



RELATÓRIO ANUAL DA ATIVIDADE DE SUPERVISÃO DA ANÁLISE FINANCEIRA

2013

ÍNDICE

ÍNDICE.....	2
LISTA DE TABELAS	3
LISTA DE GRÁFICOS	5
SUMÁRIO EXECUTIVO	6
1. INTRODUÇÃO	11
2. ANÁLISE DESCRITIVA DA ATIVIDADE DE <i>RESEARCH</i> NO MERCADO PORTUGUÊS.....	14
2.1. RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO	14
2.1.1. EVOLUÇÃO TEMPORAL DO NÚMERO DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO EMITIDAS	14
2.1.2. DISTRIBUIÇÃO DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR TÍTULO E INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO	15
2.1.3. TIPOLOGIAS DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO.....	18
2.1.4. ALTERAÇÕES DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO.....	22
2.1.5. IMPACTO NAS COTAÇÕES	24
2.1.6. DISPERSÃO DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO FACE A UMA MEDIDA DE <i>CONSENSUS</i> POR TÍTULO E INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO	31
2.1.7. PERFORMANCE A MÉDIO PRAZO DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO	34
2.2. PREÇOS-ALVO	35
2.2.1. DISTRIBUIÇÃO DOS PREÇOS-ALVO POR REFERÊNCIA À ÚLTIMA COTAÇÃO E AO ANTERIOR PREÇO-ALVO DIVULGADO PELOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS	35
2.2.2. DISPERSÃO DOS PREÇOS-ALVO DE CADA INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO FACE AO <i>CONSENSUS</i>	37
2.2.3. PREÇOS-ALVO VS PREÇOS DE MERCADO	39
2.3. ESTIMATIVA DOS RESULTADOS DAS EMPRESAS.....	49
2.4. OS PARÂMETROS FUNDAMENTAIS UTILIZADOS NOS MODELOS DE AVALIAÇÃO	51
3. SUPERVISÃO DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO ENTRE OUTUBRO DE 2011 E SETEMBRO DE 2012	59
4. ANÁLISE DO CUMPRIMENTO DAS RECOMENDAÇÕES DA CMVM À ATIVIDADE DE ANÁLISE FINANCEIRA	67
4.1 AS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO DIRIGIDAS AOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS E OUTROS ANALISTAS.....	68
4.2 AS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO DIRIGIDAS AOS JORNALISTAS.....	71
4.3 AS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO DIRIGIDAS ÀS ENTIDADES EMITENTES.....	74
ANEXO A – METODOLOGIA UTILIZADA PARA MEDIR O IMPACTO DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO NAS COTAÇÕES ...	77
ANEXO B – OUTRAS DEFINIÇÕES	77
ANEXO C – MÉTODO USADO NA AVALIAÇÃO DO DESEMPENHO DAS CARTEIRAS DE INVESTIMENTO	79

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR TÍTULO E INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO	15
TABELA 2 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR NACIONALIDADE DO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO	18
TABELA 3 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A TIPOLOGIA	19
TABELA 4 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A TIPOLOGIA E TÍTULO-ALVO	20
TABELA 5 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A TIPOLOGIA E INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO	21
TABELA 6 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A TIPOLOGIA E NACIONALIDADE DO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO	22
TABELA 7 – ALTERAÇÕES DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR TÍTULO	23
TABELA 8 – ALTERAÇÕES DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO	24
TABELA 9 - ALTERAÇÕES DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A NACIONALIDADE DO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO	24
TABELA 10 – SENTIDO DAS RECOMENDAÇÕES E <i>CONSENSUS</i>	32
TABELA 11 – DISPERSÃO DO SENTIDO DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR TÍTULO	32
TABELA 12 - DISPERSÃO DO SENTIDO DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO	33
TABELA 13 – VALOR E RENDIBILIDADE DAS CARTEIRAS FORMADAS A PARTIR DAS RECOMENDAÇÕES DOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS	34
TABELA 14 – VALOR E RENDIBILIDADE DAS CARTEIRAS FORMADAS A PARTIR DAS RECOMENDAÇÕES DOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS (CONSIDERANDO CARTEIRAS DE PARTIDA DIFERENTES PARA OS DIVERSOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS)	35
TABELA 15 – DISTRIBUIÇÃO DOS PREÇOS-ALVO POR REFERÊNCIA À ÚLTIMA COTAÇÃO E AO ANTERIOR PREÇO-ALVO DIVULGADO PELOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS	36
TABELA 16 – PREÇOS-ALVO VERSUS <i>CONSENSUS</i> POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO	37
TABELA 17 – DISPERSÃO DOS PREÇOS-ALVO FACE AO <i>CONSENSUS</i> POR EMITENTE E ANALISTA	38
TABELA 18 – HORIZONTE TEMPORAL DOS PREÇOS-ALVO	39
TABELA 19 – PERCENTAGEM DE PREÇOS-ALVO ATINGIDOS OU SUPERADOS	40
TABELA 20 – ALCANCE DOS PREÇOS-ALVO POR TIPO DE RECOMENDAÇÃO	40
TABELA 21 – DIFERENÇA ENTRE O PREÇO DE MERCADO E O PREÇO-ALVO EM PERCENTAGEM DO PREÇO-ALVO	41
TABELA 22 – PROPORÇÃO DE ESTIMATIVAS DO EPS ACIMA (ABAIXO) DO <i>CONSENSUS</i> – POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO (2013)	49
TABELA 23 – RMSE DAS ESTIMATIVAS DOS RESULTADOS FACE AO <i>CONSENSUS</i>	50

