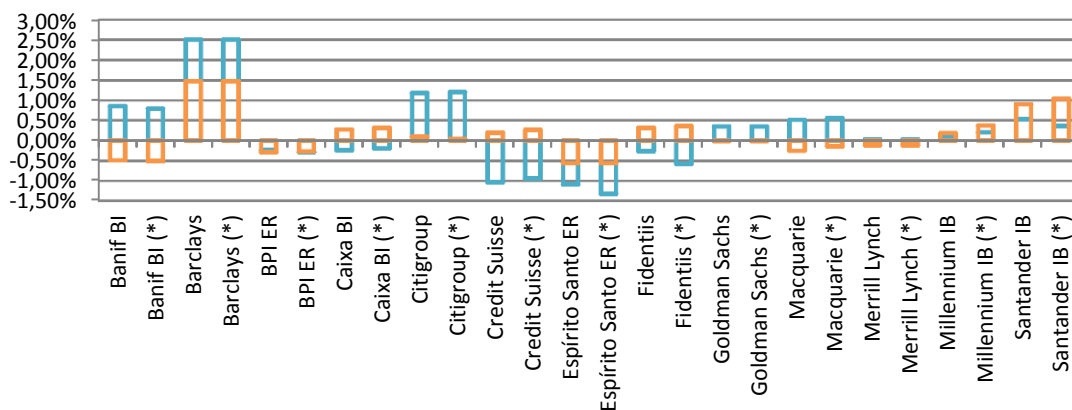
Relativamente ao primeiro horizonte temporal considerado – entre a divulgação da recomendação e o final do segundo dia subsequente – apurou-se que a influência da emissão das recomendações de venda difere entre os vários intermediários financeiros. É também diferente para rendibilidades anormais ou efectivas (Gráfico 2 – Painel A). O impacto mais negativo adveio das recomendações de venda emitidas pela Exane BNP Paribas (rendibilidades anormais de -3,03% e rendibilidades efectivas de -3,00%), Credit Suisse (rendibilidades anormais de -1,94% e efectivas de -3,01%), KBW (rendibilidades anormais de -1,41% e rendibilidades efectivas de -2,13%) e Execution (rendibilidades anormais de -1,21% e rendibilidades efectivas de -3,91%). Estes resultados contrastam com os obtidos para o período homólogo, porquanto nenhum destes intermediários financeiros apresentava um impacto negativo relevante nas cotações nesse período. Também no caso da JP Morgan se assistiu a um impacto negativo deste tipo de recomendações, particularmente no caso da divulgação de recomendações de investimento que não ocorre em simultâneo ou na proximidade da divulgação de factos relevantes.

Se, ao invés, for considerado o período entre a data de divulgação e o final do quinto dia subsequente (Gráfico 2 – Painel B), verifica-se que o impacto mais negativo adveio das recomendações de venda emitidas pela Exane BNP Paribas (rendibilidades anormais de -3,17% e efectivas de -2,52%), Natixis Securitix (rendibilidades anormais de -1,88% e efectivas de -1,33%), Credit Suisse (rendibilidades anormais de -2,30% e efectivas de -1,75%), BPI ER (rendibilidades anormais de -1,58% e efectivas de -2,65%) e Barclays Capital (rendibilidades anormais de -0,41% e efectivas de -3,51%). No caso da JP Morgan mantêm-se as conclusões referidas no parágrafo anterior.

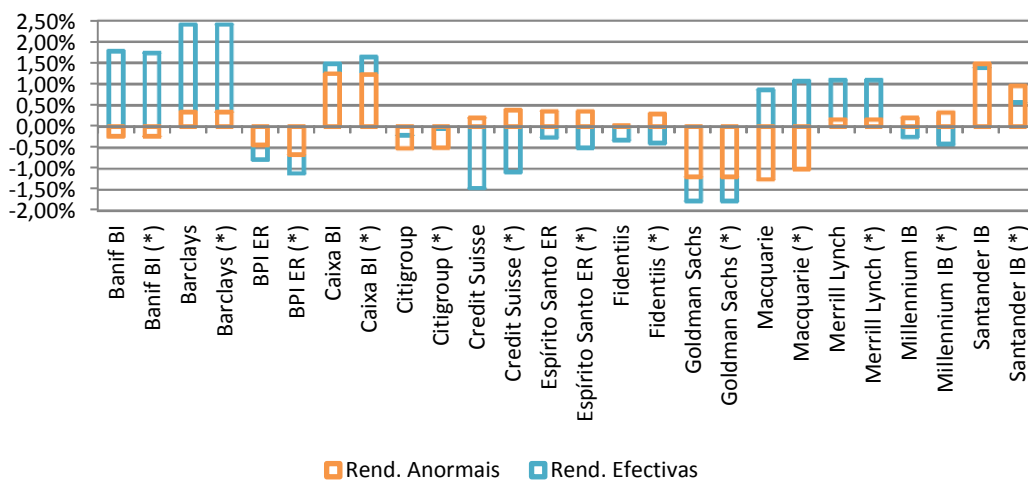
Relativamente às recomendações de compra, os resultados apontam para um impacto meramente residual deste tipo de recomendações. Com efeito, constata-se que para o horizonte temporal mais curto (Gráfico 3 – Painel A), apenas dois dos intermediários financeiros analisados (Barclays Capital e Santander IB) apresentam, em média, rendibilidades anormais positivas superiores a 1%. No período homólogo as recomendações de compra destes dois intermediários financeiros também estavam associadas a rendibilidades anormais positivas superiores a 1%.

GRÁFICO 3 – IMPACTO DA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES DE COMPRA NAS COTAÇÕES – HORIZONTE TEMPORAL DE 3 DIAS (INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS)

PAINEL A – HORIZONTE TEMPORAL DE 3 DIAS



PAINEL B – HORIZONTE TEMPORAL DE 6 DIAS



Nota: Apenas foram incluídos os intermediários financeiros que emitiram 10 ou mais recomendações de compra.

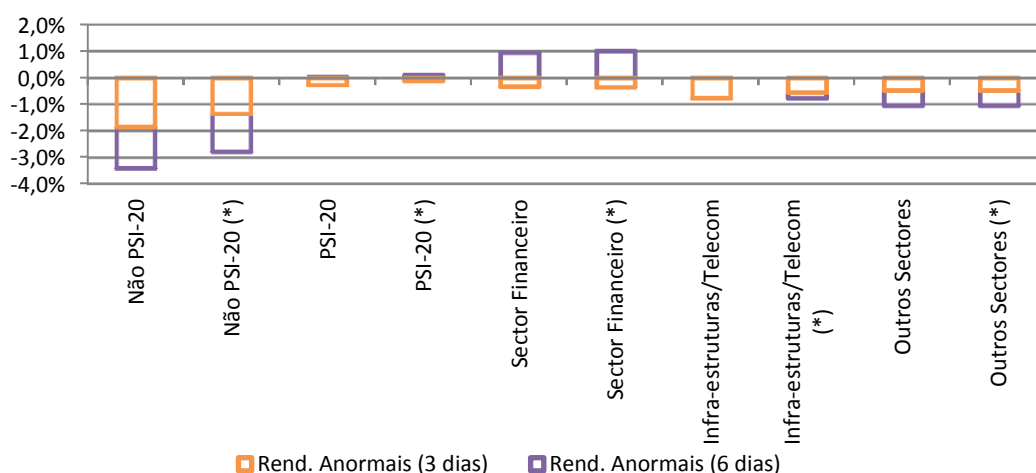
No caso do horizonte temporal mais dilatado (Gráfico 3 – Painel B), apenas a Caixa BI e o Santander IB emitiram recomendações de Comprar/Acumular com impacto anormal nas cotações próximo ou superior a 1%, havendo ainda situações (Barclays Capital, Banif IB, Caixa BI, Merryl Lynch e Santander IB) de rendibilidades efectivas médias superiores a 1%. Estes resultados divergem dos encontrados para o

período homólogo, porquanto dos intermediários financeiros atrás mencionados apenas o Santander IB emitiu recomendações associadas a rendibilidades anormais ou efectivas não negligenciáveis.

A análise por empresa revela que as sociedades que não integram o PSI-20 foram em média mais influenciadas pela emissão de recomendações de venda em ambos os horizontes temporais –

Gráfico 4. Uma explicação para esta diferença de resultados poderá residir no facto de a cobertura das sociedades de maior dimensão e liquidez ser superior à das demais empresas, pelo que a menor frequência dos relatórios que recaem sobre as empresas que não integram o índice levará a que lhes seja atribuída uma maior relevância. Estes resultados contrastam com os obtidos para o período compreendido entre 01-10-2008 e 30-09-2009, em que se apurou que as sociedades que integram o PSI-20 eram em média mais influenciadas pela emissão de recomendações de venda num horizonte temporal de 3 dias. Em termos do sector de actividade, o impacto das recomendações de venda foi superior nas empresas não financeiras.

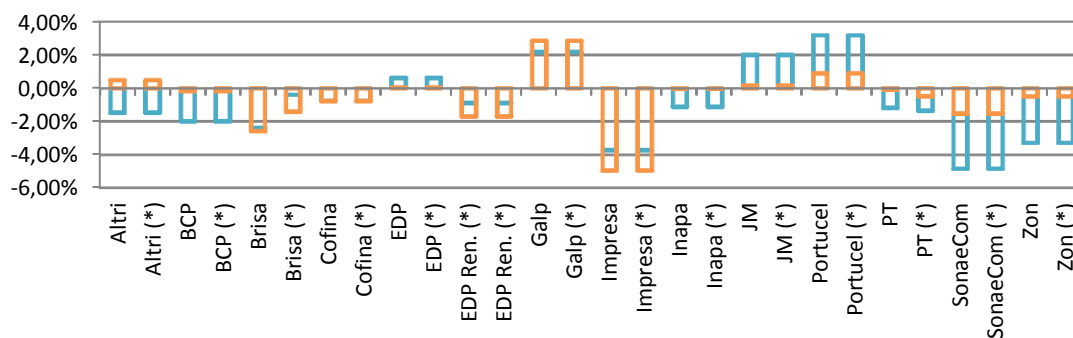
GRÁFICO 4 – IMPACTO DA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES DE VENDA NAS COTAÇÕES – HORIZONTE TEMPORAL DE 3 E DE 6 DIAS (DIMENSÃO/SECTOR DE ACTIVIDADE)



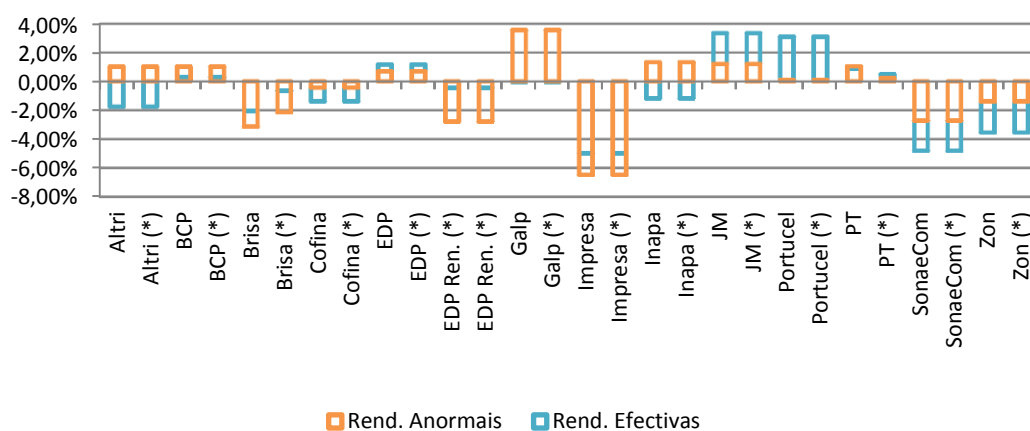
Os títulos com maior sensibilidade às recomendações de venda (Gráfico 5) foram a Impresa, a Brisa e a SonaeCom, mas o mercado não parece valorizar as recomendações de venda emitidas sobre algumas sociedades. Assim, 5 (8) das sociedades apresentam rendibilidades anormais acumuladas positivas (embora nalguns casos pouco relevantes) no período de três (seis) dias após a divulgação das recomendações de venda sobre si emitidas.

GRÁFICO 5 – IMPACTO DA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES DE VENDA NAS COTAÇÕES (EMPRESAS)

PAINEL A – HORIZONTE TEMPORAL DE 3 DIAS



PAINEL B – HORIZONTE TEMPORAL DE 6 DIAS (EMPRESAS)



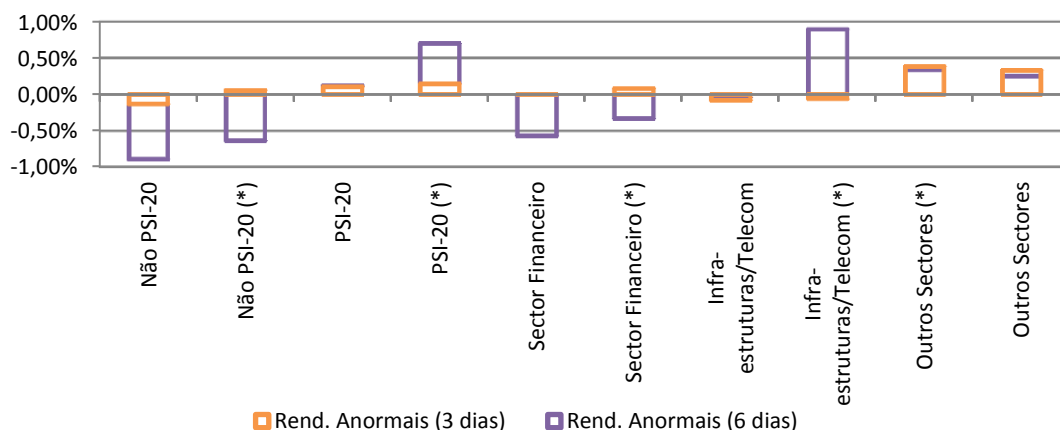
■ Rend. Anormais ■ Rend. Efectivas

Nota: Apenas foram incluídas as empresas alvo de 3 ou mais recomendações de venda.

Os resultados obtidos para as recomendações de compra são menos robustos, exibindo diferenças relevantes consoante se retirem ou não aquelas que têm associadas datas em que foram divulgados factos relevantes. No entanto, o impacto das recomendações de compra é inferior a 1%, quer nas sociedades que integram o PSI-20, quer nas de menor dimensão e liquidez. A análise sectorial revela que o impacto das recomendações de compra nas sociedades pertencentes aos “Outros Sectores” é positivo, embora negligenciável (isto é, inferior a 0,5%).

Estes resultados são diferentes dos obtidos para o período homólogo. Assim, tinha sido anteriormente concluído que o impacto das recomendações de compra era positivo, em particular para o horizonte temporal mais curto e para as empresas financeiras, mas no período agora analisado a sua influência parece ter sido negligenciável.

GRÁFICO 6 – IMPACTO DA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES DE COMPRA NAS COTAÇÕES – HORIZONTE TEMPORAL DE 3 E DE 6 DIAS (DIMENSÃO/SECTOR DE ACTIVIDADE)

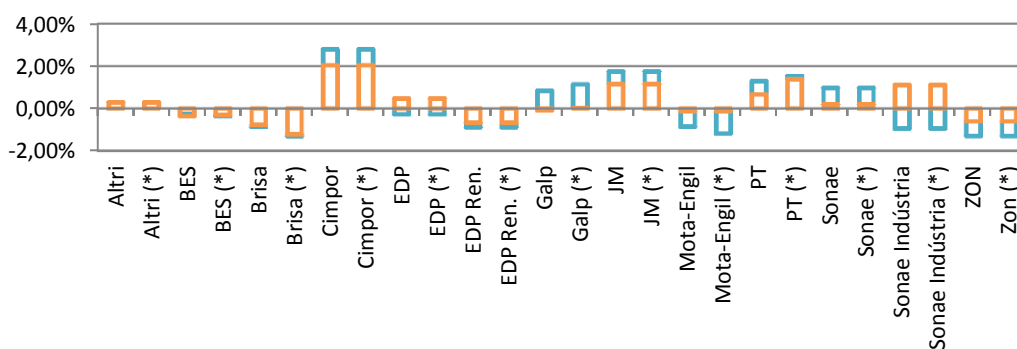


Este conjunto de resultados não é homogéneo para todas as empresas. Para ambos os horizontes temporais, os impactos positivos de maior magnitude foram provenientes das recomendações de investimento emitidas sobre a Cimpor, a Jerónimo Martins e a Portugal Telecom (Gráfico 7). Refira-se, contudo, que a Cimpor foi alvo de OPA, pelo que os prémios de aquisição oferecidos pelos compradores (e posteriores revisões de preços) foram determinantes para os resultados atrás enunciados. Também foi lançada uma proposta de compra sobre uma sociedade participada pela Portugal Telecom.<sup>9</sup> O preço oferecido pela adquirente foi objecto de várias revisões, o que contribuiu para melhorar a performance bolsista desta sociedade.

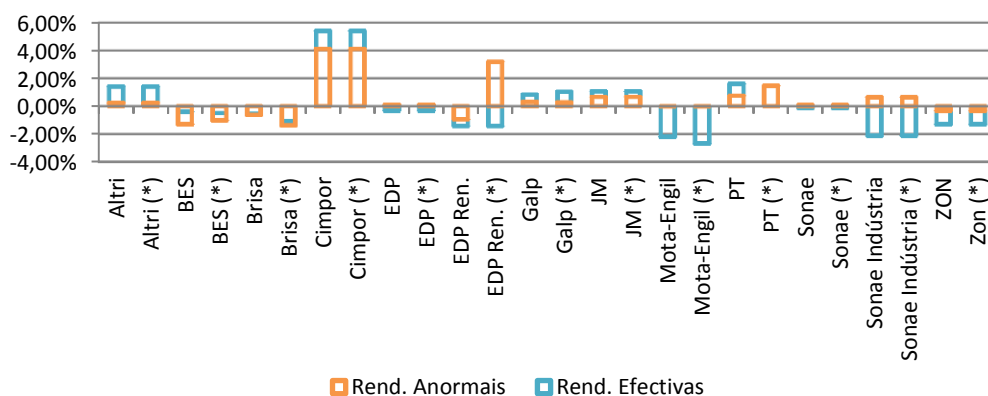
À semelhança do que sucede com as recomendações de venda, há situações em que o mercado parece não ter valorizado as recomendações de compra. Foram os casos da Brisa, BES, Mota-Engil, e Zon Multimédia, onde os retornos anormais acumulados nos três e 6 dias após a divulgação das recomendações de compra sobre si emitidos foram negativos.

GRÁFICO 7 – IMPACTO DA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES DE COMPRAS NAS COTAÇÕES (EMPRESAS)  
PAINEL A – HORIZONTE TEMPORAL DE 3 DIAS

<sup>9</sup> Proposta de compra efectuada pela Telefonica sobre a Vivo.



PAINEL B – HORIZONTE TEMPORAL DE 6 DIAS



Nota: Apenas foram incluídas as empresas alvo de 11 ou mais recomendações de compra.

### 2.1.6. DISPERSÃO DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO FACE A UMA MEDIDA DE CONSENSUS POR TÍTULO E CASA DE INVESTIMENTO

Nesta secção procura averiguar-se quais os intermediários/analistas financeiros que mais se afastam da “média” das estimativas dos seus pares. O «consensus» é definido como a média de todas as recomendações<sup>10</sup> sobre o emitente em causa divulgadas nos 30 dias anteriores à divulgação de cada relatório de análise financeira (excluindo-se os divulgados pelo próprio intermediário financeiro).<sup>11</sup>

A Tabela 13 mostra a posição das casas de investimento em relação ao «consensus». Os intermediários financeiros que emitiram recomendações acima do «consensus» com maior frequência são o Espírito

<sup>10</sup> Para apurar esta “média” foi construída uma escala ordinal numérica entre 1 e 3. Assim, às recomendações de Vender e Reduzir foi associado o valor 1. Às recomendações de Manter e Acumular/Comprar correspondem os valores 2 e 3, respectivamente.

<sup>11</sup> Foi usada a média das três mais recentes recomendações divulgadas nos 30 dias anteriores à divulgação do relatório.

Santo ER, a Fidentiis Equities, o Citigroup e o BPI ER. Em sentido contrário, a ING, a Macquarie e o Exane BNP Paribas posicionaram-se abaixo do «consensus» com maior frequência.

O confronto destes resultados com os obtidos para o período homólogo permite concluir pela inversão das expectativas da Fidentiis. No período 01-10-2008 a 30-09-2009, cerca de 80,0% das recomendações deste intermediário financeiro tinham-se situado abaixo do «consensus», mas no período mais recente essa percentagem foi de apenas 18,5%.

TABELA 13 – SENTIDO DAS RECOMENDAÇÕES E CONSENSUS

	Abaixo do <i>Consensus</i>	Acima do <i>Consensus</i>
Banif BI	23,1%	69,2%
Barclays	40,0%	53,3%
BPI ER	20,7%	72,4%
Caixa BI	10,0%	60,0%
Citigroup	18,8%	75,0%
Credit Suisse	30,8%	61,5%
Espírito Santo ER	15,4%	84,6%
Exane	50,0%	50,0%
Fidentiis	18,5%	77,8%
Goldman Sachs	38,5%	53,8%
ING	63,6%	36,4%
Macquarie	50,0%	42,9%
Merrill Lynch	40,0%	53,3%
Millennium IB	46,2%	48,1%
Natixis	43,8%	50,0%
Outros*	50,6%	43,8%

\*Inclui os intermediários financeiros que emitiram menos de 10 recomendações de investimento.

Nota: A proporção de relatórios de análise financeira em que a recomendação emitida pelo intermediário financeiro iguala o «consensus» de mercado pode ser obtida pela diferença entre 100% e a soma da proporção de recomendações acima e abaixo do «consensus».

O nível de dispersão das recomendações de investimento é avaliado através do *Root Mean Square Error* (RMSE). Este indicador é calculado a partir do quadrado da diferença percentual entre a recomendação de investimento ( $R_i$ ) e o «consensus», ou seja,

$$RMSE = \sqrt{\sum_{i=1}^N \frac{1}{N-1} \left( \frac{R_i - Consensus_i}{Consensus_i} \right)^2}$$

A análise por título (Tabela 14) revela que a empresa em que se verificou maior concordância entre os diversos analistas durante o período em análise foi o Banco BPI, com RMSE de 16,6%. Em sentido oposto, a Altri e a Martifer foram os títulos com maior discordância das recomendações de investimento.

TABELA 14 – DISPERSÃO DO SENTIDO DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR EMPRESA

Emitente	RMSE
Altri	77,5%
Banco BPI	16,6%
BCP	30,2%
BES	26,6%
Brisa	41,9%
Cimpor	26,7%
EDP	36,8%
EDP Ren.	24,3%
Galp	27,4%
JM	33,3%
Martifer	57,5%
PT	34,5%
Zon	37,4%

Nota: Apenas estão incluídas as empresas alvo com pelo menos 5 recomendações de investimento.

Em termos do sector de actividade dos emitentes, a dispersão do sentido das recomendações nas empresas pertencentes ao sector financeiro (RMSE=24,2%) foi inferior à das demais, quer sejam empresas de infra-estruturas e telecomunicações (RMSE=32,8%), quer sejam as outras empresas (RMSE=42,6%). Estes resultados são diferentes dos obtidos para o período homólogo, em que o sector financeiro registava o menor índice de concordância dos analistas no que concerne à performance bolsista futura. O facto de o último trimestre de 2008 e o primeiro semestre de 2009 terem sido marcados pela crise financeira e por algumas dúvidas acerca da solvabilidade de algumas instituições bancárias europeias (algo que não ocorreu de uma forma tão premente no ano de 2010) e a divulgação dos resultados dos *stress tests* efectuados ao sector financeiro contribuirão certamente para explicar esta maior concordância.

No que se refere à dimensão das empresas constata-se, que as empresas que integram o PSI-20 apresentam um RMSE manifestamente inferior. Os analistas financeiros parecem, pois, concordar mais entre si quando se trata de empresas de maior dimensão e liquidez, o que poderá estar associado ao maior número de analistas que efectuam cobertura sobre estas empresas.

A análise individual por intermediário financeiro permite identificar aqueles que mais se afastam do «*consensus*». A Fidentis Equities, o Exane BNP Paribas e a Natixis Securities revelaram maior discordância face ao «*consensus*» e a Macquarie, o Citigroup e o BPI ER registaram os RMSE mais reduzidos no período em análise.

TABELA 15 – DISPERSÃO DO SENTIDO DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

	RMSE
Banif BI	30,0%
Barclays	37,6%
BPI ER	28,7%
Caixa BI	30,0%
Citigroup	26,6%
Credit Suisse	33,7%
Espírito Santo ER	33,2%

Exane	41,7%
Fidentiis	49,1%
Goldman Sachs	33,8%
ING	36,8%
Macquarie	18,4%
Merrill Lynch	30,7%
Millennium IB	39,0%
Natixis	41,0%
Outros*	33,7%

\* Inclui os intermediários financeiros que emitiram menos de 10 recomendações de investimento.

No período homólogo verificou-se que o RMSE dos intermediários financeiros estrangeiros se encontrava ligeiramente abaixo do dos intermediários financeiros nacionais, algo que não sucede no horizonte temporal agora estudado. Mais concretamente, no período agora analisado o RMSE foi de 33,7% para os intermediários financeiros nacionais e de 35,1% para os estrangeiros.

#### 2.1.7. PERFORMANCE A MÉDIO PRAZO DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO

A avaliação do desempenho dos títulos recomendados pelos analistas financeiros é efectuada a partir da criação de carteiras de títulos para cada um dos intermediários financeiros, sendo essas carteiras rebalanceadas de acordo com as respectivas recomendações de investimento. A metodologia usada assenta nos seguintes pressupostos:

- 1- a avaliação da performance da casa de investimento é realizada para o período compreendido entre 01-10-2009 e 30-09-2010;
- 2- a 01-10-2009 é atribuído por cada intermediário financeiro um montante de investimento inicial de 100.000 Euro;
- 3- esse montante é investido numa carteira representativa do índice PSI-20;
- 4- no dia em que o intermediário financeiro emite uma recomendação de investimento é feito um reajustamento da sua carteira. Esse reajustamento obedece às seguintes regras:
  - i. uma recomendação de comprar/acumular sobre um título irá resultar num aumento de 50% da exposição a esse título. Em termos absolutos, porém, esse aumento estará limitado a 20.000 Euro. Para financiar o aumento de exposição ao título alvo da recomendação de comprar (acumular), será reduzida a exposição aos outros títulos que compõem a carteira de investimento (essa redução será proporcional ao peso que representam na carteira);
  - ii. uma recomendação de vender/reduzir sobre um título irá provocar uma diminuição em 50% da exposição a esse título. A redução dessa exposição estará limitada a 20.000 Euro. O montante resultante da redução de exposição ao título alvo de recomendação de

vender/reduzir será aplicado nos demais títulos que compõem a carteira (a aplicação será proporcional ao peso que detêm na carteira);

5- a 30-09-2010 apura-se o valor das carteiras dos diversos intermediários financeiros e calcula-se a sua rentabilidade a um ano (isto é, entre 01-10-2009 e 30-09-2010);<sup>12</sup>

6- adicionalmente, calcula-se o valor da carteira considerando o pagamento de comissões de corretagem aquando do reajustamento da carteira.<sup>13</sup>

A Tabela 16 mostra o valor das carteiras a 30-09-2010. Todos os intermediários financeiros viram a sua carteira perder valores que variam entre -5,11% e -23,60%, sendo a média de desvalorização de todos os intermediários financeiros igual a -14,05% (comissões de corretagem não consideradas). Quer se considerem ou não as comissões de corretagem, o Banif BI apresenta a carteira com a menor desvalorização; a carteira do BPI ER tem a maior desvalorização.

O índice PSI-20 TR teve uma desvalorização de -7,61% no período considerado, pelo que apenas as carteiras do Banif BI e da Fidentis Equities obtiveram um retorno superior ao deste índice. Sucede, no entanto, que a carteira do PSI-20 foi objecto de recomposição durante o período em análise. Caso não tivesse ocorrido essa recomposição, a sua variação teria sido de -8,35%. A comparação das rentabilidades obtidas pelas carteiras dos diversos intermediários financeiros deverá ser realizada com a da carteira do PSI-20, assumindo que a composição deste índice não se altera no período em estudo. Não se verificam, porém, alterações significativas nos resultados: apenas as duas carteiras indicadas obtiveram rentabilidades superiores à da carteira (estática) que replica o índice PSI-20.

TABELA 16 – VALOR E RENDIBILIDADE DAS CARTEIRAS FORMADAS A PARTIR DAS RECOMENDAÇÕES DOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS

	Valor da Carteira a 30-09-2010	Var (%)	Valor da Carteira a 30-09-2010 (deduzido de comissões)	Var (%) (deduzido de comissões)
Banif BI	94.886,62	-5,11%	94.759,07	-5,24%
BPI ER	76.399,01	-23,60%	75.737,84	-24,26%
Caixa BI	85.952,20	-14,05%	85.781,18	-14,22%
Citigroup	83.126,10	-16,87%	82.917,62	-17,08%
Credit Suisse	86.548,28	-13,45%	86.227,65	-13,77%
Espírito Santo ER	85.016,95	-14,98%	84.812,51	-15,19%
Fidentiis	93.627,71	-6,37%	93.079,25	-6,92%
Macquarie	86.109,01	-13,89%	85.934,05	-14,07%
Merrill Lynch	82.530,95	-17,47%	82.418,82	-17,58%
Millennium IB	85.309,90	-14,69%	84.921,41	-15,08%

Nota: Apenas foram incluídos os 10 intermediários financeiros (5 nacionais e 5 estrangeiros) que emitiram mais recomendações de investimento no período em estudo (excluíram-se para o efeito as recomendações de Manter).

<sup>12</sup> São usadas as cotações ajustadas das acções, ao preço de fecho.

<sup>13</sup> Considerou-se uma comissão de corretagem de 0,2525% para cada transacção. Este valor foi obtido a partir da comissão média aplicável a transacções comunicadas através da Internet e para montantes iguais a 7.500 Euro.

## 2.2. PREÇOS-ALVO

### 2.2.1. DISTRIBUIÇÃO DOS PREÇOS-ALVO POR REFERÊNCIA À ÚLTIMA COTAÇÃO E AO ANTERIOR PREÇO-ALVO DIVULGADO PELA CASA DE INVESTIMENTO

À semelhança das recomendações de investimento, também os preços-alvo emitidos merecem a atenção dos investidores em geral e dos órgãos de comunicação social, sendo analisados de seguida. Numa primeira abordagem são consideradas duas variáveis: o “potencial de valorização” e a “variação do preço-alvo”. A primeira variável está relacionada com as expectativas dos analistas financeiros acerca da valorização dos títulos alvo da recomendação. O potencial de valorização é calculado de acordo com a seguinte expressão:

$$\text{Potencial de valorização} = \frac{P. Alvo_t}{Cotação_t} - 1$$

em que o  $P. Alvo_t$  diz respeito ao Preço-Alvo em t e a  $Cotação_t$  se refere ao preço de mercado que consta do relatório de análise financeira.

A variação do preço-alvo é dada por:

$$\text{Variação do } P. Alvo^{i,h}_t = \frac{P. Alvo^{i,h}_t}{P. Alvo^{i,h}_{t-1}} - 1$$

onde  $P. Alvo^{i,h}_t$  é o preço-alvo do título i e emitido pelo intermediário financeiro h em t.

A amostra foi dividida entre os valores mobiliários nacionais e os cotados na *Euronext Lisbon* em regime de *dual listing*, concluindo-se que o potencial de valorização implícito nos preços-alvo dos títulos alvo de cobertura pelos analistas financeiros é, regra geral, elevado.

TABELA 17 – DISTRIBUIÇÃO DOS PREÇOS-ALVO POR REFERÊNCIA À ÚLTIMA COTAÇÃO E AO ANTERIOR PREÇO-ALVO DIVULGADO PELA CASA DE INVESTIMENTO

	Valores Mobiliários	Percentil	Potencial de Valorização	Variação dos Preços-alvo
<b>Painel A</b>	Nacionais	10	-3,0%	-16,6%
		20	4,0%	-10,1%
		30	8,8%	-5,5%
		40	11,9%	-1,9%
		50	15,8%	0,0%
		60	21,6%	1,9%
		70	26,3%	5,7%
		80	33,7%	10,3%

	90	46,7%	19,3%
	10	-3,0%	-16,1%
	20	3,3%	-8,3%
	30	6,9%	-4,4%
	40	9,4%	-1,9%
Estrangeiros	50	15,2%	0,0%
	60	19,5%	1,7%
	70	27,3%	4,2%
	80	35,6%	6,3%
	90	43,0%	23,5%

Variação dos Preços-alvo			
	Percentil	Até 19-01-2010	Após 19-01-2011
<b>Painel B</b>	10	-2,8%	-19,5%
	20	0,0%	-13,6%
	30	0,0%	-9,8%
	40	0,0%	-6,4%
	50	3,9%	-3,1%
	60	7,0%	0,0%
	70	11,0%	2,9%
	80	15,8%	6,1%
	90	27,6%	12,5%

Por outro lado, menos de 20% dos preços-alvo emitidos sobre valores mobiliários nacionais divulgados durante o período em análise traduziam um potencial de valorização negativo dos títulos, o que está em conformidade com a percentagem de recomendações de Vender/Reduzir emitidas (13,9% - Tabela 4). Por outro lado, mais de metade dos preços-alvo emitidos apontam para valorizações superiores a 15%<sup>14</sup> e os potenciais de valorização máximos e mínimos encontrados para os valores mobiliários nacionais foram de 111,0% e de -82,5%, respectivamente. Em termos de variação do preço-alvo, os valores mínimos e máximos encontrados entre os valores mobiliários nacionais foram de -86,2% e 200%, respectivamente. Merece ainda destaque o facto de se terem identificado três recomendações de Comprar em que o preço-alvo era inferior ao preço de mercado que constava do relatório de análise financeira e outras 6 recomendações (de Comprar) em situações de potencial de valorização nulo.<sup>15</sup>

Constata-se, também, quer para os valores mobiliários nacionais, quer para valores cotados em *dual listing*, que 50% dos preços-alvo divulgados reflectem variações negativas face ao último preço-alvo emitido pelo intermediário financeiro. No caso dos valores mobiliários nacionais verifica-se ainda que 20% dos intermediários financeiros emitiram preços-alvo 10% acima, havendo igual percentagem com preços-alvo 10% abaixo, do preço-alvo anterior.

O índice PSI-20 exibiu dois comportamentos distintos no período em análise. Entre 01-10-2009 e 19-01-2010 o índice não apresentou uma tendência definida (em 19-01-2010 o PSI-20 TR cotava ao mesmo valor que em 01-10-2009). O período de 20-01-2010 a 30-09-2010 foi marcado pela crise da dívida

<sup>14</sup> O horizonte temporal para a emissão dos preços-alvo não é o mesmo para todas as recomendações, pelo que estes resultados devem ser interpretados com prudência. Assim, alguns preços-alvo são emitidos para um horizonte de um ano, outros são-no para o final do ano e outros ainda não têm nenhum horizonte temporal expressamente definido.

<sup>15</sup> Foram ainda identificadas 17 recomendações de "Manter" com um potencial de valorização negativo.

soberana e as recomendações de investimento foram influenciadas por essa crise. Assim, enquanto que para o período que finda a 19-01-2010 cerca de 20% das emissões de preços-alvo reflectiam variações negativas do preço-alvo, entre 20-01-2009 e 30-09-2010 essa percentagem ascendia a 60% dos relatórios de análise financeira.

A Tabela 18 mostra que o potencial de valorização esperado pelos analistas financeiros era superior nas empresas pertencentes ao PSI-20. A mediana do potencial de valorização dessas empresas situou-se nos 16,4% e nas demais empresas atingiu os 12,2%. Acresce que 50% dos preços-alvo emitidos sobre empresas de menor dimensão e liquidez correspondiam a variações negativas superiores a -5,3% face aos preços-alvo anteriores, ao passo que entre as empresas do PSI-20 essa variação foi de 0%, pelo que pode concluir-se que o optimismo dos analistas financeiros foi inferior para as empresas não integrantes do índice PSI-20. Além disso, constata-se uma maior amplitude inter-quartil da variação do preço-alvo entre o grupo de empresas que não integram o PSI-20 (27,1%). Essa maior variabilidade poderá encontrar explicação no menor número médio de preços-alvo emitidos sobre estas empresas e no maior período de tempo que decorre entre duas recomendações consecutivas para a mesma empresa.

Relativamente ao sector de actividade, a mediana do potencial de valorização das empresas do sector financeiro foi superior ao das demais empresas. Porém, no que respeita à variação dos preços-alvo, as empresas financeiras foram as mais penalizadas durante o período em análise. Assim, o sector financeiro é o único que apresenta uma mediana da variação dos preços-alvo negativa, o que significa que mais de 50% dos preços-alvo divulgados reflectem variações negativas face aos preços-alvo anteriores. Também no período homólogo as empresas do sector financeiro haviam sido as mais penalizadas na emissão de novos preços-alvo, o que poderá indiciar que a confiança dos analistas financeiros quanto à performance do sector financeiro ainda não foi completamente restabelecida desde o início da crise financeira, contrariamente ao que sucede noutros sectores. A maioria dos analistas parece antever maior impacto da crise internacional nas empresas do sector financeiro, perspectivando também que estas empresas sejam mais lentas a recuperar da crise.

TABELA 18 – DISTRIBUIÇÃO DOS PREÇOS-ALVO POR REFERÊNCIA À ÚLTIMA COTAÇÃO E AO ANTERIOR  
PREÇOS-ALVO DIVULGADO PELA CASA DE INVESTIMENTO

	Percentil	Potencial de	Varição do Preço-	
		Valorização	Alvo	
Painel A	Infra-estruturas/Telecomunicações	25	9,4%	-6,6%
		50	17,6%	0,0%
		75	28,9%	6,0%
	Sector Financeiro	25	7,8%	-15,4%
		50	17,7%	-8,1%
		75	27,5%	5,4%
	Outros	25	0,1%	-5,3%
		50	13,5%	1,1%
		75	33,5%	10,9%
	PSI-20	25	7,8%	-6,5%
		50	16,4%	0,0%
		75	30,1%	7,0%
	Não PSI-20	25	-2,0%	-18,4%
		50	12,2%	-5,3%

		75	28,5%	8,7%
<b>Painel B</b>	Intermediários Financeiros	Percentil	Potencial de Valorização	Varição do Preço-Alvo
	Nacionais	25	4,8%	-7,8%
		50	16,3%	0,0%
		75	33,3%	6,6%
	Estrangeiros	25	8,3%	-7,7%
		50	15,5%	0,0%
75		27,5%	8,0%	

A mediana do potencial de valorização atribuído aos títulos pelos intermediários financeiros nacionais é de 16,3%, valor superior em 0,8 p.p. à dos intermediários financeiros estrangeiros (Tabela 18 – Painel B). O diferencial da mediana desta variável entre intermediários financeiros nacionais e estrangeiros no período homólogo foi de 10 p.p., o que representa uma notória aproximação das expectativas quanto à evolução da performance bolsista do mercado português entre os dois tipos de intermediários. Em relação às variações de preços-alvo, os resultados apresentados por intermediários financeiros nacionais e estrangeiros são similares.

#### 2.2.2. DISPERSÃO DOS PREÇOS-ALVO DE CADA INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO FACE AO CONSENSUS

Na mesma linha do exercício efectuado na secção 2.1.6, analisa-se agora o nível de concordância dos analistas financeiros quanto aos preços-alvo por si emitidos. O preços-alvo de «consensus» é definido como a média dos preços-alvo emitidos sobre o título em questão no mês anterior ao da emissão (excluindo os da própria casa de investimento).

A Tabela 19 permite identificar a percentagem de preços-alvo emitidos acima e abaixo do «consensus». Aí se constata que os intermediários financeiros com a maior proporção de preços-alvo emitidos acima do indicador de «consensus» são o Espírito Santo ER, a Fidentiis Equities e o Citigroup, e que a ING, a Macquarie e a Exane BNP Paribas apresentam a maior proporção de preços-alvo abaixo do «consensus». Entre os intermediários financeiros nacionais, somente o Millennium IB apresenta uma proporção de preços-alvo emitidos acima do «consensus» inferior a 60%. Entre os intermediários financeiros estrangeiros apenas três (Credit Suisse, Fidentiis e Citigroup) registam uma proporção de preços-alvo emitidos acima daquela percentagem.

TABELA 19 –PREÇOS-ALVO VERSUS *CONSENSUS* POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

	Abaixo do <i>Consensus</i>	Acima do <i>Consensus</i>
Banif BI	23,1%	69,2%
Barclays	40,0%	53,3%
BPI ER	20,7%	72,4%
Caixa BI	10,0%	60,0%
Citigroup	18,8%	75,0%
Credit Suisse	30,8%	61,5%
Espírito Santo ER	15,4%	84,6%
Exane	50,0%	50,0%
Fidentiis	18,5%	77,8%
Goldman Sachs	38,5%	53,8%
ING	63,6%	36,4%
Macquarie	50,0%	42,9%
Merrill Lynch	40,0%	53,3%
Millennium IB	46,2%	48,1%
Natixis	43,8%	50,0%
Outros*	50,6%	43,8%

\* Inclui os intermediários financeiros que emitiram menos de 10 preços-alvo durante o período em análise.

Nota: A proporção de preços-alvo divulgados idênticos ao «*consensus*» de mercado pode ser obtida pela diferença entre 100% e a soma da proporção de preços-alvo acima e abaixo do «*consensus*».

A dispersão dos preços-alvo para empresas e intermediários financeiros é calculada a partir do conceito de *Root Mean Square Error* (RMSE) já utilizado na secção 2.1.6:

$$RMSE = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N \left( \frac{P. Alvo_i - P. Alvo consensus_i}{P. Alvo consensus_i} \right)^2}$$

onde o preço-alvo de «*consensus*» é o anteriormente definido.

A Tabela 20 – Painel A contém a dispersão dos preços-alvo dos diversos títulos e permite verificar que a concordância dos analistas financeiros parece ser superior na Cimpor, na EDP, na Martifer e na Jerónimo Martins, todas com valores para o RMSE são inferiores a 9%.<sup>16</sup> Em sentido contrário, a Zon Multimédia apresenta o RMSE mais elevado.

<sup>16</sup> O resultado da Cimpor está condicionado pelas OPA de que a empresa foi alvo, que tornaram menos arriscadas as estimativas do potencial de valorização do título em virtude da tomada firme das acções ao preço da oferta.

TABELA 20 – DISPERSÃO DOS PREÇOS-ALVO DAS CASAS DE INVESTIMENTO FACE AO *CONSENSUS* POR EMPRESA-ALVO

PAINEL A: EMPRESAS		PAINEL B: INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS	
Emitente	RMSE	Intermediário Financeiro	RMSE
Altri	13,5%	Banif BI	12,4%
Banco BPI	9,1%	Barclays	10,3%
BCP	18,3%	BPI ER	13,2%
BES	11,3%	Caixa BI	11,7%
Brisa	11,2%	Citigroup	10,3%
Cimpor	6,4%	Credit Suisse	7,1%
EDP	8,4%	Espírito Santo ER	13,1%
EDP Ren.	9,7%	Exane	11,2%
Galp	11,1%	Fidentiis	12,1%
JM	8,7%	Goldman Sachs	12,3%
Martifer	8,5%	ING	21,6%
PT	13,4%	Macquarie	11,3%
Zon	22,5%	Merrill Lynch	9,6%
Outras Empresas*	11,4%	Millennium IB	7,9%
		Natixis	11,3%
		Outros IF**	13,0%

\* Inclui as empresas alvo de menos de 5 preços-alvo divulgados no período em análise.