TABELA 24 – PROPORÇÃO DE PREVISÕES DE EPS ALCANÇADAS OU SUPERADAS	51
TABELA 25 – TAXA DE JURO ISENTA DE RISCO.....	52
TABELA 26 – PRÉMIO DE RISCO DE MERCADO	53
TABELA 27 – PRÉMIO DE RISCO DO PAÍS.....	54
TABELA 28 – BETA DO TÍTULO	54
TABELA 29 – CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO	55
TABELA 30 – CUSTO DO CAPITAL ALHEIO.....	56
TABELA 31 – CUSTO MÉDIO PONDERADO DO CAPITAL	56
TABELA 32 – PESO DO CRESCIMENTO FUTURO NO VALOR TEÓRICO DA EMPRESA.....	57
TABELA 33 – ÂMBITO DOS PEDIDOS DE ESCLARECIMENTO	64
TABELA 34 – TOTAL DE ANÁLISES APROFUNDADAS	64
TABELA 35 – N.º DE RECOMENDAÇÕES CUMPRIDAS INTEGRALMENTE PELOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS	71
TABELA 36 – CUMPRIMENTO DA RECOMENDAÇÃO 1 PELOS ÓRGÃOS DE COMUNICAÇÃO SOCIAL	71
TABELA 37 – CUMPRIMENTO DA RECOMENDAÇÃO 3 PELOS ÓRGÃOS DE COMUNICAÇÃO SOCIAL	72
TABELA 38 – CUMPRIMENTO DA RECOMENDAÇÃO 4 PELOS ÓRGÃOS DE COMUNICAÇÃO SOCIAL	72
TABELA 39 – CUMPRIMENTO DA RECOMENDAÇÃO 5 PELOS ÓRGÃOS DE COMUNICAÇÃO SOCIAL	73
TABELA 40 – CUMPRIMENTO DA RECOMENDAÇÃO 6 PELOS ÓRGÃOS DE COMUNICAÇÃO SOCIAL	73
TABELA 41 – TOTAL DE RECOMENDAÇÕES CUMPRIDAS POR EMITENTE	75

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – EVOLUÇÃO TEMPORAL DO NÚMERO DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO	15
GRÁFICO 2 – CURVA DE LORENZ E CONCENTRAÇÃO NA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES	16
GRÁFICO 3 – EVOLUÇÃO TEMPORAL DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A SUA TIPOLOGIA.....	19
GRÁFICO 4 – IMPACTO DA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES	25
GRÁFICO 5 – IMPACTO DA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES (RESIDÊNCIA DO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO)	28
GRÁFICO 6 – IMPACTO DA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES (POR TÍTULO).....	28
GRÁFICO 7 – IMPACTO DA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES (POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO).....	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 TÍTULO	45
GRÁFICO 10 – ROOT MEAN SQUARE ERROR POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO.....	46
GRÁFICO 11 – ROOT MEAN SQUARE ERROR POR TÍTULO.....	48
GRÁFICO 12 – TOTAL DE ANÁLISES DE INTERVENÇÃO RÁPIDA	63
GRÁFICO 13 – GRAU DE CUMPRIMENTO DAS RECOMENDAÇÕES DIRIGIDAS AOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS E OUTROS ANALISTAS	70

Este relatório descreve a atividade de análise financeira (*research*) incidente sobre ações admitidas à negociação em Portugal e a atividade de supervisão desenvolvida pela CMVM nesse âmbito. A análise tem por referência o período de um ano findo em 30-10-2013, tendo sido identificadas 655 recomendações divulgadas nesse período.

A atividade de análise financeira sobre ações admitidas à negociação em Portugal

A primeira componente analisada dos relatórios de *research* é o sentido das recomendações de investimento. Tal como em anos anteriores, as recomendações emitidas neste período foram maioritariamente de compra. Este tipo de recomendações correspondeu a 43,4% (48,3% no relatório anterior) do total enquanto as de venda representaram 21,1% (15,4% no período homólogo).

Teoricamente, num mercado eficiente (na aceção semiforte de Fama, segundo a qual os preços refletem toda a informação pública disponível), as recomendações de investimento não devem ter qualquer impacto nos preços dos instrumentos financeiros, uma vez que são opiniões baseadas em informação pública que, consequentemente, já se encontra reflectida nas cotações. Porém, na realidade, constata-se que por vezes essas opiniões são seguidas por alguns investidores, o que pode ter consequências nos preços das ações. No presente relatório conclui-se que as recomendações de compra apresentam um impacto positivo ao longo dos dez dias subsequentes à divulgação da recomendação, contrariamente às recomendações de venda que apresentam um comportamento errático.