\*\* Inclui os intermediários financeiros que emitiram menos de 9 preços-alvo durante o período em análise.

A análise por sector de actividade revela que a concordância dos analistas financeiros foi muito semelhante para as empresas do sector financeiro e para as incluídas no sector de infra-estruturas e telecomunicações (RMSE de 12,0% e 12,7%, respectivamente). Ambos os sectores exibem um nível de concordância entre os analistas financeiros inferior ao existente no grupo das outras empresas não financeiras (RMSE igual a 9,8%). Comparativamente à análise realizada para o período de 01-10-2008 a 30-09-2009, assistiu-se a uma quebra acentuada do RMSE em todos os sectores estudados e, como tal, a um aumento generalizado da concordância entre os analistas financeiros.

O cálculo do RMSE por intermediário financeiro (Tabela 20 – Painel B) indica que o Credit Suisse e o Millennium IB se aproximaram mais do «*consensus*».<sup>17</sup> Em contraposição, a ING foi quem mais frequentemente se afastou do preço-alvo “médio” dos analistas financeiros (emitidos no mês anterior). É de recordar que a ING foi o intermediário financeiro que mais preços-alvo emitiu abaixo do «*consensus*».

Em termos médios, os intermediários financeiros nacionais aproximaram-se mais frequentemente do «*consensus*» que os estrangeiros (RMSE de 10,7%, inferior aos 12,1% dos intermediários estrangeiros). Estes resultados contrapõem-se aos obtidos para o período homólogo, onde o RMSE médio dos intermediários financeiros nacionais foi substancialmente superior ao dos estrangeiros (diferença de +9,9 p.p.).

<sup>17</sup> No período homólogo, o Millennium IB apresentou o valor mais elevado para o RMSE.

### 2.2.3. PREÇOS-ALVO VS PREÇOS DE MERCADO

Outro ponto importante da análise dos preços-alvo emitidos consiste no seu confronto com os preços de mercado que se vieram a verificar no final do horizonte temporal para o qual aqueles preços foram definidos. Para efeitos do estudo da precisão dos analistas financeiros na emissão de preços-alvo consideram-se apenas os que têm o horizonte temporal de 12 meses<sup>18</sup>, o final de 2009 (FY2009) e o final de 2010 (FY2010). Dos preços-alvo emitidos entre 01-01-2009 e 30-09-2010 para valores mobiliários nacionais, 687 atingiram o respectivo horizonte temporal a 31-12-2010 (sendo que, entre estes, o horizonte temporal mais comum era o final de 2010, com 297 registos).

Os intermediários financeiros nacionais emitiram principalmente preços-alvo com horizontes temporais que terminam no final do ano fiscal, enquanto os intermediários financeiros emitiram preferencialmente preços-alvo a 12 meses.

TABELA 21 – HORIZONTE TEMPORAL DOS PREÇOS-ALVO

Horizonte Temporal	Intermediários Financeiros		Total
	Nacionais	Estrangeiros	
12 Meses	2	135	137
FY2009	253	-	253
FY2010	271	26	297

Em primeiro lugar calcula-se a diferença percentual entre o preço de mercado verificado na data do horizonte temporal e o preço-alvo emitido. No caso dos preços-alvo emitidos para um horizonte temporal de 12 meses constata-se que a diferença percentual foi negativa em mais de 50% dos casos e que em pelo menos 40% dos casos essa diferença foi superior a -13% – ver Tabela 22 – Painel A. No caso dos preços-alvo com horizonte temporal para o final de 2009 a diferença percentual foi positiva em mais de 50% dos casos. Por fim, no caso dos preços-alvo cujo horizonte temporal era 31-12-2010, constata-se que a diferença percentual foi negativa em quase 80% dos registos. É ainda de realçar que um preço-alvo emitido sobre um valor mobiliário nacional foi superado em 597,3% pelo preço de mercado no término do seu horizonte temporal – ver Tabela 22 – Painel B.

TABELA 22 – DIFERENÇA PERCENTUAL ENTRE O PREÇO DE MERCADO E O PREÇO-ALVO

(PAINEL A)

Percentil	Horizonte Temporal		
	12 Meses	FY2009	FY2010

<sup>18</sup> Preços-alvo cujo horizonte temporal foi atingido.

10	-40,1%	-29,9%	-50,8%
20	-31,0%	-16,6%	-44,3%
30	-22,3%	-10,9%	-40,5%
40	-13,2%	-7,7%	-35,7%
50	-3,3%	0,4%	-29,3%
60	6,9%	6,0%	-20,5%
70	15,1%	9,1%	-11,9%
80	23,0%	15,7%	1,7%
90	43,3%	30,6%	15,4%
N.º Obs.	137	253	297

(PAINEL B)

	Mínimo	Máximo
Preço-Alvo a 12 Meses	-64,7%	156,6%
Preço-alvo para o final de 2009	-55,2%	597,3%
Preço-alvo para o final de 2010	-67,1%	88,9%

Numa outra análise, detectou-se que em cerca de 18,2%, 43,5% e 13,8% dos relatórios, a diferença percentual entre o preço de mercado verificado e o preço-alvo foi inferior a 10% (em termos absolutos) para os horizontes temporais a 12 meses, para o final do ano de 2009 e para o final do ano de 2010, respectivamente. Pode depreender-se deste conjunto de resultados que os intermediários financeiros denotaram maior capacidade de previsão nos preços-alvo emitidos para o final do ano de 2009, por contraposição com os preços-alvo emitidos a 12 meses e para o final do ano de 2010. Nestes dois últimos casos, os erros de previsão podem ser considerados muito relevantes.

A divisão da amostra entre empresas do índice PSI-20 e empresas não integrantes do índice (Tabela 23 – Painel A) permite constatar que a mediana da diferença percentual entre o preço de mercado verificado e o preço-alvo emitido para o final de 2010 foi manifestamente inferior no segundo grupo de empresas (diferença de -14,4 p.p.), pelo que os preços de mercado (no horizonte temporal dos preços-alvo) eram inferiores aos preços-alvo emitidos numa maior proporção no caso das empresas de menor dimensão e liquidez, o que sugere que as dificuldades de avaliação destas empresas são mais acentuadas. Por outro lado, é de assinalar ainda que a proporção de preços-alvo emitidos que foram superados pelo preço de mercado foi de 25% no caso das empresas do índice PSI-20 e de apenas 5% no caso das empresas não pertencentes ao PSI-20.

O agrupamento das empresas por sector de actividade revela que os desvios entre os preços-alvo e os preços de mercado foram em geral mais pronunciados no caso das empresas do sector financeiro, por comparação com as do sector de infra-estruturas e telecomunicações. No caso dos preços-alvo emitidos para o final de 2010, em mais de 75% dos registos associados a empresas financeiras a diferença percentual entre o preço de mercado verificado e o preço-alvo emitido foi negativa, o que significa que o preço-alvo não foi atingido, mas tal não aconteceu nas empresas do sector de infra-estruturas e telecomunicações (Tabela 23– Painel B).

TABELA 23 – DIFERENÇA PERCENTUAL ENTRE O PREÇO DE MERCADO E O PREÇO-ALVO – SECTOR DE ACTIVIDADE/ DIMENSÃO DA EMPRESA

	Percentil	Horizonte Temporal			
		12 Meses	FY2009	FY2010	
<b>Painel A</b>	PSI-20	25	-25,1%	-11,4%	-40,4%
		50	-3,0%	2,9%	-27,0%
		75	19,5%	9,5%	0,8%
	Não PSI-20	25	-	-17,0%	-57,5%
		50	-	-4,6%	-41,4%
		75	-	12,6%	-23,7%
<hr/>					
	Percentil	Horizonte Temporal			
		12 Meses	FY2009	FY2010	
<b>Painel B</b>	Infra-estruturas/Telecomunicações	25	-25,0%	-11,6%	-36,9%
		50	-3,3%	-7,3%	-17,5%
		75	18,8%	8,9%	7,7%
	Sector Financeiro	25	-29,1%	-7,8%	-43,9%
		50	-10,1%	1,3%	-40,3%
		75	10,1%	8,8%	-30,9%
	Outros	25	43,2%	-15,9%	-48,3%
		50	51,0%	2,9%	-30,1%
		75	76,7%	12,2%	-10,3%

A proporção de relatórios em que o preço-alvo emitido foi atingido ou mesmo ultrapassado no final do horizonte temporal é também analisada. Em relação aos horizontes temporais a 12 meses verifica-se que a ING foi o intermediário financeiro com a maior proporção de preços-alvo atingidos no final do horizonte temporal (75,0%) –

Gráfico 8 – Painel A. Este intermediário financeiro apresenta igualmente, como se viu acima, a menor proporção de preços-alvo abaixo do *consensus* (Tabela 19) e maior RMSE face ao *consensus* (Tabela 20). Ressalta ainda do

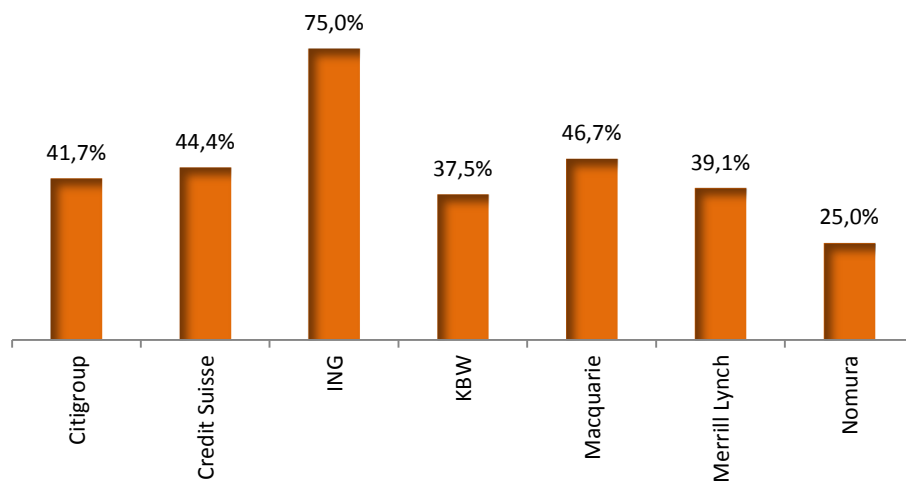
Gráfico 8 – Painel A que dos 7 intermediários financeiros analisados (com preços-alvo a 12 meses) apenas um apresentou uma proporção de preços-alvo alcançados (no final do horizonte temporal) igual ou superior a 50%.

No que concerne aos preços-alvo em que o horizonte temporal era o final de 2009, apenas o Espírito Santo ER e o Millennium IB registaram uma proporção de preços-alvo atingidos superior a 50%. A Caixa BI apresenta a mais baixa proporção de preços-alvo alcançados – ver

Gráfico 8 – Painel B. No caso dos preços-alvo cujo horizonte temporal era o final de 2010 verifica-se que menos de 1/3 dos preços-alvo foram atingidos. O Banif BI foi o intermediário financeiro com a maior proporção de preços-alvo atingidos (32,1%).

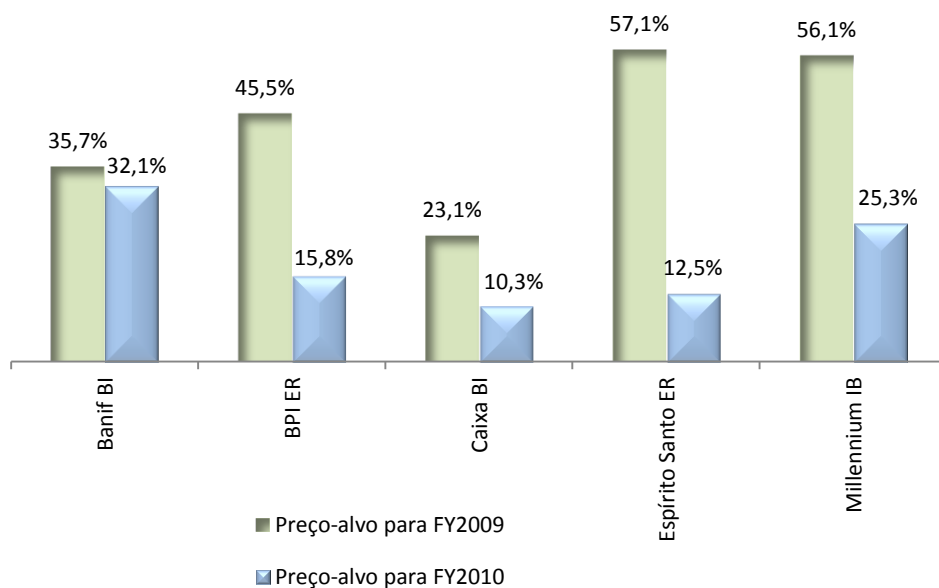
GRÁFICO 8- PROPORÇÃO DE RECOMENDAÇÕES EM QUE O PREÇO DE MERCADO ATINGE OU ULTRAPASSA O PREÇO-ALVO - POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

PAINEL A – PREÇOS-ALVO A 12 MESES



Nota: Apenas foram incluídos intermediários financeiros com mais de 12 preços-alvo divulgados.

PAINEL B – PREÇOS-ALVO PARA O FINAL DE 2009 E DE 2010

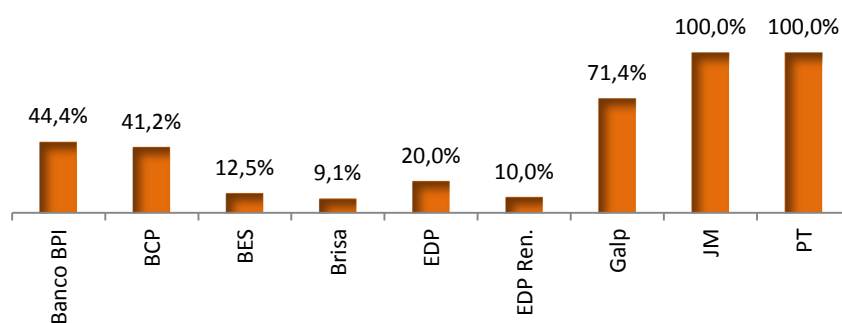


Nota: Apenas foram incluídos intermediários financeiros com mais de 13 preços-alvo divulgados.

A análise por empresa também foi efectuada atendendo ao horizonte temporal dos preços-alvo. Todos os preços-alvo emitidos sobre a Jerónimo Martins foram atingidos no final dos vários horizontes temporais usados. Ao invés, em nenhum caso os preços-alvo emitidos sobre a EDP Renováveis e a Martifer para o final do exercício de 2009 (e de 2010) foram atingidos no final do ano. As menores percentagens de ‘acerto’ ocorreram nos preços-alvo emitidos para o final de 2010, constatando-se que nenhum dos preços-alvo emitidos sobre a Altri, o Banco BPI, o BES, a Brisa, a EDP Renováveis, a Martifer, a Mota-Engil, a Ren e a Zon Multimédia foi alcançado – ver Gráfico 9 – Painel C.

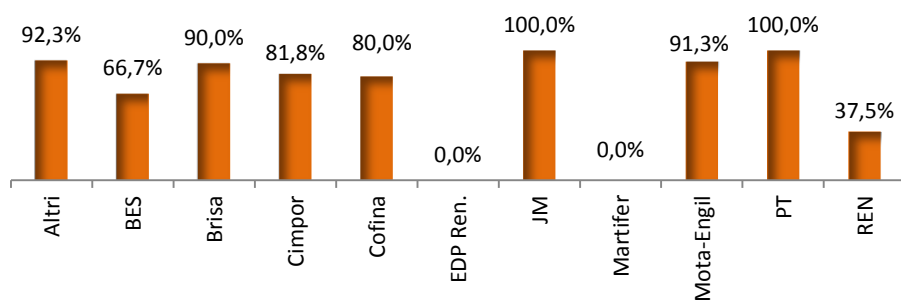
GRÁFICO 9 – PROPORÇÃO DE RECOMENDAÇÕES EM QUE O PREÇO DE MERCADO ATINGE OU ULTRAPASSA O PREÇO-ALVO – POR EMITENTE

**PAINEL A – PREÇO-ALVO A 12 MESES**



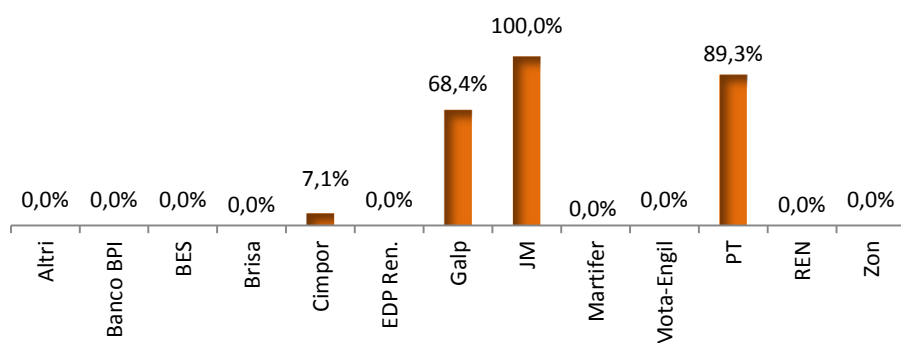
Nota: Apenas foram incluídos títulos com mais de 8 preços-alvo divulgados.

**PAINEL B – PREÇO-ALVO PARA O FINAL DE 2009**



Nota: Apenas foram incluídos títulos com mais de 9 preços-alvo divulgados.

### PAINEL C – PREÇO-ALVO PARA O FINAL DE 2010



Nota: Apenas foram incluídos títulos com mais de 10 preços-alvo divulgados.

Em termos agregados, as empresas de maior dimensão e liquidez apresentam uma proporção de relatórios em que o preço de mercado atinge o preço-alvo superior à das demais empresas, independentemente do horizonte temporal considerado. No sector financeiro, a proporção de preços-alvo alcançados foi inferior à verificada para os demais sectores quando o horizonte temporal considerado é de 12 meses ou o final de 2010.

Uma alternativa ao cálculo da proporção de preços-alvo atingidos assenta no cálculo do *Root Mean Square Error*, definido como o desvio médio percentual entre a cotação do título no final da janela temporal considerada e o preço-alvo emitido por cada intermediário financeiro (ou título):

$$RMSE = \sqrt{\sum_{i=1}^N \frac{1}{N-1} \left( \frac{Cotação\ no\ final\ do\ hor.\ temporal_i - P.\ Alvo_i}{P.\ Alvo_i} \right)^2}$$

A ideia subjacente a este indicador é a de que são igualmente ponderados os desvios quando não se atinge o preço-alvo no horizonte considerado e também quando se ultrapassa esse preço-alvo. Para preços-alvo com um horizonte temporal de 12 meses, o KBW e o Credit Suisse registam os RMSE mais baixos, ou seja, são os intermediários financeiros que apresentam menor desvio de previsão neste

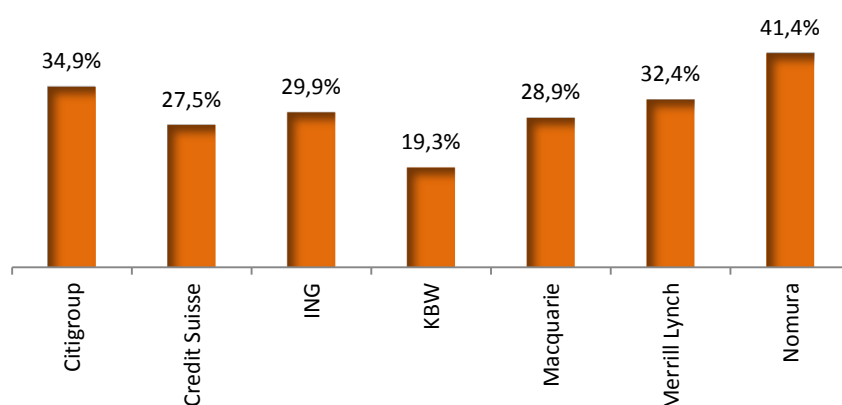
horizonte temporal. O Nomura e o Citigroup denotam menor precisão que os demais intermediários financeiros, porquanto exibem os desvios médios de previsão mais elevados.

No caso dos preços-alvo com um horizonte temporal a 31-12-2009, constata-se que os intermediários financeiros que evidenciaram menor desvio face ao preço de mercado verificado foram a Caixa BI e o Banif BI.

O Banif BI denotou maior precisão nos preços-alvo para 31-12-2010. Ao invés, o Millennium IB registou o maior desvio médio face à cotação verificada (RMSE de 41,8%) – ver Gráfico 10 – Painel B.

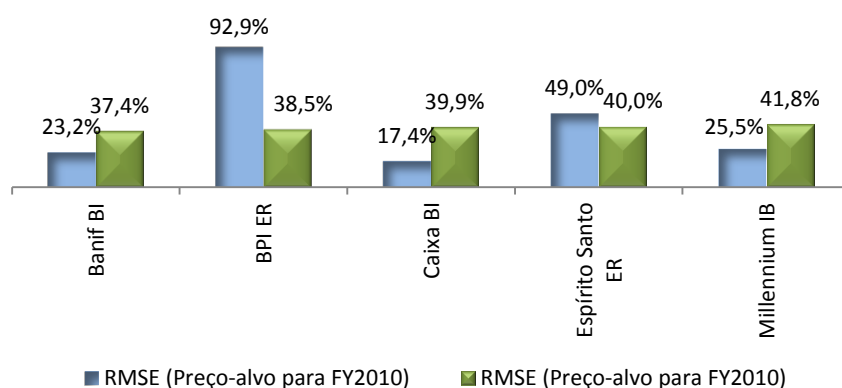
GRÁFICO 10 – ROOT MEAN SQUARE ERROR POR CASA DE INVESTIMENTO

**PAINEL A – PREÇO-ALVO A 12 MESES**



Nota: Apenas foram incluídos intermediários financeiros com mais de 11 preços-alvo divulgados.

**PAINEL B – PREÇO-ALVO PARA O FINAL DE 2009 E PARA O FINAL DE 2010**



Nota: Apenas foram incluídos intermediários financeiros com mais de 13 preços-alvo divulgados.

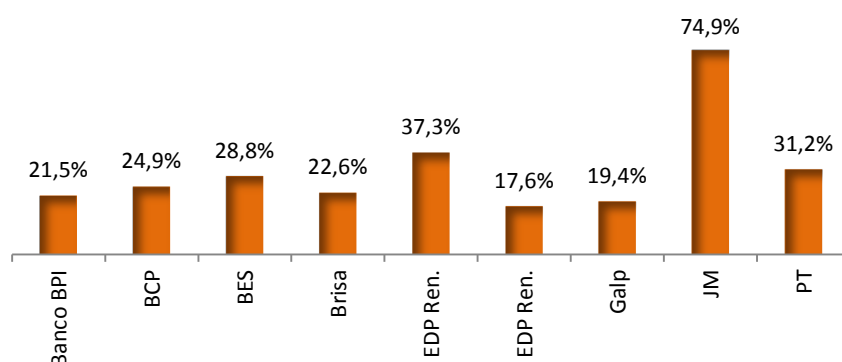
A análise por título revela que a EDP e a Galp foram as empresas com menor desvio médio entre o preço-alvo e o preço de mercado em horizontes temporais de 12 meses. Daqui se depreende que os preços-alvo divulgados para estas entidades foram os que mais se aproximaram dos preços de mercado

para este horizonte temporal (Gráfico 11 – Painel A). Em sentido oposto, a Jerónimo Martins registou o mais elevado RMSE.

A comparação destes resultados com os obtidos para os horizontes do final de 2009 e de 2010 deixa antever a instabilidade da precisão com que as estimativas dos preços-alvo para as diversas empresas são formuladas. Assim, nalguns casos (EDP Renováveis e Mota-Engil, por exemplo) o RMSE para o final de 2009 é dos mais reduzidos, mas o RMSE para o final de 2010 é dos mais elevados. Noutros casos (e.g., Jerónimo Martins) o RMSE é dos mais elevados para todos os horizontes temporais. Apenas a Cimpor apresenta valores do RMSE semelhantes nas duas situações.

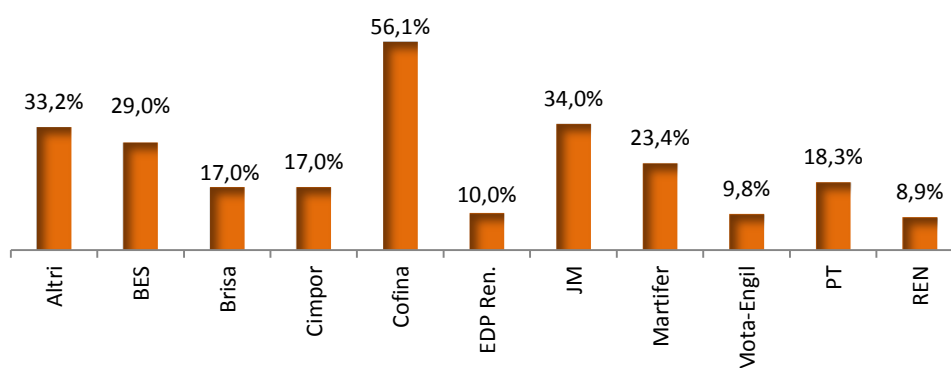
GRÁFICO 11 – ROOT MEAN SQUARE ERROR POR TÍTULO

PAINEL A – PREÇO-ALVO A 12 MESES



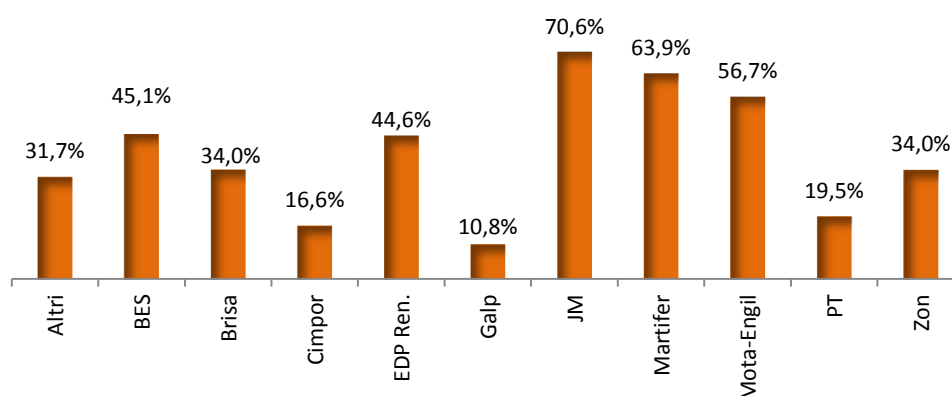
Nota: Apenas foram incluídos intermediários financeiros com mais de 8 preços-alvo divulgados.

PAINEL B – PREÇO-ALVO PARA O FINAL DE 2009



Nota: Apenas foram incluídos intermediários financeiros com mais de 9 preços-alvo divulgados.

### PAINEL C – PREÇO-ALVO PARA O FINAL DE 2010



Nota: Apenas foram incluídas as empresas sobre as quais foram emitidos pelo menos 11 preços-alvo.

Em termos de dimensão e liquidez, o RMSE foi menor (denotando maior precisão) nas empresas integrantes do PSI-20, independentemente do horizonte temporal considerado. As empresas não financeiras e as do sector das infra-estruturas e telecomunicações tiveram valores mais elevados para este indicador.

### 2.3. ESTIMATIVAS DOS RESULTADOS DAS EMPRESAS

Embora não lhes seja dada a mesma relevância que é atribuída aos preços-alvo no âmbito da divulgação dos relatórios de análise financeira, as estimativas dos resultados por acção (EPS) das empresas constituem um elemento essencial na maioria dos modelos de avaliação fundamental de acções. Alguma investigação empírica tem revelado uma influência forte e robusta de variáveis como surpresas face à estimativa de resultados das empresas e variação das estimativas dos resultados elaboradas pelos analistas na performance bolsista dos títulos. Outros estudos evidenciaram a presença de um enviesamento nas estimativas dos analistas, à semelhança do que sucede com os preços-alvo.<sup>19</sup>

A análise das estimativas dos EPS efectuadas por analistas financeiros tem por finalidade averiguar o grau de concordância dos diversos analistas em relação a essas estimativas.<sup>20</sup> O EPS de «*consensus*» é definido como a média das estimativas de EPS emitidas pelos analistas sobre o título em questão, no mês anterior ao da emissão (excluindo os emitidos pela própria casa de investimento). Por sua vez, a dispersão dos preços-alvo para empresas e intermediários financeiros é calculada a partir do conceito de *Root Mean Square Error* (RMSE) já utilizado em secções anteriores:

<sup>19</sup> A este respeito ver Ramnath, Sundaresh (2008), "The financial analyst forecasting literature: A taxonomy with suggestions for further research". *International Journal of Forecasting*.

<sup>20</sup> O confronto das estimativas dos resultados por acção com os valores efectivos não é efectuado em virtude do reduzido número de observações (menos de 25), o que tornaria a análise desprovida de relevância estatística.

$$RMSE_i = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{j=1}^N \left( \frac{EPS_{i,j} - EPS \text{ Consensus}_i}{EPS \text{ Consensus}_i} \right)^2}$$

onde i respeita ao título e j respeita ao intermediário financeiro/analista.

O Deutsche Bank, a Exane BNP Paribas e a UBS foram os intermediários financeiros que, em termos relativos, mais estimativas do EPS emitiram abaixo do *consensus*. Por outro lado, em todos os casos se verifica que os intermediários financeiros emitiram estimativas abaixo do *consensus* em mais de 50% das situações, o que revela uma contínua redução das expectativas na medida em que, em geral, as novas estimativas são inferiores à média das estimativas divulgadas no mês anterior. Tal acontece de forma um pouco mais acentuada nas estimativas para 2011.

TABELA 24 – PROPORÇÃO DE ESTIMATIVAS DO EPS ACIMA (ABAIXO) DO *CONSENSUS* – POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

		Abaixo do <i>Consensus</i>	Acima do <i>Consensus</i>
2010	Barclays	67%	33%
	BPI ER	87%	13%
	Caixa BI	56%	44%
	Deutsche Bank	86%	14%
	Espírito Santo ER	55%	45%
	Exane	100%	0%
	Fidentis	73%	27%
	Macquarie	67%	33%
	Millennium IB	61%	39%
	Santander IB	83%	17%
	UBS	100%	0%
2011	Barclays	67%	33%
	BPI ER	87%	13%
	Deutsche Bank	100%	0%
	Espírito Santo ER	73%	27%
	Exane	83%	17%
	Fidentis	67%	33%
	Macquarie	78%	22%
	Millennium IB	71%	29%
	Santander IB	67%	33%
	UBS	100%	0%

Nota: Apenas foram incluídos intermediários financeiros com 5 ou mais estimativas de EPS divulgadas.

O nível de concordância dos intermediários financeiros pode ser também medido pelo RMSE. O Deutsche Bank e o Santander IB registaram o menor desvio-médio face ao *consensus* dos analistas financeiros, quer em 2010, quer em 2011. A Caixa BI, a Fidentis e o Millennium IB foram quem mais se

distanciou da “média” dos analistas. Os intermediários financeiros com menores desvios também apresentaram maiores percentagens de estimativas abaixo do *consensus*, o que significa que, apesar de emitirem relativamente mais estimativas dos EPS abaixo da média dos pares, as diferenças não foram pronunciadas. Situação inversa ocorreu nos intermediários com maiores RMSE: apresentaram das percentagens mais equilibradas de estimativas acima e abaixo do *consensus*, mas nestes casos as diferenças face ao *consensus* foram mais acentuadas, o que conduz a RMSE mais elevados – Tabela 25.

TABELA 25 – RMSE DAS ESTIMATIVAS DOS RESULTADOS FACE AO *CONSENSUS*

Por Intermediário Financeiro			Por Emitente		
	2010	2011		2010	2011
Barclays	2,69	0,87	BCP	1,00	0,95
BPI ER	0,95	0,59	BES	6,53	1,50
Caixa BI	10,54	n/a	Brisa	2,71	0,63
Deutsche Bank	0,45	0,43	EDP	1,32	0,56
Espírito Santo ER	1,53	0,58	EDP Ren.	1,15	0,63
Exane	0,60	0,62	Galp	2,27	0,78
Fidentiis	3,99	1,01	JM	0,27	0,24
Macquarie	0,60	0,60	Mota-Engil	0,80	0,78
Millennium IB	4,56	0,96	PT	3,14	1,04
Santander IB	0,55	0,50	ZON	1,44	0,79
UBS	0,77	0,81			

Nota: Apenas foram incluídos intermediários financeiros/empresas com 5 ou mais estimativas de EPS divulgadas.

A análise por entidade emitente mostra que a Jerónimo Martins foi a empresa que motivou maior consenso entre os analistas, enquanto o BES e a Portugal Telecom registaram os mais elevados RMSE. Na mesma linha, verifica-se que, em média, as empresas do sector das infra-estruturas/telecomunicações tiveram maior nível de concordância dos analistas, contrariamente às empresas de outros sectores que apresentam o maior nível de divergência. Finalmente, não se nota uma relação forte entre valores mais elevados para o EPS e o *price-target*. A correlação entre as duas variáveis, embora positiva, é baixa (0,058).

## 2.4. OS PARÂMETROS FUNDAMENTAIS UTILIZADOS NOS MODELOS DE AVALIAÇÃO

Os parâmetros fundamentais utilizados nos modelos de avaliação das empresas estão na base das recomendações e preços-alvo. Em regra, o preço teórico de um título regista uma elevada sensibilidade a esses parâmetros, pelo que, em última instância, contribuem decisivamente para a determinação do valor das empresas. Entre os parâmetros com maior relevância para o valor “teórico” de uma empresa destacam-se a taxa de crescimento dos lucros na perpetuidade, o custo médio ponderado do capital, o custo do capital próprio, o custo do capital alheio, o prémio de risco do mercado, o Beta e a taxa de juro sem risco.

Um número significativo de relatórios de análise financeira não contém informação acerca dos pressupostos utilizados nos modelos de avaliação, pelo que a amostra usada nesta secção é mais reduzida (por exemplo, no caso do custo médio ponderado do capital o número de observações é de 230, o que corresponde a menos de 1/3 das recomendações identificadas).

Refira-se que algumas das empresas analisadas têm unidades de negócios em vários mercados além do mercado português. O método utilizado por alguns analistas para a avaliação do negócio dessas empresas passa por avaliar as várias unidades de negócio isoladamente, após o que é realizada a soma do valor das várias unidades de negócio e apresentado o valor total da empresa. Contudo, os parâmetros de avaliação utilizados para as várias unidades de negócios poderão diferir tanto de acordo com o país, como do sector<sup>21</sup> em que se enquadram. Os parâmetros fundamentais utilizados nos modelos de avaliação apresentados nesta secção dizem respeito à unidade de negócio com maior peso no valor total da empresa avaliada.

No que respeita à taxa de crescimento dos lucros na perpetuidade, foi atribuída pelos analistas à EDP a taxa média mais reduzida (0,38%) e à Impresa a mais elevada (2,76%). Por seu lado, a Galp Energia apresenta a maior amplitude (4,50%). O grau de dispersão relativo desta variável (medido pelo coeficiente de variação) foi superior na Galp Energia, na EDP e na Portugal Telecom, o que indicia maior discordância dos analistas financeiros relativamente à taxa de crescimento dos lucros na perpetuidade destas empresas. Em contraste, a Semapa denota a maior concordância entre os analistas financeiros quanto ao valor da taxa de crescimento dos lucros na perpetuidade – ver Tabela 26. Este conjunto de resultados mostra que os analistas têm expectativas bastante diferentes sobre os lucros futuros das empresas, com os consequentes impactos nos preços-alvo emitidos, havendo mesmo situações de taxas de crescimento nulas dos lucros na perpetuidade (EDP, Galp Energia, Mota-Engil e Portugal Telecom – Tabela 26).

TABELA 26 – TAXA DE CRESCIMENTO DOS LUCROS NA PERPETUIDADE (AJUSTADO À INFLAÇÃO)

Emitente	Média	Mediana	Max.	Min.	D-P	Coef. Var.
Altri	1,78%	2,00%	2,50%	1,00%	0,51%	28,5%
BCP	1,17%	1,50%	2,50%	0,50%	0,71%	60,6%
BES	1,56%	1,50%	3,00%	0,50%	1,08%	69,3%
EDP	0,38%	0,15%	1,00%	0,00%	0,49%	128,2%
Galp	1,13%	0,40%	4,50%	0,00%	1,76%	155,0%
Impresa	2,76%	2,25%	4,50%	2,00%	1,07%	38,8%
JM	2,51%	2,50%	4,25%	0,50%	1,05%	41,7%
Martifer	1,54%	1,50%	3,30%	1,00%	0,81%	52,8%
Mota-Engil	2,09%	1,75%	3,50%	0,00%	1,24%	59,2%
Portucel	1,81%	2,00%	2,00%	1,00%	0,37%	20,5%
PT	1,18%	1,00%	3,50%	0,00%	1,07%	91,3%
Semapa	1,83%	2,00%	2,00%	1,50%	0,26%	14,1%
Sonae Indústria	1,50%	1,50%	2,00%	1,00%	0,55%	36,5%
ZON	1,60%	1,50%	2,50%	0,75%	0,56%	34,8%

Nota: Apenas foram incluídos títulos com mais de 5 registos para esta variável.

<sup>21</sup> Algumas empresas actuam em diferentes sectores de actividade.

Os prémios de risco do mercado utilizados nos modelos de avaliação pelos analistas financeiros variaram, em termos médios, entre 4,71% e 5,64% (ver Tabela 27). A EDP Renováveis, a Galp e a Portucel evidenciam os prémios de risco mais elevados, o que poderá estar relacionado com a diversificação da respectiva actividade a nível internacional, existindo também amplitudes de variação iguais ou superiores a três pontos percentuais nos casos da Brisa e da Portugal Telecom. As estimativas dos analistas relativas ao prémio de risco de mercado foram mais homogéneas do que as relativas ao crescimento dos lucros na perpetuidade, como se pode depreender da comparação dos coeficientes de variação relativos a estas duas variáveis.

TABELA 27 – PRÉMIO DE RISCO DE MERCADO

Emitente	Média	Mediana	Max.	Min.	D-P	Coef. Var.
Altri	5,25%	5,00%	6,00%	4,00%	0,71%	13,5%
Brisa	5,29%	5,00%	6,50%	2,75%	0,89%	16,8%
EDP	5,28%	5,00%	6,25%	4,00%	0,75%	14,2%
EDP Ren.	5,60%	5,50%	6,70%	5,00%	0,66%	11,8%
Galp	5,64%	5,00%	7,00%	4,50%	1,03%	18,2%
Jerónimo Martins	5,38%	5,50%	6,00%	4,00%	0,74%	13,7%
Martifer	4,83%	5,00%	6,00%	4,00%	0,75%	15,6%
Mota-Engil	5,16%	5,00%	6,30%	4,00%	0,75%	14,6%
Portucel	5,67%	6,00%	6,00%	5,00%	0,52%	9,1%
Portugal Telecom	5,27%	5,30%	7,00%	4,00%	1,06%	20,1%
REN	5,38%	5,13%	6,00%	5,00%	0,49%	9,2%
Sonae Capital	4,83%	5,00%	6,00%	4,00%	0,75%	15,6%
ZON	4,71%	4,00%	6,00%	4,00%	0,95%	20,2%

Nota: Apenas foram incluídos títulos com mais de 5 registos para esta variável.

A taxa de juro isenta de risco média mais elevada foi a da Jerónimo Martins (5,31%) – ver Tabela 28, o que poderá dever-se à ramificação do negócio desta empresa na Polónia, país que, não pertencendo à zona Euro, tem taxas de juro mais elevadas. Nesta amostra de empresas, a taxa de juro isenta de risco mínima encontrada foi de 3,25%, e foi reportada para 10 empresas (BES, Brisa, Cimpor, EDP, EDP Renováveis, Martifer, Mota-Engil, Portugal Telecom, REN e Zon).<sup>22</sup>

<sup>22</sup> Verificou-se que alguns intermediários financeiros efectuaram alterações ambíguas no valor da taxa de juro sem risco. A título ilustrativo, um deles reduziu o valor da taxa de juro sem risco para uma das empresas enquanto o aumentava para as demais empresas sobre as quais emitia recomendações de investimento (incluindo outras empresas do mesmo sector de actividade) num período de turbulência nos mercados de dívida soberana portuguesa. Três meses mais tarde, o mesmo analista fez convergir o valor da taxa de juro sem risco dessa empresa com a das demais empresas do mesmo sector de actividade.

TABELA 28 – TAXA DE JURO ISENTA DE RISCO

Emitente	Média	Mediana	Max.	Min.	D-P	Coef. Var.
Altri	4,30%	4,25%	5,10%	3,80%	0,43%	9,9%
BES	4,08%	4,25%	4,50%	3,25%	0,50%	12,2%
Brisa	4,43%	4,50%	5,60%	3,25%	0,69%	15,7%
Cimpor	4,64%	4,88%	5,60%	3,25%	0,90%	19,3%
EDP	4,18%	4,20%	6,00%	3,25%	0,82%	19,5%
EDP Ren.	3,88%	3,75%	5,00%	3,25%	0,74%	19,0%
Galp	4,19%	4,25%	5,00%	3,30%	0,52%	12,3%
JM	5,31%	5,81%	6,02%	3,50%	0,85%	16,0%
Martifer	4,25%	4,38%	5,00%	3,25%	0,59%	13,9%
Mota-Engil	4,07%	4,25%	4,75%	3,25%	0,56%	13,8%
Portucel	4,43%	4,50%	5,10%	4,00%	0,41%	9,2%
PT	4,01%	4,00%	5,00%	3,25%	0,69%	17,1%
REN	4,39%	4,25%	5,70%	3,25%	0,99%	22,6%
Semapa	4,52%	4,50%	5,10%	4,00%	0,47%	10,4%
Sonae Capital	4,68%	4,50%	5,50%	4,00%	0,53%	11,3%
ZON	4,11%	4,50%	4,50%	3,25%	0,59%	14,4%

Nota: Apenas foram incluídos títulos com mais de 5 registos para esta variável.

No que toca ao Beta do título, é de assinalar a elevada amplitude registada em alguns casos (EDP Renováveis, Mota-Engil, Brisa e Sonae Capital). Nos dois primeiros casos, constata-se alguma divergência por parte dos intermediários financeiros, porquanto alguns atribuíram um Beta manifestamente inferior a um (e, como tal, consideraram os títulos defensivos), ao invés de outros que lhes atribuíram um Beta superior à unidade – ver Tabela 29. Verificou-se maior concordância dos intermediários financeiros em relação ao Beta da Zon Multimédia, da Portugal Telecom, da Sonae Indústria e da EDP, sociedades onde os coeficientes de variação são mais reduzidos.

TABELA 29 – BETA DO TÍTULO

Emitente	Média	Mediana	Max.	Min.	D-P	Coef. Var.
BES	1,13	1,10	1,30	1,00	0,13	11,7%
Brisa	0,78	0,80	1,05	0,50	0,17	21,4%
EDP	0,95	0,95	1,11	0,82	0,09	9,3%
EDP Ren.	0,87	0,86	1,35	0,40	0,31	35,2%
Galp	1,20	1,20	1,50	1,01	0,16	13,7%
JM	1,12	1,00	1,33	1,00	0,14	12,9%
Mota-Engil	1,27	1,49	1,50	0,70	0,34	26,9%
PT	1,12	1,10	1,22	1,00	0,08	7,1%
REN	0,68	0,70	0,76	0,50	0,08	11,9%
Sonae Capital	1,23	1,20	1,55	1,00	0,25	20,6%
Sonae Indústria	1,32	1,30	1,46	1,20	0,12	8,9%
ZON	1,20	1,20	1,29	1,15	0,04	3,6%

Nota: Apenas foram incluídos títulos com mais de 5 registos para esta variável.