Em linha com o verificado no Relatório de Supervisão da Atividade de Análise Financeira de 2012, o nível de concordância dos analistas financeiros foi inferior nas recomendações emitidas sobre empresas do setor financeiro. O oposto sucedeu com as empresas integrantes do PSI20. Tal como em anos anteriores, as recomendações dos intermediários financeiros estrangeiros aproximaram-se mais, em termos médios, do *consensus* de mercado do que as dos analistas nacionais.

Numa outra vertente, simulou-se o desempenho a médio prazo de carteiras cuja composição assenta nas recomendações de investimento dos analistas financeiros. Essa simulação foi iniciada com uma carteira que replicava a composição do PSI20 em 01-10-2012 e que tinha um valor inicial de 100.000 €. Os pesos dos títulos dessa carteira eram aumentados ou diminuídos consoante o sentido das recomendações emitidas. Os resultados indicam que, em 30-09-2013, no conjunto dos nove intermediários financeiros objeto de análise, a decisão de

seguir as diversas recomendações emitidas teria conduzido a uma valorização média da carteira de 21,64%, já considerando as comissões cobradas.

O potencial de valorização subjacente aos preços-alvo emitidos foi inferior ao verificado em anos anteriores: cerca de metade dos preços-alvo emitidos sobre ações exclusivamente cotadas na Euronext Lisbon apontavam para valorizações potenciais superiores a 8,9% (21% em 2012) e em mais de um em cada cinco casos superiores a 19% (48% em 2012). Menos de 30% dos preços-alvo traduziam um potencial de valorização negativo, o que está em consonância com a distribuição percentual das recomendações de vender e de reduzir.

A concordância dos analistas financeiros em relação aos preços-alvo emitidos continuou a ser menor quando o emitente-alvo é do setor financeiro e não integra o PSI20.

No que respeita aos desvios entre os preços-alvo e os preços de mercado verificados no término do horizonte temporal a que aqueles respeitavam, concluiu-se que duas em cada cinco projeções de preço-alvo foi atingida ou superada (uma em cinco no ano anterior). Contrariamente ao ocorrido em 2012, os analistas nacionais foram ligeiramente mais precisos do que os estrangeiros uma vez que a percentagem global de relatórios em que o preço-alvo foi atingido ou superado (39,6%) foi superior à dos estrangeiros (35,6%).

A diferença percentual entre o preço de mercado verificado na data do horizonte temporal e o respetivo preço-alvo emitido permite ter uma noção mais exata da imprecisão dos analistas. Em 60% das recomendações de compra em que os preços-alvo foram atingidos (sucesso), o desvio apurado na data do horizonte temporal foi superior a 30%, o que significa que, nestes casos, o preço de mercado no final do horizonte temporal da recomendação ultrapassou o preço alvo em mais de 30% desse preço-alvo. Em 60% das recomendações de compra em que a previsão de preço-alvo dos analistas não teve sucesso o desvio foi inferior a 16,7%. Constata-se, assim, diferentemente do que ocorreu no período anterior, que o erro de previsão nas recomendações de compra foi superior naquelas em que o preço-alvo foi atingido. Nas recomendações de vender é possível afirmar que os analistas erram mais por excesso (casos de insucesso) do que por defeito (casos de sucesso).

Tal como em 2012, os analistas tiveram menor grau de acerto no alcance dos preços-alvo das ações que integram o PSI20, particularmente em resultado de um maior grau de precisão nas recomendações de comprar. Em termos setoriais, foi no setor financeiro, especialmente devido às recomendações de comprar, que os analistas financeiros denotaram maior acerto nas suas previsões.

As previsões de resultados por ação emitidas pelos intermediários financeiros nos seus relatórios de análise financeira foram analisadas, tendo-se concluído que a proporção de

estimativas de resultados por ação abaixo do *consensus* foi superior entre os intermediários financeiros nacionais.

Foram analisadas outras variáveis utilizadas nos modelos de avaliação de empresas dos analistas. Interessa essencialmente averiguar os desvios/concordância dos analistas para os parâmetros fundamentais utilizados nesses modelos. Essa análise visa averiguar até que ponto os analistas de uma dada empresa convergem em variáveis cujo valor teoricamente varia de empresa para empresa, e fazer idêntico exercício no que respeita a variáveis que deveriam ser semelhantes. Dos resultados obtidos com este exercício salienta-se o facto de a taxa de juro isenta de risco oscilar entre um mínimo de 1,4% e um máximo de 12,0% (o alto valor do limite superior sugere que não se trata de uma verdadeira taxa de juro isenta de risco, na medida em que não se conhecem investimentos com risco próximo do nulo que proporcionem tal nível de remuneração). O custo do capital próprio usado pelos analistas ultrapassou, em média, os 10% em todos os casos, tal como no ano anterior. Por fim, e à semelhança do verificado em anos anteriores, saliente-se a elevada amplitude dos betas de algumas empresas, o que evidencia grande discordância entre os analistas e denota que a análise financeira é uma actividade sujeita a elevado nível de subjectividade e que, por isso, os seus resultados não devem ser tomados pelos investidores de forma acrítica.

A supervisão da CMVM sobre a atividade de research

A segunda parte do relatório diz respeito à supervisão da atividade de elaboração e divulgação de recomendações de investimento. A supervisão desta atividade desenvolve-se em três vertentes distintas: análise formal, análise sumária e análise aprofundada. A primeira visa aferir a conformidade das recomendações com a regulamentação em vigor, nomeadamente a informação obrigatória a publicar nos relatórios de investimento pelos intermediários financeiros. A análise sumária aprecia o conteúdo das recomendações de investimento, analisando os seus pressupostos e o seu preço alvo. É atribuída particular atenção a relatórios de início de cobertura e em situações em que se altera o sentido da recomendação, podendo passar a uma análise aprofundada, caso se justifique. Na análise aprofundada investiga-se com maior detalhe o contexto em que foi emitida a recomendação de investimento. A CMVM solicita, sempre que necessário, elementos adicionais e esclarecimentos aos intermediários financeiros de forma a validar o conteúdo e o sentido das recomendações de investimento, nomeadamente o modelo de avaliação subjacente à recomendação. Procede-se ainda à análise de notícias envolvendo o setor/empresa, bem como outras recomendações de investimento sobre o mesmo emitente.

No período em apreço continuou a dar-se um papel relevante a um tipo de análise desenvolvido no anterior, as análises de intervenção rápida. Estas análises visam identificar

eventuais casos de manipulação de mercado através da instrumentalização do *research*. São análises e relatórios de investimento mais detalhadas do que as análises sumárias e mais rápidas do que as análises aprofundadas, e procuram alertar prontamente para a divulgação de análise financeira suscetível de alterar a negociação, quer pelo seu conteúdo, quer pelo facto de incluírem alterações significativas dos preços-alvo e/ou do sentido da recomendação.

No período analisado, a CMVM efetuou 653 análises sumárias a relatórios de *research* recebidos diariamente. Também os relatórios diários (*Dailys* e *Morning Mails*) enviados pelos intermediários financeiros são, em regra, objeto de uma análise sumária. A CMVM analisou de forma aprofundada oito situações relacionadas com recomendações de investimento, incluindo 54 relatórios de *research*, quatro *disclaimers* de relatórios de *research*, bem como um modelo de avaliação constante de um relatório de análise financeira.

A CMVM recebeu dois pedidos de registo para o exercício da atividade de elaboração de recomendações de investimento por parte de intermediários financeiros durante o período em análise, não tendo sido registado qualquer cancelamento de registo para exercer esta atividade. Foram ainda recebidos seis pedidos de registo de analistas financeiros para o exercício da atividade de análise financeira e registados onze cancelamentos de analistas financeiros.

Análise do cumprimento das recomendações da CMVM relativas à atividade de research

As recomendações da CMVM que recaem sobre a atividade 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. Neste relatório divulgam-se os principais resultados do terceiro exercício de quantificação e análise do respetivo grau de adesão às recomendações a intermediários financeiros, emitentes e jornalistas. Foram analisadas 106 notícias e os respetivos relatórios de análise financeira, *disclaimers* de relatórios de quatro dos principais intermediários financeiros nacionais mais relevantes nesta atividade e *websites* de empresas cotadas portuguesas.

Conclui-se que o nível de cumprimento das recomendações da CMVM relativas a esta atividade é em geral reduzido. Apenas três intermediários financeiros respeitam na íntegra três das cinco recomendações que lhes são dirigidas e um adota na íntegra apenas uma das recomendações, o que se afigura manifestamente insuficiente.

Em matéria de cumprimento das recomendações dirigidas a jornalistas, três das cinco recomendações avaliadas registaram um rácio de cumprimento superior a 75%, um cenário menos positivo do que o verificado no ano anterior. Ainda assim, julga-se ser especialmente

desejável que os órgãos de comunicação social noticiem os limites inferior e superior do intervalo de preços-alvo e o respetivo horizonte temporal, e não se limitem à indicação do preço-alvo máximo ou da própria recomendação de investimento (o grau de adoção desta recomendação foi de 14,2%). Merece nota de relevo o facto de no corpo das notícias terem sido incluídos os potenciais conflitos de interesses entre o analista ou intermediário financeiro responsável pela elaboração do relatório de *research* noticiado e a entidade emitente.

Quanto às recomendações direcionadas às entidades emitentes, a Galp cumpriu as seis recomendações analisadas e outras cinco sociedades adotaram cinco recomendações. Ao invés, nove sociedades apenas cumpriam, e parcialmente, uma recomendação. A recomendação em que o cumprimento dos emitentes se afigura menos satisfatório - com um nível de adoção de apenas 17% (16% no período homólogo antecedente) - 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.

1. INTRODUÇÃO

Este relatório analisa a atividade de *research* desenvolvida por intermediários financeiros nacionais e estrangeiros no horizonte temporal compreendido entre 01-10-2012 e 30-09-2013, cujo objeto foram ações admitidas à negociação no mercado principal da Euronext Lisbon. Entende-se por *research* a atividade de pesquisa e análise de informação sobre determinado emitente ou instrumento financeiro com vista à elaboração de um relatório onde se formula uma opinião sobre o emitente e/ou o instrumento analisado; uma previsão quanto ao respetivo desempenho ou evolução; ou uma recomendação genérica, direta ou indireta, de investimento ou desinvestimento sobre um emitente, valores mobiliários por ele emitidos ou outros instrumentos financeiros que se destinem aos canais de distribuição ou ao público.