A Tabela 30 mostra o custo do capital próprio, permitindo identificar a REN, a EDP e a Brisa como as empresas para as quais os analistas perceberam uma menor taxa de remuneração dos capitais próprios exigida pelos accionistas. No outro extremo, o custo do capital próprio foi, em média, mais elevado para a Martifer e para a Portugal Telecom. A concordância dos analistas financeiros em relação ao valor assumido por esta variável foi superior nas empresas do sector bancário, designadamente no BCP e no BES, mas também na REN. Já a Brisa apresenta o maior coeficiente de variação do custo do capital próprio, o que reflecte alguma heterogeneidade das perspectivas dos analistas financeiros relativamente a esta variável.

TABELA 30 – CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO

Emitente	Média	Mediana	Max.	Min.	D-P	Coef. Var.
Altri	10,21%	10,00%	12,00%	8,80%	1,05%	10,28%
BCP	10,44%	10,50%	11,10%	10,00%	0,41%	3,93%
BES	10,14%	10,00%	11,10%	9,50%	0,56%	5,52%
Brisa	9,21%	9,00%	12,40%	7,00%	1,42%	15,42%
EDP	9,14%	8,80%	11,40%	8,10%	1,09%	11,93%
EDP Ren.(*)	9,61%	9,57%	11,00%	8,79%	0,73%	7,56%
JM(*)	10,86%	10,60%	12,37%	9,54%	0,96%	8,81%
Martifer	11,03%	11,15%	12,50%	9,70%	1,16%	10,52%
Mota-Engil(*)	10,63%	10,23%	13,33%	8,10%	1,61%	15,13%
Portucel	9,53%	9,95%	10,80%	7,00%	1,34%	14,06%
PT(*)	10,98%	11,28%	12,67%	7,00%	1,65%	15,04%
REN	8,44%	8,47%	9,31%	7,70%	0,52%	6,16%
ZON	10,17%	9,30%	12,85%	9,10%	1,39%	13,67%

Nota: Apenas foram incluídos títulos com mais de 5 registos para esta variável.

(\*) Para estes títulos, o custo do capital próprio foi obtido através da média ponderada do capital próprio das principais unidades do grupo.

Em relação ao custo do capital alheio, é de destacar o elevado nível de concordância dos analistas financeiros a respeito do custo do financiamento através de dívida na Mota-Engil, na Portucel e na EDP (coeficientes de variação de 4,5%, 6,1% e 6,6%, respectivamente), empresas que contrastam com a REN e a Brisa que apresentam o maior nível de dispersão relativa (coeficiente de variação de 19,8% e 23,9%, respectivamente) – ver Tabela 31.

TABELA 31 – CUSTO DO CAPITAL ALHEIO

Emitente	Média	Mediana	Max.	Min.	D-P	Coef. Var.
Altri	6,70%	7,00%	7,50%	5,80%	0,62%	9,3%
Brisa	5,31%	5,00%	8,70%	3,55%	1,27%	23,9%
EDP	6,03%	6,00%	6,75%	5,50%	0,40%	6,6%
EDP Ren.	6,04%	6,03%	7,00%	5,00%	0,67%	11,1%
JM	7,27%	7,50%	8,77%	5,00%	1,20%	16,5%
Martifer	6,42%	6,63%	8,00%	5,10%	1,12%	17,5%
Mota-Engil	7,24%	7,28%	7,75%	6,50%	0,32%	4,5%
Portucel	6,60%	6,50%	7,10%	6,00%	0,40%	6,1%
REN	4,68%	4,20%	6,50%	3,80%	0,93%	19,8%
Semapa	6,77%	6,75%	7,50%	6,00%	0,54%	7,9%
ZON	6,17%	6,20%	6,75%	5,50%	0,47%	7,6%

Nota: Apenas foram incluídos títulos com mais de 5 registos para esta variável.

Por seu lado, a concordância dos analistas quanto ao valor do custo médio ponderado do capital foi superior na Portucel e na Sonae Indústria (coeficiente de variação de 4,9% e 6,6%, respectivamente). A REN foi o título que apresentou a maior divergência dos analistas financeiros quanto ao valor desta variável.

TABELA 32 – CUSTO MÉDIO PONDERADO DO CAPITAL

Emitente	Média	Mediana	Max.	Min.	D-P	Coef. Var.
Altri	8,19%	8,10%	9,20%	6,90%	0,69%	8,4%
Brisa	7,10%	7,00%	9,00%	6,00%	0,70%	9,8%
EDP	6,72%	6,75%	8,80%	5,40%	0,83%	12,3%
EDP Ren.	6,87%	7,00%	8,00%	5,61%	0,51%	7,4%
Galp	10,25%	10,20%	14,00%	7,50%	1,70%	16,6%
Impresa	9,01%	9,00%	11,30%	7,20%	1,47%	16,3%
JM	9,90%	9,60%	11,42%	8,24%	1,07%	10,8%
Martifer	8,62%	8,42%	11,00%	7,00%	1,07%	12,4%
Mota-Engil	10,31%	9,50%	13,30%	8,50%	1,62%	15,7%
Portucel	8,45%	8,44%	9,10%	7,92%	0,41%	4,9%
PT	8,76%	8,55%	10,50%	7,50%	0,78%	8,8%
REN	6,66%	6,22%	8,80%	4,59%	1,61%	24,2%
Sonae Indústria	8,58%	8,50%	9,60%	8,00%	0,57%	6,6%
ZON	8,39%	8,40%	9,10%	7,60%	0,56%	6,7%

Nota: Apenas foram incluídos títulos com mais de 5 registos para esta variável.

Por fim, a partir das variáveis lucros por acção, custo do capital próprio e preço-alvo que constam dos relatórios de análise financeira, estimou-se o peso do crescimento futuro no valor teórico das acções, como segue:

$$\text{Peso do crescimento} = \frac{\left( P. \text{ Alvo} - \frac{EPS}{K_e} \right)}{P. \text{ Alvo}}$$

em que P. Alvo diz respeito ao preço-alvo, EPS corresponde aos lucros por acção e  $K_e$  representa o custo do capital próprio da empresa alvo de análise.

A Tabela 33 exhibe os valores médios do peso do crescimento futuro no valor teórico das acções subjacentes a cada relatório de análise financeira.

TABELA 33 – PESO DO CRESCIMENTO FUTURO NO VALOR TEÓRICO DA EMPRESA

Valores Mobiliários	Peso do Crescimento Futuro no Valor Teórico das Acções
BCP	40,0%
BES	28,2%
Brisa	63,0%
EDP	13,6%
EDP Ren.(*)	79,2%
JM(*)	61,8%
Mota-Engil(*)	28,6%
PT(*)	27,5%
REN	12,5%

Nota: Valores médios. Apenas foram incluídos títulos com mais de 5 registos para esta variável.

(\*) Para estes títulos, o custo do capital próprio foi obtido através da média ponderada do capital próprio das principais unidades do grupo.

O peso do crescimento futuro no valor teórico da REN e da EDP é 12,5% e 13,6%, respectivamente, o que significa que grande parte do valor teórico atribuído a estas empresas deriva dos níveis de *cash-flows*/lucros gerados actualmente. Em sentido oposto, o valor teórico da EDP Renováveis (79,2%) e o da Brisa (63,0%) estão associados às perspectivas de crescimento das suas actividades (e respectivos lucros futuros).

### 3. SUPERVISÃO DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO ENTRE OUTUBRO DE 2009 E SETEMBRO DE 2010

#### 3.1. CARACTERIZAÇÃO

##### 3.1.1. ENQUADRAMENTO JURÍDICO BASE E ADITAMENTOS

###### A) ENQUADRAMENTO JURÍDICO BASE

O enquadramento legal base em matéria de recomendações de investimento encontra-se essencialmente delineado nos artigos 12.º-A e seguintes do CodVM.

A transposição da Directiva 2004/39/CE (DMIF) veio basear as novas exigências dos artigos 12.º-A a 12.º-E do CodVM. A análise financeira passou a ser incluída no elenco dos serviços auxiliares de investimento (art.º 291.º do CodVM), devendo a prestação de recomendações gerais de investimento ser efectuada de acordo com elevados padrões profissionais e éticos, em particular quando realizada por entidades que conjugam esta actividade com serviços (principais) de investimento. Nesta matéria, a DMIF aprofundou a estrutura normativa já existente, em especial tornando obrigatória a adopção, por escrito, de uma política destinada a identificar possíveis conflitos de interesse e a eliminar ou reduzir o risco da sua ocorrência. Assim, aos intermediários financeiros passou a ser requerida a adopção de uma política de gestão de conflitos de interesse, nomeadamente no que diz respeito à análise financeira, que preveja:

- a) Procedimentos eficazes para impedir ou controlar a troca de informações entre colaboradores;
- b) Uma fiscalização dos colaboradores envolvidos na prestação de serviços a clientes;
- c) A eliminação de qualquer relação directa entre as remunerações de colaboradores envolvidos em actividades susceptíveis de originar conflitos de interesse;
- d) A adopção de medidas destinadas a impedir ou a limitar qualquer pessoa de exercer uma influência inadequada sobre o modo como um colaborador exerce a sua actividade;
- e) A adopção de medidas destinadas a impedir o envolvimento simultâneo ou sequencial de um colaborador em diferentes actividades.

No que respeita a recomendações de investimento, a DMIF veio ainda acrescentar dois grupos de regras: (i) regras para acautelar a independência dos intermediários financeiros, e (ii) regras para prevenir abusos de mercado. Para assegurar a independência, os intermediários financeiros, analistas e outras pessoas envolvidas na elaboração de recomendações não podem aceitar benefícios ilegítimos de quem tenha interesse significativo na recomendação ou assumir o compromisso de produzir uma avaliação favorável aos emitentes a que a recomendação se refere. Para prevenir situações de conflitos de interesse, os intermediários financeiros devem adoptar procedimentos destinados a, nomeadamente, assegurar que os colaboradores envolvidos na actividade de análise financeira não realizem determinadas transacções em nome pessoal e que os emitentes ou seus colaboradores não tenham acesso à recomendação, antes da sua divulgação.

## **B) ADITAMENTOS AO ENQUADRAMENTO JURÍDICO BASE**

Durante o período de Outubro de 2009 a Setembro de 2010, a CMVM publicou dois normativos que vieram complementar o enquadramento jurídico base em matéria de recomendações de investimento: a Instrução n.º2/2009 (*Research*) e o Regulamento da CMVM n.º3/2010 (Deveres de Conduta e Qualificação Profissional dos Analistas).

A Instrução n.º2/2009 entrou em vigor a 1 de Janeiro de 2010 e é aplicável a intermediários financeiros, analistas independentes e outras pessoas singulares ou colectivas mencionadas no artigo 12.º-A do CodVM e regula, relativamente a recomendações de investimento tendo por objecto acções admitidas à negociação em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral situado ou a funcionar em Portugal, o dever de envio dos relatórios de análise financeira à CMVM. A Instrução solicitava ainda o envio de todas as recomendações de investimento divulgadas a um ou mais clientes em canais de distribuição ao público entre 1 de Janeiro de 2009 e a data da notificação da Instrução. Para o efeito, foi enviado um ofício circular a um conjunto de intermediários financeiros nacionais e internacionais (13 nacionais e 37 internacionais) que a CMVM identificou como responsáveis pela produção de relatórios de *research* sobre as empresas portuguesas nas condições acima descritas.

Este normativo teve como principal objectivo formalizar uma prática já implementada informalmente, com o intuito de assegurar o acesso imediato por parte da CMVM às recomendações de investimento divulgadas, por forma a melhor poder acompanhar esta actividade, aferir sobre o seu impacto na evolução do mercado e acompanhar as diferentes formas da sua divulgação.

### **CAIXA 1 – Instrução n.º2/2009 (*Research*)**

A CMVM, no âmbito e para o exercício das suas atribuições de supervisão previstas no Capítulo II do Título VII do Código dos Valores Mobiliários, necessita que os intermediários financeiros, analistas independentes e outras pessoas singulares ou colectivas mencionadas no artigo 12.º-A do Código dos Valores Mobiliários, lhe enviem as recomendações de investimento tendo por objecto acções admitidas à negociação em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral situado ou a funcionar em Portugal, que se destinem a canais de distribuição ou ao público.

Nestes termos, a presente Instrução é aplicável a intermediários financeiros, analistas independentes e outras pessoas singulares ou colectivas mencionadas no artigo 12.º-A do Código dos Valores Mobiliários e regula, relativamente a recomendações de investimento tendo por objecto acções admitidas à negociação em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral situado ou a funcionar em Portugal, o dever de envio das mesmas à CMVM.

A presente instrução define ainda a forma de envio à CMVM da informação supra referida.

Nestes termos, a CMVM, ao abrigo do disposto nos números 1 e 5 do artigo 369.º do Código dos Valores Mobiliários determina o seguinte:

**Norma número 1:** A presente Instrução regula o envio à CMVM, por parte de intermediários financeiros, analistas independentes e outras pessoas singulares ou colectivas referidas no artigo 12.º-A do Código dos Valores Mobiliários, que elaborem e divulguem recomendações de investimento tendo por objecto acções admitidas à negociação em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral situado ou a funcionar em Portugal.

**Norma número 2:** As entidades referidas na Norma anterior remetem à CMVM as recomendações de investimento tendo por objecto acções admitidas à negociação em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral situado ou a funcionar em Portugal no mesmo momento em que as divulgam aos respectivos clientes ou as disponibilizam em canais de distribuição ou ao público.

**Norma número 3:** O envio das recomendações à CMVM deve ser efectuado através de correio electrónico, para o endereço [research@cmvm.pt](mailto:research@cmvm.pt), em formato pdf.

**Norma número 4:** O envio da informação através de correio electrónico está sujeito à utilização de mecanismos de encriptação dos ficheiros.

**Norma número 5:** No âmbito da presente Instrução, é interlocutor perante a CMVM, designadamente no que respeita à qualidade da informação remetida, a pessoa ou pessoas responsáveis pela actividade de elaboração de recomendações de investimento.

**Norma número 6:** A presente Instrução entra em vigor no dia 1 de Janeiro de 2010.

**Norma número 7:** São enviadas à CMVM até 31 de Janeiro de 2010 todas as recomendações de investimento divulgadas a um ou mais clientes ou disponibilizadas em canais de distribuição ou ao público entre 1 de Janeiro de 2009 e a notificação da presente Instrução, tendo por objecto acções admitidas à negociação em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral situado ou a funcionar em Portugal.

*Lisboa, 23 de Dezembro de 2009*

O Regulamento da CMVM n.º3/2010 entrou em vigor a 16 de Abril de 2010. Este regulamento reformulou as disposições normativas presentes no Regulamento n.º2/2007, em particular as disposições normativas em matéria de análise financeira (aqueles que, nos termos do artigo 12.º-A do CodVM, elaborem ou emitam recomendações de investimento '*que se destinem a canais de distribuição ou ao público*') fixando-lhes requisitos de idoneidade, deveres de conduta e qualificação profissional e princípios de actuação.

Por um lado, os analistas financeiros deverão definir políticas e procedimentos que auto-regulem em que circunstâncias podem realizar operações pessoais, como gerem situações de conflitos de interesses a que estão sujeitos (inclusive em matérias remuneratórias) e que metodologias utilizam. Em alternativa, podem aderir a um código de conduta e/ou deontológico de uma associação profissional representativa da classe, substituindo assim a definição das próprias políticas e procedimentos.

Por outro lado, os analistas financeiros devem possuir uma determinada certificação profissional que, de acordo com o novo regime, consiste em possuir um diploma emitido por uma das entidades certificadoras de prestígio internacionalmente reconhecido, como é o caso do *CFA Institute*, da *European Federation of Financial Analysts Societies* ou da *Association of Certified International Investment Analysts*. Este regulamento reconhece ainda a possibilidade de outros cursos de formação e/ou exames poderem igualmente atingir o desiderato pretendido, estando sujeitos a apreciação por parte da CMVM.

Em matéria de aplicação no tempo e regime transitório, os requisitos de qualificação profissional a que se refere o Regulamento da CMVM n.º3/2010 são aplicáveis a todos os analistas financeiros que pretendam aceder à actividade a partir de 1 de Janeiro de 2011. No entanto, a CMVM criou um regime transitório para os analistas financeiros que queiram aceder à actividade desde a entrada em vigor do Regulamento até 1 de Janeiro de 2011, ficando o seu registo dependente de aprovação da CMVM com base nas aptidões e experiência acumuladas. O registo é válido até um período de quatro anos a partir da data em que foi concedido ou da sua actualização, e depende da obtenção das qualificações profissionais previstas, podendo alguns candidatos ser dispensados das mesmas caso demonstrem ter adquirido por outras vias conhecimentos suficientes para o exercício da profissão.

Com a criação deste Regulamento, a CMVM procurou harmonizar tanto quanto possível a certificação de qualificação profissional das pessoas que exerçam a actividade de análise financeira, ao mesmo tempo que visou estimular a estruturação e a implementação de modelos de auto-regulação que possam promover a qualidade das recomendações de investimento produzidas.

**CAIXA 2 – Excerto do Regulamento da CMVM n.º3/2010 – Deveres de Conduta e Qualificação Profissional dos Analistas Financeiros (Alteração ao Regulamento da CMVM n.º2/2007)**

(...)

**Artigo 10.º**

**Qualificação Profissional**

1. A qualificação e aptidão profissionais exigidas no artigo 301.º do Código dos Valores Mobiliários e na alínea c) do artigo 17.º do Decreto-Lei n.º 357-B/2007, de 31 de Outubro, são aferidas pela CMVM nos termos previstos neste regulamento e constituem pressuposto do registo como analistas financeiros nos termos do presente artigo.

2. São considerados qualificados para efeitos de admissão a registo como analistas financeiros os requerentes que demonstrem possuir as seguintes habilitações:

a) diploma emitido por uma das seguintes entidades:

i) *CFA Institute*;

ii) *European Federation of Financial Analysts Societies*; ou

iii) *Association of Certified International Investment Analysts*;

b) certificado comprovativo de aproveitamento em curso curricular de mestrado com acreditação *CFA Partners*.

c) certificado comprovativo de aproveitamento em curso ou exame considerados pela CMVM, após análise do respectivo conteúdo curricular e grau de exigência, como equivalentes ao nível de qualificação daqueles diplomas.

3. A CMVM divulga os cursos de formação e/ou exames que tenham sido objecto de reconhecimento, podendo tal reconhecimento ser requerido pela entidade formadora ou por detentor de título de formação de entidade ainda não divulgada pela CMVM como tendo sido reconhecida.

## **Capítulo VII**

### **Recomendações de investimento**

#### **Artigo 35.º**

##### **Âmbito de aplicação**

1. O presente capítulo aplica-se a:

a) pessoas colectivas qualificadas como intermediários financeiros e que exerçam actividades de análise financeira;

b) pessoas colectivas que não intermediários financeiros, mas que exerçam actividades de análise financeira; e

c) pessoas singulares que exerçam actividades de análise financeira a título independente ou enquadradas em intermediário financeiro ou outra instituição, independentemente da natureza desta e da relação jurídica entre tal pessoa e a instituição em causa.

2. Para efeitos do presente diploma, entende-se por actividade de analista ou análise financeira a emissão de recomendações de investimento nos termos previstos nos números 1 e 2 do artigo 12.º-A do Código dos Valores Mobiliários.

3. A pessoa cujo nome figure na recomendação é sempre responsável pela sua preparação, sem prejuízo da responsabilidade do eventual responsável hierárquico e da pessoa colectiva.

(...)

#### **Artigo 10.º-A**

##### **Idoneidade e Regras de Conduta Analistas Financeiros**

1. Além da qualificação profissional exigida nos termos do artigo anterior, os analistas financeiros devem ser idóneos e possuir experiência profissional relevante, de acordo com elevados padrões de exigência, adequadas ao exercício da actividade de modo profissional.

2. Considera-se indiciadora da falta de idoneidade a verificação de alguma das circunstâncias previstas no artigo 9.º do presente Regulamento ou o facto de o analista financeiro ter sido sancionado com a pena de expulsão ou suspensão de associação profissional que tenha efectuado à CMVM a comunicação prevista no n.º 1 do artigo 10.º-C.

3. Os analistas financeiros devem actuar com independência, imparcialidade e de acordo com elevados padrões de diligência, integridade e transparência, orientando a sua actividade no sentido da protecção dos investidores e da eficiência do mercado.

## **Artigo 10.º-B**

### **Políticas e Procedimentos**

1. Os analistas financeiros devem adoptar políticas e procedimentos escritos adequados e eficazes que regulem, designadamente:

a) os padrões de ética, de independência, de qualificação profissional e de organização interna que devem observar no desempenho das suas funções;

b) as metodologias e práticas profissionais usadas para garantir a qualidade dos seus serviços;

c) os termos em que podem realizar operações pessoais sobre os instrumentos financeiros abrangidos pela sua actividade de análise financeira ou os instrumentos financeiros com eles relacionados;

d) a sua política em matéria de interesses, conflitos de interesses e o método de determinação da remuneração que deve ser seguido para garantir a independência e objectividade da recomendação elaborada e, designadamente, a garantir que a remuneração dos analistas financeiros não se encontra dependente dos investimentos recomendados;

e) as regras relativas ao segredo profissional.

2. Os intermediários financeiros em que os analistas financeiros se inserem, devem emitir as suas próprias políticas e procedimentos, incluindo os conteúdos mínimos previstos no número anterior e assegurar o seu cumprimento, aplicando-se a regra da compilação prevista no artigo 13.º.

3. Os analistas financeiros não abrangidos pelo número anterior estão dispensados da adopção das políticas e dos procedimentos previstos nos números anteriores caso se sujeitem a um código de conduta e / ou deontológico aprovado por uma associação profissional representativa de analistas financeiros que assegure a monitorização e sancionamento do seu incumprimento.

4. Tratando-se de analistas financeiros não abrangidos pelo n.º 2 que sejam pessoas colectivas, estas deverão assegurar o cumprimento do código por parte de todos os seus colaboradores, independentemente da natureza da relação jurídica que com estes mantenham.

5. O disposto no número anterior não prejudica a competência fiscalizadora e sancionatória da CMVM nos termos deste Regulamento e de outros normativos.