O documento encontra-se dividido em três partes. Na primeira é descrita em pormenor a atividade dos analistas financeiros e são apresentados diversos indicadores estatísticos. Na segunda apresentam-se os contornos da supervisão realizada pela CMVM sobre esta atividade de intermediação financeira. Por último, na terceira parte efetua-se a avaliação do cumprimento das recomendações dirigidas aos intermediários financeiros e analistas, às entidades emitentes e aos jornalistas no âmbito da atividade de *research*.

A primeira parte do relatório está subdividida em quatro secções, que tratam isoladamente os principais vetores da atividade de análise financeira: (i) a emissão de recomendações de investimento, (ii) a divulgação de preços-alvo, (iii) as estimativas dos resultados das empresas e (iv) os parâmetros e pressupostos utilizados pelos analistas nos modelos de avaliação. As recomendações de investimento e os preços-alvo têm sido objeto de análise desde a primeira edição deste relatório. A análise das estimativas dos resultados das empresas e dos parâmetros e pressupostos fundamentais utilizados nos modelos de avaliação foram introduzidas no relatório divulgado em junho de 2011.

A primeira seção sintetiza o comportamento dos analistas ao nível da produção de relatórios de análise financeira e o concomitante grau de concentração desta atividade ao nível dos intermediários financeiros e das empresas alvo de cobertura. À semelhança do que foi realizado em relatórios anteriores, é estudada a distribuição das recomendações de investimento por tipologia e as suas alterações, bem como os desvios verificados entre as recomendações emitidas pelos diversos intermediários financeiros. Nessa medida, é avaliada a dispersão das recomendações de investimento face a um indicador de *consensus* com a finalidade de identificar os intermediários financeiros que mais se aproximam ou afastam do sentimento generalizado dos demais.

Para aferir a capacidade de os analistas financeiros superarem o desempenho do mercado, foram simuladas carteiras de investimento que partiam da composição do índice PSI20 em 01-10-2012 e que foram sucessivamente rebalanceadas de modo a incorporar o efeito das recomendações de investimento. Este exercício confronta a performance associada às

recomendações emitidas pelos vários intermediários financeiros e a carteira passiva do índice PSI20. É ainda analisado o impacto imediato das recomendações de investimento nas cotações dos títulos através do cálculo das rendibilidades efetivas e anormais nas duas/cinco sessões de negociação após a divulgação das recomendações, sendo posteriormente efetuada a sua agregação por tipologia de recomendação e por intermediário financeiro ou empresa. Com esta abordagem analisa-se a (as)simetria no impacto das recomendações de compra e de venda. Analisa-se também se esse impacto é homogéneo quando se comparam os resultados para as várias empresas alvo de análise e para os intermediários financeiros que emitem as referidas recomendações.

A segunda seção trata uma outra componente dos relatórios de análise financeira: a divulgação de preços-alvo. Em primeiro lugar, afere-se o potencial de valorização implícito nos preços-alvo emitidos e a variação dos preços-alvo ao longo do horizonte temporal estudado. Seguidamente, calcula-se a dispersão dos preços-alvo com o intuito de identificar os intermediários financeiros que mais se afastam das expectativas «médias» dos demais analistas financeiros e os títulos onde o nível de concordância é superior. Por fim, confrontam-se os preços verificados no término do horizonte temporal com os preços-alvo emitidos, distinguindo as recomendações – em função da sua natureza qualitativa - em que o preço-alvo foi atingido das demais. Essa comparação permite (i) averiguar a existência de uma assimetria/enviesamento sistemático dos desvios; (ii) calcular a proporção de relatórios em que o preço-alvo é atingido no final do horizonte temporal; e (iii) calcular a dispersão dos preços-alvo em torno do preço de mercado verificado.

As estimativas dos resultados por ação são uma etapa fundamental no apuramento do valor teórico das empresas, razão pela qual se aprofunda esta temática na terceira seção. A análise é realizada em duas vertentes: cômputo do nível de concordância dos analistas financeiros e cálculo dos desvios das estimativas dos analistas face aos resultados reportados.

A quarta seção trata os parâmetros fundamentais dos modelos de avaliação usados pelos analistas financeiros. É efetuada uma análise descritiva dos parâmetros utilizados no processo de avaliação das empresas, de que são exemplo a taxa de crescimento dos lucros e o custo do capital. Também aqui se procura aferir o nível de concordância dos analistas financeiros relativamente ao valor atribuído pelos seus pares a esses parâmetros.