## **Artigo 10.º-C**

### **Associações Profissionais de Analistas Financeiros**

1. As associações profissionais representativas de quaisquer pessoas singulares ou colectivas que realizem actividades de análise financeira que pretendam aprovar um código de conduta e / ou deontológico relevante para efeitos da dispensa prevista no n.º 3 do artigo anterior devem comunicar essa pretensão à CMVM.

2. Os códigos de conduta e / ou deontológicos aprovados pelas associações profissionais para efeitos da dispensa prevista no n.º 3 do artigo anterior devem definir as políticas e procedimentos de actuação a ser respeitados no exercício da actividade de análise financeira e abranger, pelo menos, os aspectos mencionados no n.º 1 do artigo 10.º-B.

3. A dispensa prevista no número 3 do artigo anterior depende ainda de as associações possuírem os meios técnicos e humanos necessários à monitorização e sancionamento do respectivo incumprimento.

4. As políticas e procedimentos constantes desse código de conduta e/ou deontológico têm de ser susceptíveis de proporcionar que as recomendações de investimento sejam emitidas com competência, independência e objectividade.

5. Os códigos de conduta e / ou deontológicos aprovados pelas associações profissionais para efeitos da dispensa prevista no n.º 3 do artigo anterior devem ser acessíveis ao público, em sítio na Internet.

#### **Artigo 36.º-A**

##### **Idoneidade, Regras de Conduta e Políticas e Procedimentos**

1. É correspondentemente aplicável aos analistas financeiros o disposto nos artigos 10.º-A e 10.º-B sobre os requisitos de idoneidade, regras de conduta e políticas e procedimentos dos consultores para investimento.

2. As políticas e procedimentos dos analistas financeiros ou, caso aplicável, o código de conduta e/ou deontológico a que se sujeitem devem estar acessíveis a pedido, devendo as recomendações de investimento divulgadas ao público conter uma referência clara à sua existência e forma de acesso, excepto no caso das recomendações não escritas.

3. O analista financeiro deve ainda, nas recomendações de investimento divulgadas ao público, indicar o seu número de registo.

(...)

### **3.1.2. OBJECTO DA SUPERVISÃO**

O objecto de supervisão da CMVM nesta matéria consiste em toda e qualquer recomendação de investimento sobre um emitente de valores mobiliários, valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, do mercado português, e que se destinem a canais de distribuição ou ao público.

À luz do artigo 12.º-A do CodVM, existem dois grandes núcleos de pessoas às quais se aplica o regime das recomendações de investimento:

1. Intermediários financeiros ou outras pessoas jurídicas, singulares ou colectivas (analistas independentes e quaisquer entidades) que tenham como actividade principal a emissão de recomendações de investimento; e

2. Pessoas jurídicas, singulares ou colectivas, que, no quadro da respectiva profissão ou actividade, emitam recomendações de investimento ou desinvestimento sobre um determinado instrumento financeiro.

A forma, verbal ou escrita, da recomendação ou sugestão com que é realizada ou divulgada não releva para efeitos de aplicação do regime estabelecido mas no caso de recomendações não escritas conduz à aplicação do artigo 12.º-E do CodVM, ou seja, à possibilidade de o cumprimento dos deveres de

informação poder ser feito por simples remissão para o local onde tal informação se encontra disponibilizada. Importa mencionar que, do conceito abrangente de recomendação se excluem os aconselhamentos prestados no âmbito da actividade de consultoria para o investimento em valores mobiliários, dirigidos directamente a um cliente ou a clientes que reúnam determinado perfil de investimento, previamente verificado pelo consultor para investimento. Os pareceres emitidos por agências de notação de risco (*rating*) sobre a solvência de um emitente ou de um instrumento financeiro concreto numa determinada data não constituem igualmente recomendações de investimento.

O conceito de “canal de distribuição” está relacionado com todo e qualquer meio de divulgação (electrónico ou em papel) ao qual possam ter acesso os investidores, independentemente da sua natureza (qualificados e não qualificados), nomeadamente através de *email*, *internet* ou *sms*. Adicionalmente, as recomendações de investimento podem ser divulgadas por outra pessoa diferente daquela que as formulou, de forma inalterada, alterada ou resumida. A recomendação de investimento divulgada por terceiros deve ser acompanhada de forma clara e destacada da identificação da pessoa ou da entidade responsável pela divulgação, assim como deve identificar os conflitos de interesse do seu autor, caso estes sejam do conhecimento público.

---

### 3.1.3. PROCEDIMENTOS

A supervisão do *research* assenta sobre um conjunto de procedimentos base, dos quais se destacam:

- Acompanhamento diário das recomendações divulgadas pelos intermediários financeiros nacionais e estrangeiros sobre entidades emitentes cotadas na *Euronext Lisbon*;
- Acompanhamento diário da divulgação de recomendações de investimento por parte de terceiros, nomeadamente, por meios de comunicação social;
- Verificação do cumprimento do disposto nos artigos 12.º-A e seguintes do CodVM (análise formal);
- Verificação da existência de rendibilidade anormal em títulos sobre os quais tenham sido divulgadas recomendações de investimento;
- Pedidos de esclarecimentos aos intermediários financeiros relacionados com recomendações e/ou relatórios de *research*, solicitando, nomeadamente, o envio do modelo de avaliação em causa, quando se justifique;
- Análise aprofundada desses modelos de avaliação;
- Numa base trimestral, a verificação do cumprimento pelas empresas de investimento e pelas instituições de crédito que emitem ou divulgam recomendações de investimento de terceiros, da divulgação no *site* da *Internet*, da informação referente à “*percentagem das recomendações de «comprar», «manter», ou «vender», ou expressões equivalentes, no conjunto das suas recomendações*”, assim como “*a percentagem de recomendações relativas a emitentes aos quais aquelas entidades prestaram serviços bancários de investimento significativos nos últimos 12 meses anteriores à elaboração da recomendação*”, conforme estipulado no n.º 5 do art. 12.º-C do CodVM.

Relativamente a este último aspecto, a CMVM supervisionou, no ano em análise, os sites de 11 intermediários financeiros nacionais, tendo verificado um elevado grau de cumprimento do disposto no

CodVM. Por norma, tem-se verificado que muitos intermediários financeiros estrangeiros apresentam a mesma informação nos seus relatórios de *research*.

#### 3.1.4. TIPOS DE ANÁLISE

A supervisão da actividade de recomendações de investimento desenvolve-se em três acções distintas: (i) *análises formais*, no sentido de verificar a conformidade das recomendações de investimento com a regulamentação em vigor, nomeadamente a informação obrigatória a publicar nos relatórios de investimento pelos intermediários financeiros; (ii) *análises substanciais sumárias* quanto ao conteúdo das recomendações de investimento, nomeadamente no que se refere ao modelo de avaliação utilizado e aos pressupostos subjacentes, por forma a aferir a coerência dos mesmos com o preço-alvo apresentado. Neste contexto, é dada especial atenção a relatórios de início de cobertura e a alterações no sentido da recomendação, podendo passar-se a uma análise aprofundada, caso se justifique; (iii) *análises substanciais aprofundadas*, nas quais se analisam com maior grau de detalhe o contexto no qual foi emitida a recomendação de investimento. Neste âmbito, a CMVM solicita, sempre que necessário, elementos adicionais e esclarecimentos aos intermediários financeiros por forma a validar o conteúdo e o sentido das recomendações de investimento, nomeadamente o modelo de avaliação. Procede-se ainda à análise de notícias envolvendo o sector/empresa, bem como outras recomendações de investimento sobre o mesmo emitente.

A *análise formal* precede sempre os outros dois tipos de análise e visa aferir do cumprimento do disposto no CodVM acerca do conteúdo das recomendações de investimento (art. 12.º-B) e da divulgação de conflitos de interesses (art. 12.º-C).

Quanto ao conteúdo das recomendações de investimento, o CodVM prevê, entre outros aspectos, que seja indicada de forma clara e visível a identidade do autor da recomendação, as fontes de informação e a base de cálculo ou método utilizado para avaliar o emitente. É ainda exigido que as recomendações de investimento contenham uma distinção clara entre matéria factual e o conjunto de projecções, de previsões e de preços-alvo, com menção expressa dos pressupostos considerados para o determinar. Exige-se também que os relatórios de *research* contenham informação relativa às divergências da recomendação relativamente a recomendações anteriores sobre o mesmo emitente ou instrumento financeiro, emitidas nos 12 meses anteriores, bem como a indicação da data em que foram divulgadas, em termos claros e destacados.

A análise do *disclaimer* divulgado nos relatórios de *research*, em matéria de divulgação de conflitos de interesses, pressupõe o conhecimento do leque de participações cruzadas entre entidades emitentes admitidas à negociação na *Euronext Lisbon* e os intermediários financeiros responsáveis pela produção e divulgação de recomendações de investimento.

A análise de recomendações de investimento de uma forma aprofundada tem em consideração alguns aspectos base. Desde logo, procede-se à comparação da recomendação e do preço-alvo com os anteriormente divulgados pelo intermediário financeiro em questão, procurando quantificar a magnitude da revisão e analisar a justificação apresentada, de forma a aferir da sua coerência. São analisados os pressupostos subjacentes à avaliação, nomeadamente o prémio de risco considerado, o Beta, o custo do capital próprio e o do capital alheio, o custo médio ponderado do capital, a taxa de juro

sem risco, a taxa de crescimento real considerada na perpetuidade e o *payout ratio*, e eventuais alterações aos mesmos face à recomendação anterior. Nas análises aprofundadas são ainda analisadas estimativas e múltiplos de mercado, e, sempre que considerado necessário, são solicitados e analisados os modelos de avaliação subjacentes às recomendações.

Ao analisar recomendações de investimento observa-se ainda o comportamento da cotação dos títulos sobre os quais foram emitidas recomendações de investimento, no dia da sua divulgação, no dia anterior e nos dias imediatamente posteriores, com o objectivo de despistar eventuais abusos de mercado e de verificar o impacto da divulgação de tais recomendações sobre as cotações. Da comparação da valorização da cotação dos títulos sobre os quais foram divulgadas recomendações de investimento com a evolução de índices de referência (ex. PSI-20) calculam-se rendibilidades anormais, um factor importante para a análise.

Outro aspecto importante é o enquadramento das recomendações de investimento divulgadas, nomeadamente por comparação com outras recomendações existentes para a mesma entidade emitente. São ainda analisadas notícias divulgadas por meios de comunicação social sobre a entidade emitente em questão ou sobre o sector em que se encontra inserida que possam ter influenciado a recomendação.

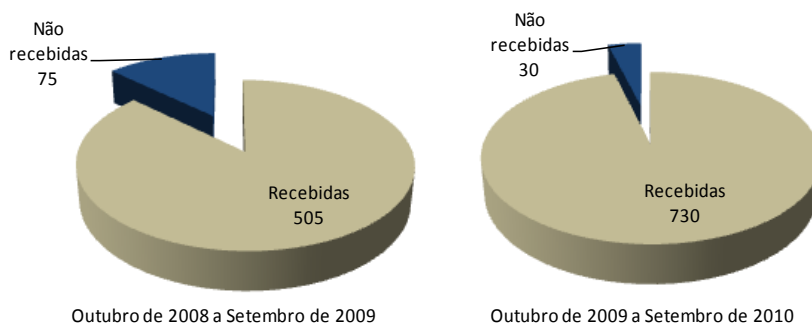
## **3.2. DADOS ESTATÍSTICOS E EXEMPLOS DE ANÁLISES APROFUNDADAS**

### **3.2.1. RECOMENDAÇÕES IDENTIFICADAS E RECEBIDAS NA CMVM**

De 1 de Outubro de 2009 a 30 de Setembro de 2010, a CMVM identificou 760 novas recomendações de investimento sobre entidades emitentes admitidas à negociação na *Euronext Lisbon*. Para este cálculo, não estão a ser consideradas reiteraões da recomendação e do preço-alvo, uma vez que se considera que estas dizem respeito a recomendações já existentes. Adicionalmente, não são considerados para esta estatística os relatórios diários divulgados pelos intermediários financeiros (usualmente conhecidos por *Morning Mails* e *Dailys*) que, embora sejam também objecto de análise, não incluem em regra alterações de recomendação e/ou de preço-alvo.

Do total de 760 recomendações de investimento identificadas pela CMVM, cerca de 96% foram recebidas na CMVM por *email*, dizendo os restantes 4% respeito a alguns intermediários financeiros estrangeiros que no período em análise não estavam a remeter os relatórios de *research* à CMVM. No ano anterior, a CMVM identificara 580 novas recomendações, 87% das quais recebeu por *email*.

GRÁFICO 12 – TOTAL DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO IDENTIFICADAS (RECEBIDAS NA CMVM VS. NÃO RECEBIDAS)



Actualmente, a CMVM recebe, diariamente, relatórios de *research* de 41 intermediários financeiros, dos quais 11 são nacionais e 30 são estrangeiros. No ano anterior, o número de intermediários financeiros que remetiam os seus relatórios de *research* à CMVM ascendia a 29 (8 nacionais e 21 estrangeiros).

### 3.2.2. ESCLARECIMENTOS SOLICITADOS

De 1 de Outubro de 2009 a 30 de Setembro de 2010, no âmbito da supervisão à actividade de análise financeira, a CMVM solicitou 33 esclarecimentos a intermediários financeiros e outras entidades relacionados com recomendações de investimento, dos quais cerca de 85% (28) dizem respeito a entidades nacionais. Do total de 33 pedidos de esclarecimento efectuados, 16 foram dirigidos a intermediários financeiros, correspondendo cerca de 81% dos mesmos a intermediários financeiros nacionais.

TABELA 34 – ÂMBITO DOS PEDIDOS DE ESCLARECIMENTO

Análise a relatórios de <i>research</i>	6
<i>Research</i> não autorizado	15
Registos para a actividade de <i>research</i>	5
Conteúdos de jornais	3
Outros	2
<b>Total</b>	<b>33</b>

### 3.2.3. ANÁLISES SUMÁRIAS

No período acima referido, a CMVM efectuou 733 análises sumárias, tendo por objecto os relatórios de *research* recebidos no período em causa e outros relatórios. Os relatórios diários (*Dailys, Morning Mails*) enviados pelos intermediários financeiros são também, em regra, objecto de uma análise sumária, mas não foram incluídos naquele número.

TABELA 35 – TOTAL DE ANÁLISES SUMÁRIAS

Relatórios recebidos de intermediários financeiros	730
Relatórios de uma sociedade não financeira	2
Vídeo <i>online</i>	1
Total	733

### 3.2.4. ANÁLISES APROFUNDADAS

No último ano, a CMVM analisou de forma aprofundada 14 situações relacionadas com recomendações de investimento, que incluíram 45 relatórios de *research*, 6 *disclaimers* de relatórios de *research*, duas aplicações informáticas disponibilizadas por um jornal de cariz económico na qual eram difundidas notícias relacionadas com recomendações de investimento, 23 artigos de imprensa, 7 casos de prática de análise financeira não autorizada pela CMVM, três *websites* (analisados no âmbito dos casos de *research* não autorizado pela CMVM), 6 vídeos disponibilizados *online* por jornais de cariz económico, e uma análise aprofundada a uma lista de clientes disponibilizada por um intermediário financeiro estrangeiro. As análises aprofundadas incluem por norma a análise de vários relatórios de investimento, pelo que o número total de casos analisados aprofundadamente (14) é inferior ao número de relatórios de *research* analisados (45).

Do total de 45 relatórios de *research* alvo de análise aprofundada, cerca de 96% foram difundidos por intermediários financeiros estrangeiros (43 relatórios). Apenas se analisou de forma aprofundada um relatório da autoria de um intermediário financeiro nacional e outro de uma entidade não financeira que exercia a actividade sem a autorização prévia da CMVM.

No exercício da supervisão a recomendações de investimento, no âmbito da análise sumária efectuada a todos os relatórios recebidos, surgem por vezes dúvidas ao nível do conteúdo dos mesmos, nomeadamente quanto à fundamentação dos pressupostos da avaliação, conduzindo a pedidos de esclarecimento aos respectivos intermediários financeiros. Tais pedidos podem incluir o modelo de avaliação subjacente a determinada recomendação.

Por outro lado, as análises aprofundadas da CMVM podem também ter origem em questões colocadas por investidores, emitentes, intermediários financeiros, ou outros. Neste contexto, a CMVM desencadeou uma análise aprofundada a relatórios de *research* sobre 6 emitentes nacionais difundidos por um intermediário financeiro estrangeiro (no total, foram analisados 25 relatórios). Esta análise foi

conduzida na sequência de uma comunicação remetida à CMVM por parte do órgão de administração de um dos emitentes analisados, bem como na sequência de uma reclamação enviada por um investidor particular. Procedeu-se à aferição da coerência das recomendações de investimento e preços-alvo veiculados pelos relatórios de *research* em questão, bem como da possível existência de uma prática de manipulação de mercado por parte do intermediário financeiro, tendo em conta a periodicidade da divulgação dos mesmos.

Um outro factor que geralmente contribui para desencadear uma análise aprofundada é o facto de se estar na presença do preço-alvo mais elevado do mercado para um determinado emitente em questão, aquando da divulgação de uma recomendação de investimento. A CMVM desencadeou uma outra análise aprofundada a um relatório de *research* produzido por um intermediário financeiro nacional, onde se verificou uma variação significativa do preço-alvo de um emitente admitido à negociação no mercado regulamentado nacional. Havendo considerado que o relatório continha pouco pormenor relativamente à avaliação (*sum-of-the-parts*), a CMVM solicitou esclarecimentos junto do intermediário financeiro, no sentido de melhor perceber os cálculos subjacentes ao preço-alvo.

Por norma, sempre que determinado valor mobiliário regista uma rendibilidade anormal no dia em que foram divulgadas recomendações de investimento, procede-se igualmente a uma análise aprofundada do(s) relatório(s) de *research* subjacente(s). No período considerado, a CMVM analisou vários relatórios de *research* emitidos sobre uma outra entidade emitente nacional, nomeadamente quanto aos pressupostos considerados, após a acção ter registado uma rendibilidade anormal nos dias em que foram divulgadas recomendações de investimento.

Adicionalmente, procede-se também à análise de relatórios de *research* no âmbito de processos de análise ou investigação de potenciais práticas de manipulação de mercado. Nestes casos, a CMVM solicita esclarecimentos e desenvolve análises aprofundadas ao teor das recomendações de investimento divulgadas pelos intermediários financeiros sobre as quais recaem as suspeitas. Foram solicitados vários esclarecimentos a um intermediário financeiro internacional, no sentido de perceber se um determinado relatório de *research* sobre um emitente admitido à negociação na *Euronext Lisbon* havia sido divulgado primeiramente a uma lista exclusiva de clientes e apenas depois aos seus clientes em geral.<sup>23</sup> Foram estabelecidas diligências junto do *Compliance Officer* do intermediário financeiro em questão a fim de obter informação adicional (a data oficial de divulgação do relatório de *research*, os nomes dos clientes a quem os relatórios foram enviados, endereços de *emails*, etc.).

No âmbito da supervisão da divulgação de recomendações de investimento por meios de comunicação social, a CMVM desencadeou duas análises a aplicações informáticas disponibilizadas por um jornal de cariz económico aos seus leitores, através dos seus *websites*. As aplicações permitiam aos seus utilizadores o acesso a informação relativa a recomendações de investimento e preços-alvo emitidos por intermediários financeiros nacionais e internacionais. As análises conduzidas incidiram principalmente sobre a consistência e actualidade da informação difundida, nomeadamente quanto à validade dos preços-alvo e/ou das recomendações. Numa das análises concluiu-se que a aplicação informática não difundia informação em tempo real, existindo um desfasamento considerável entre a data de divulgação da informação no jornal e a actualização da mesma informação na aplicação, o que poderia ser susceptível de enviesar as decisões de investimento. No outro caso concluiu-se que as recomendações

---

<sup>23</sup> Note-se que é entendimento consensual dos reguladores europeus, que o conhecimento antecipado da publicação próxima de um relatório de *research* pode constituir informação privilegiada (vide CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, December 2002).

de investimento eram divulgadas com base em preços-alvo médios cujo cálculo era feito com recurso a informação desactualizada e que não se verificava o cumprimento do disposto no CodVM no que respeita à divulgação de informação relativa à existência de possíveis conflitos de interesse entre o autor da recomendação original e o emitente. Em ambos os casos procedeu-se à notificação dos autores das recomendações de investimento, tendo-se suspenso a divulgação das mesmas.

A CMVM analisou ainda dois *websites* onde eram difundidas recomendações de investimento sem autorização prévia da CMVM. Para este efeito, procedeu-se ao confronto da informação difundida através dos *websites* com o disposto no artigo 12.º-A e seguintes do CodVM, com as devidas adaptações tendo em conta a forma como eram veiculadas. No primeiro caso, estava-se na presença da difusão em formato vídeo de recomendações de investimento através do recurso a análise técnica, não havendo qualquer referência à existência de conflitos de interesses entre o autor das recomendações e as empresas analisadas no vídeo ou à detenção de instrumentos financeiros pelo analista. No segundo caso, estava-se na presença da emissão de recomendações de investimento por parte do colaborador de um intermediário financeiro registado na CMVM, não estando este informado da actividade do seu colaborador. Neste caso, o *website* também não cumpria com o disposto no CodVM, acrescendo ainda o facto do autor das recomendações de investimento não estar registado para o efeito junto da CMVM.

No âmbito de situações de prática de *research* não autorizado, a CMVM detectou ainda outros dois *websites* que continham recomendações de investimento e cujos analistas independentes não se encontravam registados, não tendo sido previamente comunicados os seus elementos identificativos. Em ambos os casos, a CMVM ordenou a suspensão imediata da divulgação de recomendações de investimento, exigindo o registo prévio dos analistas e a adaptação dos conteúdos ao disposto no enquadramento jurídico base nesta matéria.