Duas últimas notas relativamente à primeira parte do relatório. À semelhança de relatórios anteriores, a análise efetuada incide apenas sobre relatórios financeiros identificados pela CMVM ou a esta remetidos pelos intermediários financeiros (que poderão não corresponder ao universo dos relatórios e recomendações emitidos por analistas e intermediários financeiros). Igualmente como efetuada em relatórios anteriores, houve a necessidade de uniformizar a escala de recomendações dos diversos intermediários financeiros (apenas em “vender”, “manter” ou “comprar”) uma vez que as categorias utilizadas pela maioria dos analistas variam entre três e cinco classes de recomendações qualitativas e o seu alcance objetivo nem sempre é homogéneo.

A segunda parte do relatório divide-se em duas seções. Em primeiro lugar, caracteriza-se a atividade de supervisão realizada pela CMVM. Nesta caracterização aprofunda-se o tema dos procedimentos e tipos de análise conduzidos no âmbito da supervisão ao *research*. Na segunda seção são apresentados alguns dados estatísticos (esclarecimentos solicitados a intermediários financeiros, análises sumárias, pedidos de registo e de cancelamento de registo para exercício da atividade) e são dados alguns exemplos de análises aprofundadas efetuadas.

Finalmente, a terceira parte do relatório trata o cumprimento das recomendações da CMVM relativas à atividade de análise financeira. São consideradas as recomendações dirigidas aos intermediários financeiros e outros analistas financeiros, aos jornalistas/órgãos de comunicação social e às entidades emitentes. Foram selecionadas e analisadas 106 notícias e os respetivos relatórios de *research*, *disclaimers* de relatórios de *research* de quatro dos intermediários financeiros nacionais mais relevantes nesta atividade e os sítios de *internet* das sociedades cotadas portuguesas.

2. ANÁLISE DESCRITIVA DA ATIVIDADE DE *RESEARCH* NO MERCADO PORTUGUÊS

2.1. RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO

2.1.1. EVOLUÇÃO TEMPORAL DO NÚMERO DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO EMITIDAS

São analisados no presente estudo os relatórios de *research* remetidos pelos intermediários financeiros à CMVM relativos ao período compreendido entre 01-10-2012 e 30-09-2013.¹ A base de dados respeitante àquele período contém 655 registos², sendo que 94,7% dos relatórios de análise financeira (620) incidiam sobre ações para as quais a CMVM é a autoridade de supervisão relevante. Os demais 35 relatórios respeitavam a ações de emittentes estrangeiros (Banco Popular Espanhol e Banco Santander Central Hispano) negociadas em regime de *dual-listing*.³

O Gráfico 1 mostra a evolução temporal do número de relatórios de análise financeira. Esta evolução é caracterizada pelo aumento do número médio mensal de relatórios produzidos comparativamente com 2012. É ainda caracterizada por alguma sazonalidade, particularmente no que respeita ao mês de agosto devido ao normal abrandamento da atividade neste mês, visível também nos valores mais reduzidos negociados em mercados secundários.

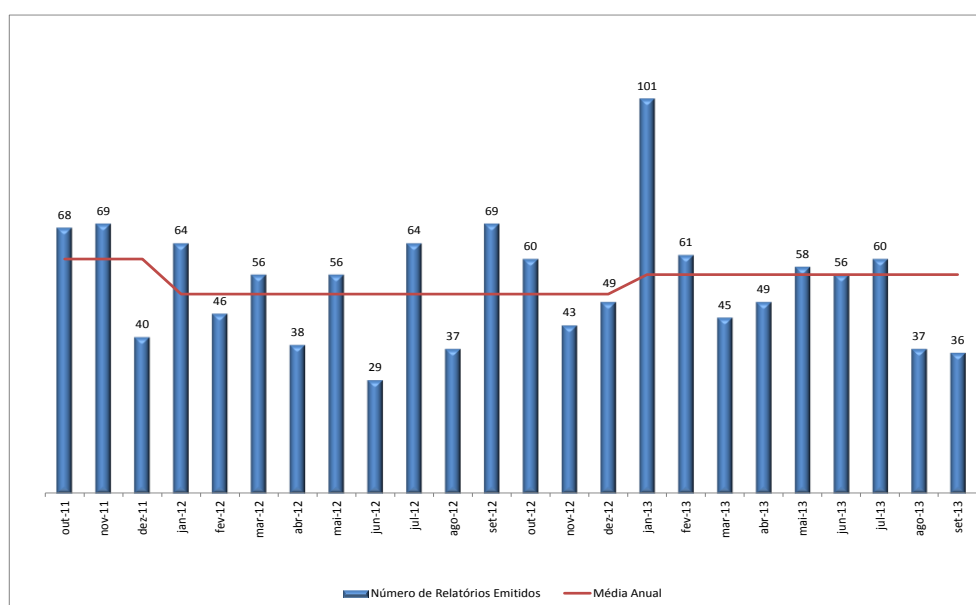
O número de relatórios emitidos no período em apreço foi superior ao do período homólogo antecedente. Este aumento não foi generalizado em todos os meses e foi essencialmente devido ao acréscimo do número de recomendações emitidas nos meses de janeiro e junho (58,8% e 93,1%, respetivamente). O aumento do número de intermediários financeiros estrangeiros a emitir relatórios de análise financeira também terá contribuído para esse crescimento.

¹ Cerca de 99% das recomendações de investimento identificadas pela CMVM foram recebidas por e-mail. As restantes foram identificadas nos meios de comunicação social e referiam-se a alguns intermediários financeiros estrangeiros que no período em análise não estavam a remeter os relatórios de *research* à CMVM. Após identificados os referidos intermediários financeiros, a CMVM solicitou e passou a receber os seus relatórios numa base regular.

² Posteriormente à divulgação do relatório relativo a 2012 foi identificado e/ou comunicado um número adicional de recomendações (cerca de uma centena) que foram incluídas na análise do presente relatório e podem prejudicar as comparações efetuadas com os resultados reportados no relatório de 2012 (que não considerou essas recomendações adicionais).

³ Admitidas à negociação no mercado principal da Euronext Lisbon e também noutras praças internacionais onde se efetua o grosso do volume de transações. O Banco Popular Espanhol deixou de estar admitido à negociação na Euronext Lisbon a partir de 04-10-2013.

GRÁFICO 1 – EVOLUÇÃO TEMPORAL DO NÚMERO DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO



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

A Jerónimo Martins (EDP Renováveis no relatório de 2012) foi o emitente objeto de maior atenção dos analistas financeiros, seguida da EDP e da Portugal Telecom. As recomendações emitidas sobre estes três títulos representaram 26,5% do total, o que atesta o elevado nível de concentração da cobertura dos analistas financeiros em empresas com maior dimensão e que integram o PSI20 – ver Tabela 1.

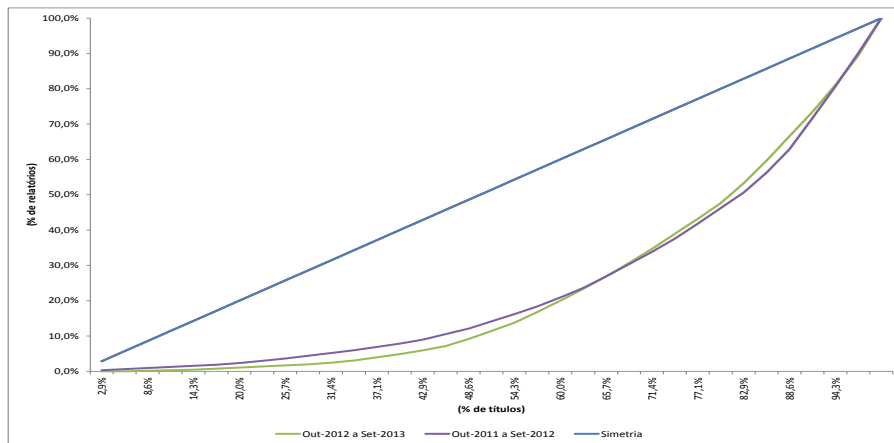
TABELA 1 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR TÍTULO E INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

Título	N.º de Relatórios	% do Total	Intermediário Financeiro	N.º de Relatórios	% do Total
Altri	26	4,0%	Banco Big	2	0,3%
Banco Popular	20	3,1%	Barclays	8	1,2%
Banco Santander	15	2,3%	BBVA	10	1,5%
BCP	25	3,8%	Berenberg bank	7	1,1%
BES	45	6,9%	Bernstein Research	4	0,6%
BPI	28	4,3%	Espírito Santo E.R.	52	7,9%
Brisa	1	0,2%	BPI E.R.	69	10,5%
Cofina	8	1,2%	Caixa B.I.	26	4,0%
Corticeira Amorim	2	0,3%	Cheuvreux	3	0,5%
EDP	55	8,4%	Citigroup	35	5,3%
EDP Renováveis	45	6,9%	Credit Suisse	10	1,5%
ESFG	3	0,5%	Deutsche Bank	9	1,4%
Galp Energia	37	5,6%	Equita	1	0,2%
Ibersol	4	0,6%	Exane BNP Paribas	15	2,3%
Impresa	6	0,9%	Fidentiis	7	1,1%
Jerónimo Martins	69	10,5%	Goldman Sachs	84	12,8%
Martifer	2	0,3%	HSBC	11	1,7%
Media Capital	1	0,2%	Jefferies International	2	0,3%
Mota Engil	23	3,5%	JP Morgan	15	2,3%
Novabase	6	0,9%	KBW	9	1,4%
Portucel	29	4,4%	Macquarie	11	1,7%
Portugal Telecom	50	7,6%	Merrill Lynch	10	1,5%
REN	28	4,3%	Millennium I.B.	152	23,2%
SAG	2	0,3%	Morgan Stanley	6	0,9%
Semapa	15	2,3%	Natixis	18	2,7%
Soares da Costa	1	0,2%	Nomura	12	1,8%
Sonae Capital	22	3,4%	Santander I.B.	33	5,0%
Sonae Indústria	7	1,1%	SG	9	1,4%
Sonae SGPS	21	3,2%	UBS	25	3,8%
Sonaecom	13	2,0%			
Teixeira Duarte	2	0,3%			
Zon Optimus	44	6,7%			
Total	655	100,0%	Total	655	100,0%