### **CAIXA 3 – Exemplo de uma análise aprofundada sobre um intermediário financeiro internacional que divulgou vários preços-alvo para emitentes nacionais num curto período de tempo**

Em Agosto de 2010, a CMVM recebeu vários pedidos de análise, designadamente por parte de um investidor, de um jornalista e do órgão de administração de um emitente, relativamente ao fundamento e consistência de vários preços-alvo emitidos por um intermediário financeiro internacional sobre várias entidades admitidas à negociação em Portugal. Nesta situação, já referenciada internamente na CMVM e sujeita a análise, questionava-se acima de tudo o facto de existirem significativas variações nos preços-alvo dos emitentes num curto período de tempo (em alguns casos, a existência de três preços-alvo para o mesmo emitente em cerca de duas semanas), o que poderia indiciar práticas de eventual instrumentalização do *research* para abuso do mercado. Tratando-se de um intermediário financeiro internacional e apresentando algumas das acções em causa fraca liquidez, o impacto dos preços-alvo foi significativo.

Foram analisados 25 relatórios de *research* sobre 6 entidades nacionais dos sectores de energia, pasta e papel e *holdings*. Do total de relatórios analisados, 56% eram sectoriais, i.e., tratava-se de relatórios com recomendações para várias empresas do mesmo sector e cujo fundamento de alteração do preço-alvo era factor comum entre elas (alterações dos preços de matérias-primas, preços de pasta e papel, preços de energia, entre outros). Refira-se, também, que este intermediário financeiro utiliza nas suas avaliações um método próprio, ao contrário da maioria dos intermediários financeiros que utilizam métodos de avaliação mais tradicionais (*Discounted-Cash Flow*, Modelo de *Gordon* ou Múltiplos de Mercado), o que dificulta a percepção do impacto da alteração de cada pressuposto no preço-alvo.

A análise aos relatórios permitiu perceber que as variações dos preços-alvo se estendiam a todas as empresas do sector e eram realizadas aproximadamente na mesma magnitude, não havendo empresas relativamente mais penalizadas em termos de redução do preço-alvo do que as concorrentes. Concluiu-se igualmente que apesar do pouco detalhe técnico divulgado nas avaliações das empresas, os fundamentos para a alteração dos preços-alvo eram aparentemente consistentes ao longo dos relatórios. Também não se verificaram indícios de abusos de mercado após investigações apropriadas. No entanto, não deixa de ser questionável (do ponto de vista da credibilidade que deve merecer aos seus leitores) esta alteração de pressupostos (com significativo impacto na avaliação) em tão curtos espaços de tempo.

#### Evolução dos preços-alvo de um intermediário financeiro internacional sobre uma emitente nacional

<b>Data Research</b>	<b>Price Target</b>	<b>P. Fecho<sub>Dt.Div-1</sub></b>	<b>P. Fecho<sub>Dt.Div.</sub></b>	<b>Δ%</b>
10.Jun.2010	€ 3,20	€ 1,974	€ 2,018	2,23%
20.Jul.2010	€ 1,70	€ 2,105	€ 2,140	1,66%
27.Jul.2010	€ 1,90	€ 2,170	€ 2,157	-0,60%
2.Ago.2010	€ 2,05	€ 2,201	€ 2,218	0,77%

Legenda: P. Fecho Dt.Div-1 ré o preço de fecho na data anterior à divulgação da recomendação e P. Fecho Dt.Div. corresponde ao preço de fecho na data de divulgação da recomendação.

### 3.2.5. PEDIDOS DE REGISTO E DE CANCELAMENTO DE REGISTO PARA EXERCER A ACTIVIDADE DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO

A CMVM recebeu três pedidos de registo para o exercício da actividade de elaboração de recomendações de investimento por parte de intermediários financeiros. No decorrer destes processos, a CMVM solicitou vários esclarecimentos adicionais às três instituições financeiras, nomeadamente sobre a estrutura e funcionamento do seu departamento de *research*, com o objectivo de aferir se a mesma dispunha dos recursos necessários e suficientes para o fazer de acordo com as melhores práticas nesta matéria.

A CMVM recebeu ainda três pedidos de registo para o exercício da actividade de elaboração de recomendações de investimentos na figura de analistas independentes. Um dos analistas independentes era uma pessoa que participava regularmente em programas televisivos e que no decurso dos mesmos divulgava recomendações de investimento ao público, enquanto que o segundo pedido de registo foi solicitado por um jornalista especializado na área de Economia/Finanças e que colaborava com vários jornais. O terceiro pedido de registo para análise financeira independente teve origem numa sociedade não financeira responsável pela divulgação de publicações periódicas no âmbito da defesa do consumidor e que dispunha de vários colaboradores a trabalhar nesta área. Pelo facto dos analistas independentes não estarem enquadrados num intermediário financeiro, a CMVM exigiu um maior grau

de detalhe nos vários pedidos de registos, nomeadamente no que diz respeito às políticas adoptadas em matéria de conflitos de interesse, regras de conduta, idoneidade e políticas e procedimentos.

A CMVM não registou nenhum cancelamento de registo para exercer a actividade de elaboração de recomendações de investimento, durante o período em análise.

#### 4. ANÁLISE DO CUMPRIMENTO DAS RECOMENDAÇÕES DA CMVM À ACTIVIDADE DE ANÁLISE FINANCEIRA

A CMVM emitiu em 2007 um conjunto de recomendações que incidem sobre a actividade de *research*, e mais concretamente sobre a produção, a emissão e a difusão da informação que consta nos relatórios de análise financeira. Estas recomendações têm como principais destinatários os intermediários financeiros e os outros analistas financeiros que produzem relatórios de *research*, os emitentes sobre quem recai a recomendação de investimento ou o preço-alvo, os jornalistas e os investidores. Pela primeira vez, a CMVM efectua e divulga ao público em geral uma avaliação do cumprimento dessas recomendações pelos intermediários financeiros e analistas financeiros, emitentes e jornalistas durante o ano de 2010.<sup>24</sup>

##### 4.1. AS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO DIRIGIDAS AOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS E OUTROS ANALISTAS

Os intermediários financeiros e outros analistas exercem um papel fundamental na produção e disseminação de informação relativa a sociedades cotadas no mercado de capitais. Sobre eles recai um conjunto de seis recomendações relacionadas com a actividade de *research*.

###### CAIXA 4 – Recomendações aos Intermediários Financeiros e Outros Analistas

Recomenda-se aos intermediários financeiros e outros analistas financeiros que na elaboração e divulgação de relatórios de análise financeira:

1. Sejam destacados, entre outros, os seguintes aspectos na informação que devem legalmente constar na publicação das recomendações de investimento:

1.1 A ligação do intermediário financeiro, ou do analista financeiro, com o emitente dos valores mobiliários objecto da recomendação de investimento a quem tenha, nomeadamente, prestado serviços bancários ou mantido outras relações comerciais;

---

24 Não se identificam neste relatório os intermediários financeiros, órgãos de comunicação social e emitentes em virtude de ser a primeira vez que esta avaliação é efectuada.

1.2 A participação em consórcio ou em contratos de consórcio para assistência ou colocação dos valores mobiliários emitidos pelo emitente, independentemente da qualidade da participação, nos 12 meses anteriores à elaboração da recomendação;

1.3. Os acordos materialmente relevantes estabelecidos entre o emitente e o autor da recomendação de investimento, susceptíveis de influenciar a análise dos investidores;

1.4. A detenção de instrumentos financeiros objecto de recomendação por parte dos analistas financeiros e/ou dos intermediários financeiros dos quais são colaboradores;

1.5. A indicação expressa sobre se o emitente tomou ou não conhecimento da recomendação e da eventual validação dos pressupostos apresentados, antes da divulgação.

2. Insiram, nos relatórios de análise financeira, alertas dirigidos aos investidores não profissionais para o risco inerente à recomendação efectuada e para o facto de a mesma ser susceptível de alteração face à evolução do meio envolvente da empresa analisada ou à modificação das previsões, pressupostos e métodos utilizados.

3. Quando emitam publicamente uma sugestão de investimento ou desinvestimento em valores mobiliários de determinado emitente:

3.1. Disponibilizem o relatório de análise financeira subjacente à recomendação efectuada ou indiquem a localização ou o endereço informático onde e a partir de que momento pode o relatório ser consultado;

3.2. Mencionem se o relatório teve, previamente, algum destinatário específico, não sendo necessário a sua identificação;

3.3. Preparem um resumo do relatório que traduza com rigor o seu conteúdo, para permitir que quem o divulga (de forma sintética) possa reproduzir fielmente e sem distorções a opinião dos seus autores, designadamente no que respeita aos principais factores que condicionam o preço-alvo ou a recomendação de investimento, e informar sobre a existência de situações de conflitos de interesse.

4. Validem sistematicamente a coerência dos modelos de análise financeira, designadamente no que se refere ao método de avaliação e aos pressupostos utilizados.

5. Divulguem, com um intervalo temporal de 3 meses, na área pública do seu *site*, o histórico das recomendações de investimento elaboradas e divulgadas nos últimos 12 meses, organizado por entidade emitente, com informação relativa à data de divulgação da recomendação, o preço-alvo, o sentido da recomendação, o horizonte temporal do preço-alvo e da recomendação, a identificação do analista que emitiu a recomendação e a análise dos desvios dos preços-alvo face aos preços de mercado verificados.

6. Divulguem informação relativa à presença do analista financeiro em reuniões de preparação da participação do intermediário financeiro na colocação ou assistência em ofertas públicas de valores mobiliários emitidos pelo emitente objecto da recomendação.

A primeira das recomendações tem como propósito a revelação, por parte do intermediário financeiro ou analista, de potenciais conflitos de interesses com a entidade emitente sobre a qual incide o relatório de análise financeira. Esta recomendação considera-se cumprida quando o intermediário financeiro (ou o analista) divulga a informação referente a todos os cinco *items* mencionados. A proporção de intermediários financeiros e outros analistas que cumpriram integralmente a recomendação durante o período em apreço foi de apenas 17%, ou seja, apenas um dos intermediários financeiros para quem a CMVM é a autoridade competente.

Todos os intermediários financeiros e outros analistas divulgaram informação relativa à respectiva ligação com o emitente dos valores mobiliários objecto da recomendação de investimento. Porém, apenas 83,3% divulgaram informação relativa a participação em consórcio ou em contratos de consórcio para assistência ou colocação dos valores mobiliários emitidos pelo emitente (independentemente da qualidade da participação) nos 12 meses anteriores à elaboração da recomendação e somente 66,7% divulgaram informação acerca de acordos materialmente relevantes estabelecidos entre o emitente e o autor da recomendação de investimento, susceptíveis de influenciar a análise dos investidores.

Para o não cumprimento desta recomendação em muito contribuiu a não divulgação de informação referente aos *items* 1.4 e 1.5 (respectivamente, a falta de destaque dado à detenção dos instrumentos financeiros objecto da recomendação e a não indicação expressa sobre se o emitente tomou ou não conhecimento da recomendação e da eventual validação dos pressupostos apresentados, antes da divulgação). No que concerne ao destaque dado à detenção dos instrumentos financeiros objecto da recomendação, verifica-se que 83,3% dos intermediários financeiros revelaram a detenção de instrumentos financeiros objecto de recomendação por parte dos seus colaboradores (analistas financeiros) e cerca de 50% informaram sobre a detenção de instrumentos financeiros objecto de recomendação em carteira própria. Da conjugação destes resultados obtém-se um rácio de cumprimento global deste *item* de 50%. Por seu turno, o rácio de cumprimento do *item* 1.5 foi também de 50%, tendo-se apurado que 66,7% dos intermediários financeiros e outros analistas indicavam no relatório de *research* se o emitente tomava conhecimento da recomendação de investimento antes da sua divulgação e que metade deles identificavam no relatório de *research* a eventual validação dos pressupostos em que assenta a recomendação de investimento pelo emitente.

A segunda recomendação foi cumprida integralmente por dois em cada três dos intermediários financeiros e outros analistas. Assim, por um lado, constata-se que 83,3% dos intermediários financeiros e outros analistas inseriram nos relatórios de análise financeira alertas dirigidos aos investidores não profissionais para o risco inerente à recomendação efectuada e alertaram para o facto de a recomendação de investimento (ou preço-alvo) ser susceptível de alteração face à evolução do meio envolvente da empresa analisada. Por outro lado, 66,7% dos intermediários financeiros e outros analistas mencionaram o facto de a recomendação de investimento (ou preço-alvo) ser passível de modificação em virtude de alterações das previsões, pressupostos e métodos utilizados.

Quanto à terceira recomendação da CMVM, constata-se que (i) somente um intermediário financeiro disponibilizou os relatórios de análise financeira subjacentes às recomendações efectuadas ou indicou a localização ou o endereço informático onde e a partir de que momento os relatórios podem ser consultados; (ii) dois intermediários financeiros mencionaram se os seus relatórios tiveram, previamente, algum destinatário específico (não sendo necessário a sua identificação); e, por fim, (iii) não obstante se ter considerado que todos os intermediários financeiros apresentavam um resumo que traduz com rigor o conteúdo do relatório, e apenas um deles não mencionar os principais factores que condicionam o preço-alvo ou a recomendação de investimento, verifica-se, contudo, que nenhum

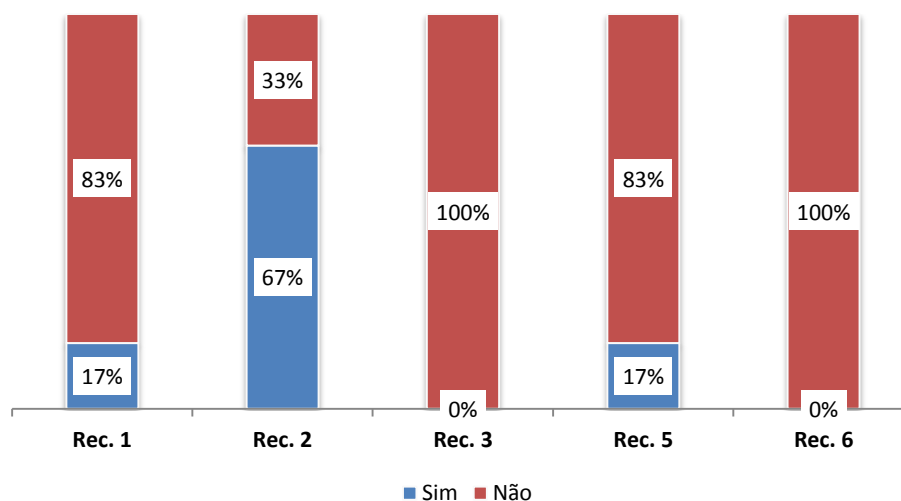
informa sobre a existência de conflitos de interesse. Uma vez que nenhum dos intermediários financeiros cumpriu em simultâneo os três *items* da recomendação, considerou-se em todos os casos que esta não foi adoptada.

A CMVM recomenda também a validação sistemática da coerência dos modelos de análise financeira, designadamente no que se refere ao método de avaliação e aos pressupostos utilizados. Porém, não existe informação disponível suficiente que permita confirmar ou infirmar o cumprimento desta recomendação pelos intermediários financeiros e outros analistas, pelo que a sua adopção não é analisada.

A avaliação do cumprimento da recomendação 5 foi efectuada em duas etapas. Em primeiro lugar, foi averiguado se era efectuada a divulgação (com um intervalo temporal de três meses), na área pública dos *sites* dos vários intermediários financeiros, do histórico das recomendações de investimento elaboradas e divulgadas nos últimos 12 meses. Foi concluído que apenas um intermediário financeiro não o fazia. Em segundo lugar, avaliou-se o modo como se encontra organizada essa informação, bem como a sua completude.<sup>25</sup> Apenas um intermediário financeiro adoptava as indicações da CMVM. A consideração destes dois aspectos em simultâneo permite concluir que apenas um intermediário financeiro cumpre integralmente esta recomendação.

Por último, em nenhum dos *disclaimers* dos relatórios dos diversos intermediários financeiros analisados se detectou qualquer referência à presença do analista financeiro em reuniões de preparação da participação do intermediário financeiro na colocação ou assistência em ofertas públicas de valores mobiliários emitidos pelo emitente objecto da recomendação. Consequentemente, considera-se que esta recomendação não foi adoptada em nenhum caso.

GRÁFICO 13 – GRAU DE CUMPRIMENTO DAS RECOMENDAÇÕES DIRIGIDAS AOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS E OUTROS ANALISTAS



<sup>25</sup> Deverá constar a data de divulgação da recomendação, o preço-alvo, o sentido da recomendação, o horizonte temporal do preço-alvo e da recomendação, a identificação do analista que emitiu a recomendação e a análise dos desvios dos preços-alvo face aos preços de mercado verificados.

Em síntese, a análise conjunta das recomendações da CMVM destinadas aos intermediários financeiros e outros analistas mostra que apenas um intermediário financeiro apresenta o maior número de recomendações cumpridas integralmente (duas) no período em apreço, e que um outro não adoptou nenhuma dessas recomendações (Tabela 36).

TABELA 36 – N.º DE RECOMENDAÇÕES CUMPRIDAS INTEGRALMENTE PELOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS E OUTROS ANALISTAS

	N.º de recomendações	Recomendações
	Integralmente Cumpridas	Integralmente Cumpridas
<b>Intermediário Financeiro I</b>	1	Rec. 5
<b>Intermediário Financeiro II</b>	2	Rec. 1 e Rec. 2
<b>Intermediário Financeiro III</b>	1	Rec. 2
<b>Intermediário Financeiro IV</b>	1	Rec. 2
<b>Intermediário Financeiro V</b>	0	-
<b>Intermediário Financeiro VI</b>	1	Rec. 2

#### 4.2. AS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO DIRIGIDAS AOS JORNALISTAS

A CMVM emitiu também um conjunto de 6 recomendações dirigidas a jornalistas que divulgam relatórios de análise financeira, que se recordam de seguida.

##### CAIXA 5 – Recomendações aos Jornalistas

Recomenda-se aos jornalistas que divulgam relatórios de análise financeira que:

1. Sempre que elaborem notícias sobre relatórios de análise financeira, procurem reproduzir os respectivos resumos de forma a traduzir com rigor a opinião dos seus autores.
2. Sempre que elaborem notícias com base em informações que lhe são dadas oralmente pelos autores dos relatórios de análise financeira ou outras fontes, confirmem que essas informações correspondem efectivamente ao teor dos relatórios.
3. Evitem redigir títulos que se limitem à indicação do preço-alvo ou da recomendação de investimento e sejam susceptíveis de induzir uma percepção errada da análise efectuada no relatório de análise financeira, e sempre que redijam títulos que mencionem o preço-alvo ou a recomendação de investimento salientem no texto imediatamente subsequente (lead) os principais pressupostos que condicionam a sua verificação.
4. Noticiem a existência de conflitos de interesse, destacando designadamente os identificados no relatório de análise financeira.

5. Noticiem os limites inferiores e superiores do intervalo de preço-alvo e o respectivo horizonte temporal constante do relatório de análise financeira, e não apenas o preço-alvo máximo ou a recomendação de investimento.

6. Sempre que noticiarem um novo preço-alvo ou uma nova recomendação de investimento, de igual modo noticiem os anteriores preços alvo e recomendações de investimento efectuadas por essa entidade ou autor para o instrumento financeiro em causa nos 12 meses antecedentes, e igualmente informem sobre os desvios dos preços-alvo face aos preços de mercado verificados.

Tendo em vista a apreciação da CMVM sobre o cumprimento desta recomendação, foram analisadas 116 notícias veiculadas em jornais portugueses entre 01-10-2009 e 30-04-2010. Estas notícias eram exclusivamente relacionadas com relatórios de análise financeira. O órgão de comunicação social mais representado nesta amostra tem 70 notícias, correspondendo 26 e 20 notícias, respectivamente, a cada um dos outros dois órgãos de comunicação social.

Da avaliação efectuada pela CMVM às notícias seleccionadas resulta um cumprimento global da recomendação 1 em 83,6% das notícias analisadas. O órgão de comunicação social mais cumpridor apresenta um rácio de cumprimento de 88,5%, ao passo que o menos cumpridor apenas cumpre a recomendação em 81,4% das notícias avaliadas.

TABELA 37 – CUMPRIMENTO DA RECOMENDAÇÃO 1 PELOS ÓRGÃOS DE COMUNICAÇÃO SOCIAL

	Rec. 1	
	Não	Sim
Órgão de Comunicação Social I	15,0%	85,0%
Órgão de Comunicação Social II	18,6%	81,4%
Órgão de Comunicação Social III	11,5%	88,5%
Total	16,4%	83,6%

A Recomendação 2 advoga que os jornalistas que elaborem notícias com base em informações que lhe são dadas oralmente pelos autores dos relatórios de análise financeira ou outras fontes confirmem que essas informações correspondem efectivamente ao teor dos relatórios. Todavia, não existe evidência que permita à CMVM validar o seu cumprimento por parte dos vários órgãos de comunicação social. O cumprimento desta recomendação não foi, por isso, objecto de avaliação neste relatório.

Quanto à Recomendação 3, constata-se que em 93,1% das notícias analisadas os jornalistas não se limitaram à indicação do preço-alvo ou da recomendação de investimento na redacção do título. Em segundo lugar, conclui-se que em 94,0% das notícias da amostra os jornalistas asseguraram que os títulos não eram susceptíveis de induzir uma percepção errada da análise efectuada no relatório de *research* (sendo de assinalar que tal acontecia em todas as notícias de um órgão de comunicação social). Por fim, em 65,3% das notícias (onde se destaca o índice de cumprimento do mesmo órgão de comunicação social referenciado atrás, situado nos 80,8%) os jornalistas mencionaram no texto pelo menos alguns dos principais pressupostos que condicionam a verificação da recomendação de investimento. A consideração em simultâneo destes três elementos de análise permite concluir que a Recomendação 3 foi adoptada em 60,3% das notícias analisadas.

TABELA 38 – CUMPRIMENTO DA RECOMENDAÇÃO 3 PELOS ÓRGÃOS DE COMUNICAÇÃO SOCIAL

	<b>Rec. 3</b>	
	Não	Sim
Órgão de Comunicação Social I	35,0%	65,0%
Órgão de Comunicação Social II	45,7%	54,3%
Órgão de Comunicação Social III	26,9%	73,1%
<b>Total</b>	<b>39,7%</b>	<b>60,3%</b>

No que se refere à Recomendação 4, apurou-se que apenas em 14,7% das notícias analisadas foram divulgados, no corpo da notícia, os potenciais conflitos de interesses entre o analista ou intermediário financeiro responsável pela elaboração do relatório de *research* noticiado e a entidade emitente – em particular aqueles que constam do referido relatório. Verifica-se, ainda, que apenas um órgão de comunicação social adoptou (parcialmente) a recomendação (cerca 65,4% das notícias veiculadas por esse órgão de comunicação estavam em consonância com a recomendação 4 da CMVM destinada aos jornalistas).

TABELA 39 – CUMPRIMENTO DA RECOMENDAÇÃO 4 PELOS ÓRGÃOS DE COMUNICAÇÃO SOCIAL

	<b>Rec. 4</b>	
	Não	Sim
Órgão de Comunicação Social I	100,0%	0,0%
Órgão de Comunicação Social II	100,0%	0,0%
Órgão de Comunicação Social III	34,6%	65,4%
<b>Total</b>	<b>85,3%</b>	<b>14,7%</b>

A Recomendação 5 incide sobre as referências no corpo da notícia ao horizonte temporal dos preços-alvo e seus limites inferiores e superiores. Constata-se que 23,3% das notícias analisadas indicavam o horizonte temporal associado ao preço-alvo e respectiva recomendação. No que toca à referência aos limites inferior e superior do intervalo de preço-alvo, apenas uma notícia da amostra recaiu sobre um relatório de *research* com essas características. Nesse caso concreto, a recomendação da CMVM não foi adoptada.

TABELA 40 – CUMPRIMENTO DA RECOMENDAÇÃO 5 PELOS ÓRGÃOS DE COMUNICAÇÃO SOCIAL

	<b>Rec. 5</b>	
	Não	Sim
Órgão de Comunicação Social I	80,0%	20,0%
Órgão de Comunicação Social II	81,4%	18,6%
Órgão de Comunicação Social III	61,5%	38,5%
<b>Total</b>	<b>76,7%</b>	<b>23,3%</b>

Por fim, o cumprimento da Recomendação 6 foi verificado em duas etapas. Em primeiro lugar, verificou-se que 85,3% das notícias incluídas na amostra indicavam os anteriores preços-alvo e recomendações de investimento. Em segundo lugar, apurou-se que 63,8% das notícias incluídas na amostra informavam sobre os desvios dos preços-alvo face aos preços de mercado verificados (que podem ser designados por potencial de valorização). Da análise conjunta destes dois aspectos resulta a adopção da Recomendação 6 em 56,9% das notícias avaliadas – ver Tabela 41.

TABELA 41 – CUMPRIMENTO DA RECOMENDAÇÃO 6 PELOS ÓRGÃOS DE COMUNICAÇÃO SOCIAL

	Rec. 6		
	n.a.	Não	Sim
Órgão de Comunicação Social I	15,0%	15,0%	75,0%
Órgão de Comunicação Social II	0,0%	30,0%	70,0%
Órgão de Comunicação Social III	0,0%	92,3%	7,7%
Total	1,7%	41,4%	56,9%

### 4.3. AS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO DIRIGIDAS ÀS ENTIDADES EMITENTES

O terceiro ponto da análise das recomendações da CMVM para a actividade de *research* recai sobre a conduta das entidades emitentes. Estas recomendações têm o propósito de disciplinar as relações entre estas últimas e os intermediários/analistas financeiros no sentido de promover a produção de relatórios de análise financeira mais transparentes e isentos.

A CMVM emitiu um conjunto de 13 recomendações que têm como destinatário principal as entidades emitentes, tendo sido objecto de análise neste relatório as Recomendações 1), 2), 3), 6), 11) e 12). Não foi possível obter informação que permitisse atestar a adopção das demais recomendações dirigidas às entidades emitentes.

#### CAIXA 7 - Recomendações às Entidades Emitentes

Recomenda-se aos emitentes que no âmbito da relação com os analistas financeiros para a elaboração de relatórios de análise financeira e quanto à informação que lhes é prestada:

1. Contribuam para que os analistas financeiros avaliem de forma correcta e isenta a empresa analisada e os valores mobiliários por esta emitidos, nomeadamente explicando e fazendo compreender a sua estratégia e objectivos empresariais.
2. Diferenciem claramente a informação respeitante à actual situação económica e financeira da empresa, dos objectivos, previsões ou perspectivas relativamente à sua actividade, negócios ou resultados.

3. Indiquem, com clareza e objectividade, os pressupostos e os critérios utilizados na formulação dos objectivos, previsões ou perspectivas que realizam.
4. Actualizem as informações que tenham sido anteriormente transmitidas aos analistas financeiros, nomeadamente através da sua revisão periódica.
5. Se abstenham de exercer, nesse momento ou no futuro, qualquer influência sobre o analista financeiro, em relação ao conteúdo do relatório de análise financeira e ao sentido das recomendações a formular pelo analista financeiro.
6. Elaborem uma lista com a identificação dos analistas financeiros que demonstraram interesse em emitir ou emitiram recomendações de investimento, nos últimos 12 meses, sobre a empresa ou valores mobiliários por ela emitidos, para divulgação na área pública do seu *site*, identificando ainda os analistas financeiros que participaram em *roadshows* organizados pelo emitente, nos últimos 12 meses.
7. Convidem, com a antecedência adequada, todos os analistas financeiros constantes das listas referidas no ponto anterior para participar em sessões de apresentação no âmbito de *roadshows* ou reuniões de analistas promovidos directamente pela empresa.
8. Divulguem a todos os analistas financeiros referidos no ponto 6 anterior, a informação apresentada nos *roadshows* ou reuniões realizadas independentemente da sua presença nessas reuniões, sem prejuízo da informação pública a divulgar oportunamente.
9. Não respondam de forma improvisada a questões que lhes sejam colocadas de forma a evitar divulgar informação privilegiada.
10. No final de cada reunião, difundam um resumo das respostas dadas, quando não se trate de reiterar informação que já seja pública.
11. Utilizem o seu *site* para dar a conhecer ao público em geral as reuniões e encontros que organizam com os seus analistas, incluindo a informação transmitida nas mesmas e, quando seja possível, transmitam em tempo real através do seu *site* essas reuniões e encontros.
12. Que se abstenham de nomear ou contratar técnicos analistas que tenham estado envolvidos na cobertura da empresa nos últimos 2 anos.
13. Quando perspectivem ou preparem ofertas públicas iniciais, com as necessárias adaptações, cumpram igualmente com as recomendações constantes dos pontos anteriores e não privilegiem os analistas das entidades do sindicato de colocação.

Para atestar o cumprimento da Recomendação 1) foi consultado o sítio dos emitentes na internet tendo em vista averiguar se continha apresentações da empresa a investidores (por exemplo, do *Investor's Day*), informação detalhada sobre a actividade da empresa, e os objectivos e estimativas para a evolução da actividade. Verificou-se que em 76% dos casos os sites continham essa informação pelo que a recomendação é considerada adoptada nestes casos. Apenas 6 emitentes não cumpriam esta recomendação.

Na avaliação do cumprimento das Recomendações 2) e 3) foram excluídas as 6 entidades emitentes que não adoptaram a Recomendação 1), em virtude de não existir informação que possibilitasse a verificação do cumprimento dessas recomendações. Assim, das entidades emitentes que cumprem a Recomendação 1), com excepção de um caso, nos demais casos a informação histórica divulgada era facilmente distinguida das estimativas da empresa (normalmente assinaladas com um "e" ou um "f"), pelo que a Recomendação 2) é considerada adoptada.

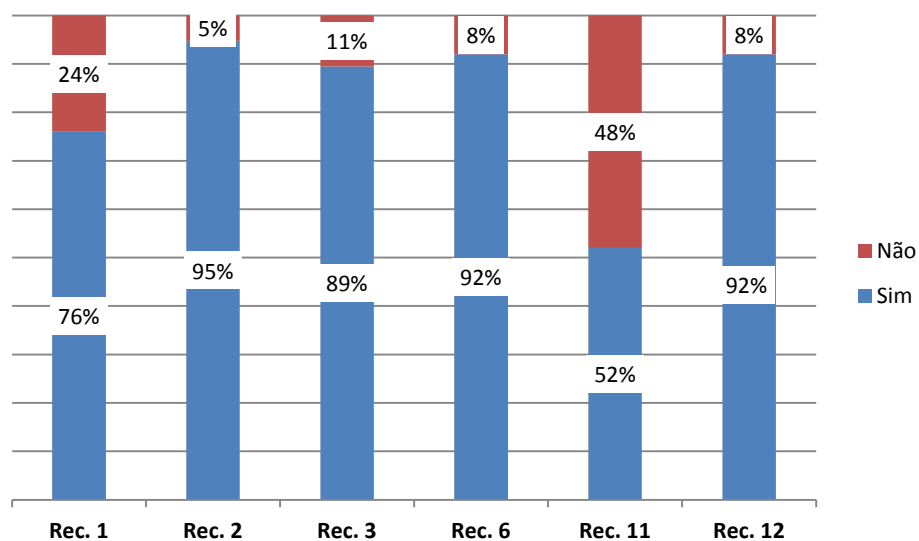
Em relação à Recomendação 3), constata-se o seu cumprimento por 89% das entidades emitentes analisadas. Apenas dois emitentes não indicavam com clareza e objectividade os pressupostos e os critérios utilizados na formulação dos objectivos, previsões ou perspectivas que realizam. Num dos casos nem sempre é perceptível a distinção entre as capacidades instaladas e os objectivos/*guidance* da empresa. Ademais, era prestada pouca informação relativamente aos dados operacionais e por áreas de negócio. No outro, as perspectivas futuras incluídas nas apresentações não continham previsões numéricas e explicações ou pressupostos para a estratégia ou evolução futura da empresa.

Por seu turno, a Recomendação 6) pode ser subdividida em dois vectores: a divulgação na área pública do *site* da lista com a identificação dos analistas financeiros que emitiram recomendações de investimento nos últimos 12 meses e a divulgação da lista de analistas financeiros que participaram nos *roadshows* organizados pela entidade emitente nos últimos 12 meses. Em relação ao primeiro aspecto, verificou-se que 92% das entidades emitentes procedem à divulgação na área pública do seu *site* da lista com a identificação dos analistas financeiros que emitiram recomendações de investimento nos últimos 12 meses. No que concerne ao segundo vector, não existe informação suficiente para avaliar o seu cumprimento, razão pela qual esta recomendação é avaliada apenas em função do cumprimento do primeiro aspecto referido.

Para aferir do cumprimento da Recomendação 11) exclui-se a questão da transmissão em tempo real através do *site* das reuniões e encontros das entidades emitentes com analistas financeiros. Em contrapartida, toma-se em consideração um conjunto de três *items*: (i) indicação no calendário de eventos da data da realização do *investor day*, seminários, conferências, e caso já tenham ocorrido, as respectivas apresentações; (ii) inclusão no *site* de apresentações, com transcrições das perguntas dos analistas que participaram e das respostas que foram dadas; (iii) publicação no *site* das *conference calls* realizadas no âmbito da apresentação de resultados. Verificou-se que estes três *items* apenas eram cumpridos de forma simultânea por 52% das entidades emitentes.

Por fim, nos termos da Recomendação 12), as sociedades emitentes devem abster-se de nomear ou contratar técnicos analistas que tenham estado envolvidos na cobertura da empresa nos últimos 2 anos. Foi identificado que, durante o período em análise, duas sociedades emitentes não adoptaram esta recomendação. Em ambos os casos as empresas contrataram uma analista que emitia recomendações de investimento sobre a empresa em causa.

GRÁFICO 14 – GRAU DE CUMPRIMENTO DAS RECOMENDAÇÕES DESTINADAS AOS EMITENTES



Em suma, da análise conduzida resulta que são 11 os emitentes mais cumpridores em matéria de recomendações da CMVM para a actividade de análise financeira no âmbito das entidades emitentes, todas com 6 recomendações cumpridas. Dois emitentes são os menos cumpridores, com apenas uma recomendação adoptada.

TABELA 42 – TOTAL DE RECOMENDAÇÕES CUMPRIDAS POR EMITENTE

Emitentes	Total de Recomendações Cumpridas
Emitente 1	3
Emitente 2	1
Emitente 3	6
Emitente 4	6
Emitente 5	6
Emitente 6	5
Emitente 7	2
Emitente 8	2
Emitente 9	6
Emitente 10	6
Emitente 11	6
Emitente 12	6
Emitente 13	5
Emitente 14	5
Emitente 15	5
Emitente 16	2
Emitente 17	2
Emitente 18	5
Emitente 19	6
Emitente 20	1
Emitente 21	5
Emitente 22	6
Emitente 23	4
Emitente 24	6
Emitente 25	6

## 5. CONCLUSÕES

Na primeira parte deste relatório foi realizada uma descrição da actividade de análise financeira em Portugal. Foram estudados quatro vectores associados aos relatórios de *research* que incidiram sobre empresas cotadas no mercado português: as recomendações de investimento, os preços-alvo emitidos, as previsões para os resultados contabilísticos por acção e os parâmetros fundamentais utilizados nos modelos de avaliação das empresas.

No período em análise foram recebidas pela CMVM 760 relatórios de análise financeira, observando-se alguma concentração desta actividade. Com efeito, BPI, Millennium IB e Espírito Santo ER foram responsáveis por mais de 1/3 do total de relatórios divulgados, e os 12 títulos com maior cobertura representaram 68,7% do total de relatórios divulgados. Confirmou-se, ainda, o enviesamento das

recomendações no sentido *da compra* que representaram 57,4% do total das recomendações emitidas, enquanto que as recomendações *de venda* corresponderam apenas a 13,6% do total (ou seja, menos 43,8 p.p. que as recomendações de compra). A percentagem de recomendações *de manter* foi de 29,0%.

A análise do impacto das recomendações de investimento nas cotações permitiu concluir que as recomendações de venda tiveram um impacto negativo não negligenciável nas cotações, enquanto que o impacto das recomendações de compra foi residual. No que se refere à concordância dos intermediários financeiros, pela análise da dispersão das recomendações de investimento face a uma medida de «*consensus*», verifica-se que esta é superior quando o título alvo de *research* pertence ao sector financeiro e/ou quando o *research* provém de um intermediário financeiro nacional.

O segundo vector da análise está relacionado com os preços-alvo. Em primeiro lugar, analisou-se o potencial de valorização atribuído pelas casas de investimento aos títulos cotados no mercado português e as variações percentuais dos preços-alvo. Os resultados mostram que menos de 20% dos preços-alvo divulgados atribuíam um potencial de valorização negativo aos títulos. Sem prejuízo do optimismo exibido pelos analistas financeiros, constatou-se que metade dos preços-alvo divulgados traduzia uma variação negativa do preço-alvo dos títulos. Verificou-se ainda que o nível de concordância dos intermediários financeiros em relação aos preços-alvo emitidos foi menor quando a análise incide sobre as empresas financeiras e de infra-estruturas/telecomunicações. Em relação à capacidade de previsão dos analistas financeiros, constata-se que os preços-alvo emitidos para o final de Dezembro de 2009 foram na sua maioria atingidos. Contudo, tal não se passou relativamente aos emitidos para o final de 2010. Ademais, em cerca de 18,2% dos relatórios, a diferença percentual entre o preço de mercado verificado no final do horizonte temporal e o preço-alvo a 12 meses foi inferior a 10% em termos absolutos. No caso dos preços-alvo para o final de 2009 e para o final de 2010, essa diferença percentual foi inferior a 10% (em termos absolutos) em 43,5% e 13,8% dos relatórios, respectivamente. Daqui se conclui que os intermediários financeiros denotaram uma relativamente maior capacidade de previsão nos preços-alvo emitidos para o final do ano de 2009, por comparação com os preços-alvo emitidos a 12 meses e para o final do ano de 2010. Releva ainda assinalar que os desvios de previsão foram em geral mais pronunciados nas empresas do sector financeiro, o que significa que, para estes casos, os desvios entre os preços-alvo e os preços verificados foram mais acentuados.

A análise das previsões para os resultados contabilísticos por acção e os parâmetros fundamentais utilizados nos modelos de avaliação das empresas representam duas novas temáticas abordadas no Relatório Anual de Supervisão da Actividade de Análise Financeira. Em relação aos resultados contabilístico por acção, concluiu-se que o Deutsche Bank e o Santander IB foram os intermediários financeiros que menos se distanciaram do *consensus* dos analistas financeiros (a Caixa BI, a Fidentis e o Millenium IB apresentaram um nível de divergência mais elevado entre os intermediários financeiros), ao passo que a Jerónimo Martins foi a sociedade emitente em que se registou o nível mais elevado de concordância (em contraste com o BES e a Portugal Telecom, onde se verificou o maior nível de divergência das previsões dos analistas financeiros).

No que toca aos parâmetros fundamentais do modelo de avaliação os resultados são diversos. Entre outros, a análise mostra a elevada amplitude nalgumas empresas, o que denota menor consenso entre os analistas nestes casos. Numa das situações referidas no texto, os betas da EDP Renováveis e da Mota-Engil eram considerados defensivos por alguns analistas financeiros e agressivos por parte de outros. Também foram encontrados casos caracterizados pela forte concordância dos analistas financeiros relativamente a esta variável (Zon Multimédia, Portugal Telecom, Sonae Indústria e EDP). Por outro

lado, o grau de dispersão relativo da taxa de crescimento dos lucros na perpetuidade foi superior na Galp Energia, na EDP e na Portugal Telecom, ao passo que na Semapa se verificou um elevado grau de homogeneidade das perspectivas de crescimento dos analistas.

A segunda parte do relatório recai sobre a supervisão da actividade de elaboração e divulgação de recomendações de investimento. No âmbito desta actividade, a CMVM deliberou, em Dezembro de 2009, a obrigatoriedade de envio de todos os relatórios de *research* sobre acções admitidas à negociação na *Euronext Lisbon*, por parte dos intermediários financeiros, analistas independentes e outras pessoas singulares, através da Instrução n.º2/2009. Importa ainda salientar a entrada em vigor do Regulamento da CMVM n.º3/2010 (Deveres de Conduta e Qualificação Profissional dos Analistas), que veio reformular as disposições normativas presentes no Regulamento da CMVM n.º2/2007, nomeadamente em matéria de análise financeira, fixando igualmente requisitos de idoneidade, deveres de conduta e qualificação profissional e princípios de actuação no sentido da protecção dos investidores e da eficiência do mercado.

Em simultâneo, foi reforçada a monitorização da divulgação de recomendações de investimento em meios de comunicação social e a divulgação de potenciais conflitos de interesses entre o autor da recomendação ou a entidade com ele relacionada e a emitente sobre a qual é divulgada a recomendação. As análises efectuadas pela CMVM abrangeram não só relatórios de *research*, mas também artigos publicados em meios de comunicação social, programas de televisão, vídeos *online* entre outros, cujo conteúdo se afigure a recomendações de investimento. No período considerado, a CMVM efectuou 733 análises sumárias, tendo por objecto os relatórios de *research* recebidos no período em causa e outros relatórios. Os relatórios diários (*Dailys*, *Morning Mails*) enviados pelos intermediários financeiros são também, em regra, objecto de uma análise sumária, mas não foram incluídos naquele número.

Foram realizadas ainda 14 análises aprofundadas respeitantes a 45 relatórios de *research*, 6 *disclaimers* de relatórios de *research*, duas aplicações informáticas disponibilizadas por um jornal nas quais eram difundidas notícias relacionadas com recomendações de investimento, 23 artigos de imprensa, 7 casos de prática de análise financeira não autorizada pela CMVM, três *websites* (analisados no âmbito dos casos de *research* não autorizado pela CMVM), 6 vídeos disponibilizados *online* por jornais e uma análise aprofundada a uma lista de clientes disponibilizada por um intermediário financeiro estrangeiro. A maior parte das análises aprofundadas surgiram na sequência de dúvidas a nível do conteúdo dos relatórios de *research* recebidos, tendo também origem em questões colocadas por investidores, emitentes, intermediários financeiros, ou outros. Algumas análises aprofundadas foram desencadeadas ao verificar estar-se na presença do preço-alvo mais elevado (ou mais baixo) do mercado para um determinado emitente, aquando da divulgação de uma recomendação de investimento ou no âmbito de processos de análise ou investigação de potenciais práticas de abuso de mercado.

Paralelamente, a CMVM recebeu três pedidos de registo para o exercício da actividade de elaboração de recomendações de investimento por parte de intermediários financeiros e ainda três pedidos de registo na figura de analistas independentes.

Por fim, na terceira e última parte foram divulgados os principais resultados da avaliação do cumprimento das recomendações da CMVM relativas à actividade de análise financeira. Em primeiro lugar, avaliou-se o cumprimento das recomendações destinadas aos intermediários financeiros e outros analistas, tendo sido concluído que o intermediário financeiro mais cumpridor apenas cumpriu

integralmente duas das 5 recomendações alvo de escrutínio. Um intermediário financeiro não cumpriu qualquer das recomendações.

Em matéria de cumprimento das recomendações dirigidas a jornalistas foram analisadas 116 notícias provenientes de três órgãos de comunicação social. Apenas três das recomendações avaliadas registaram um rácio de cumprimento superior a 50%, o que é manifestamente insuficiente. A situação é especialmente preocupante porquanto o índice de cumprimento é muito baixo em duas recomendações especialmente importantes: a Recomendação 4 relativa à notícia de conflitos de interesses (cujo grau de cumprimento é de apenas 14%) e a Recomendação 5 relativa à notícia dos limites do intervalo de preços-alvo e respectivo horizonte temporal (que apenas foi respeitada em 23% das notícias analisadas). Daqui se depreende que há um longo caminho a percorrer neste âmbito por parte dos órgãos de comunicação social tendo em vista a adopção das melhores práticas.

Quanto ao nível de adopção das recomendações direccionadas às entidades emitentes, conclui-se que as 11 sociedades mais cumpridoras adoptaram 6 recomendações, e duas sociedades apenas adoptaram uma recomendação.