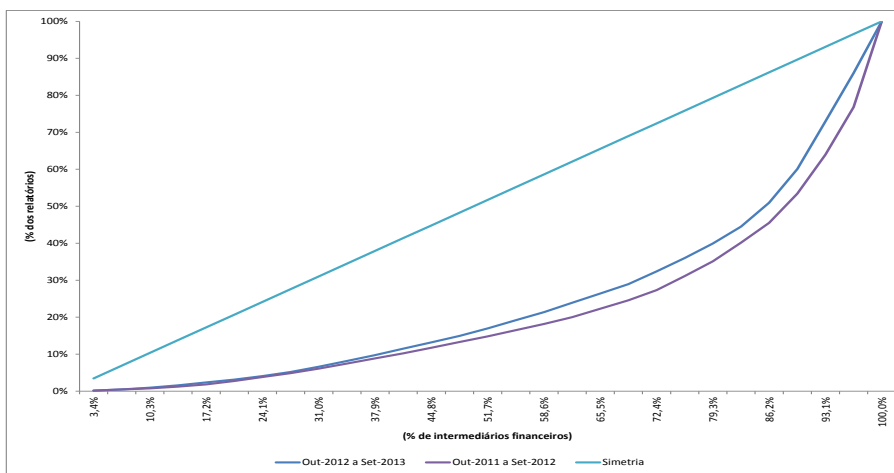
A concentração da atividade é relativamente similar à verificada no período homólogo anterior no que respeita aos emitentes alvo de cobertura. Contudo, quanto aos intermediários financeiros que desenvolvem esta atividade, o aumento do número de intervenientes identificados resultou numa menor concentração do mercado. O Gráfico 2 apresenta o nível de concentração na emissão de relatórios de análise financeira sobre ações cotadas na Euronext Lisbon nestes dois períodos.

GRÁFICO 2 – CURVA DE LORENZ E CONCENTRAÇÃO NA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES

PAINEL A - TÍTULOS



PAINEL B – INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS



No que respeita aos emitentes, a maior diminuição de peso relativo face ao período homólogo ocorreu na Galp (-3,3 p.p.) e na EDP Renováveis (-2,6 p.p.). A Jerónimo Martins e a Zon Optimus registaram o maior aumento, respetivamente de 3,5 p.p. e 2,7 p.p.. No caso da Zon Optimus tal estará associado à perceção pelo mercado de um possível processo de fusão com a Sonaecom (empresa cujo peso no total de relatórios divulgados aumentou em 0,5 p.p.) que se veio a concretizar no último trimestre de 2013.

Relativamente aos intermediários financeiros, o Millennium I.B., a Goldman Sachs e o BPI E.R. apresentam o maior número de relatórios. No seu conjunto, as três instituições representam 46,6% dos relatórios identificados, o que corresponde a um ligeiro aumento do nível de concentração da atividade de *research* dos três principais operadores por comparação com o período homólogo anterior (45,6%). O Millennium I.B. emitiu o maior número de

relatórios (foi o segunda maior no período anterior). A quota do BPI E.R. foi a que mais se reduziu (-4,5 p.p.).

O setor das Infraestruturas/Telecomunicações representou 36,0% dos relatórios divulgados (-3,0 p.p. do que no período homólogo anterior), o que compara com 20,7% do setor financeiro (19,6% no período transato). Por outro lado, com a exceção do Banif, as demais empresas que integravam o índice PSI20 no final de setembro de 2013 tinham sido objeto de cobertura pelos analistas financeiros. A Inapa deixou de ser objeto de cobertura no período em análise.

TABELA 2 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR NACIONALIDADE DO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

Titulos	Intermediários Financeiros	N.º Relatórios	% do Total
Nacionais	Nacionais	283	45,6%
	Estrangeiros	337	54,4%
	Total	620	100,0%
Dual-Listing	Nacionais	16	45,7%
	Estrangeiros	19	54,3%
	Total	35	100,0%

2.1.3. TIPOLOGIAS DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO

A análise das tipologias das recomendações de investimento foi precedida da uniformização das diversas escalas utilizadas pelos intermediários financeiros com o objetivo de permitir o seu tratamento de uma forma homogénea. Assim, foram definidos três tipos de recomendações (vender, manter e comprar), em que o primeiro (vender) aconselha a redução da exposição dos investidores a um valor mobiliário e o último (comprar) sugere um aumento dessa exposição.⁴

Nas ações em que a CMVM é a autoridade de supervisão relevante continua a ser notório o desequilíbrio entre as recomendações de comprar e de vender, ainda que menos acentuado do que o reportado no relatório de 2012. As primeiras representaram 43,4% (menos 4,9 p.p. do que o verificado em período homólogo transato) do total, e as segundas apenas 21,1% (15,4% no período homólogo anterior). As recomendações que sugerem a manutenção do investimento mantiveram o seu peso. Globalmente, estas percentagens revelam que os intermediários financeiros alteraram de forma não despendiça (face ao período homólogo) a sua expectativa

⁴ Nesta seção, bem como noutras em que tal seja relevante, foram consideradas apenas 634 recomendações, uma vez que nas demais não foi emitida uma recomendação qualitativa de investimento.

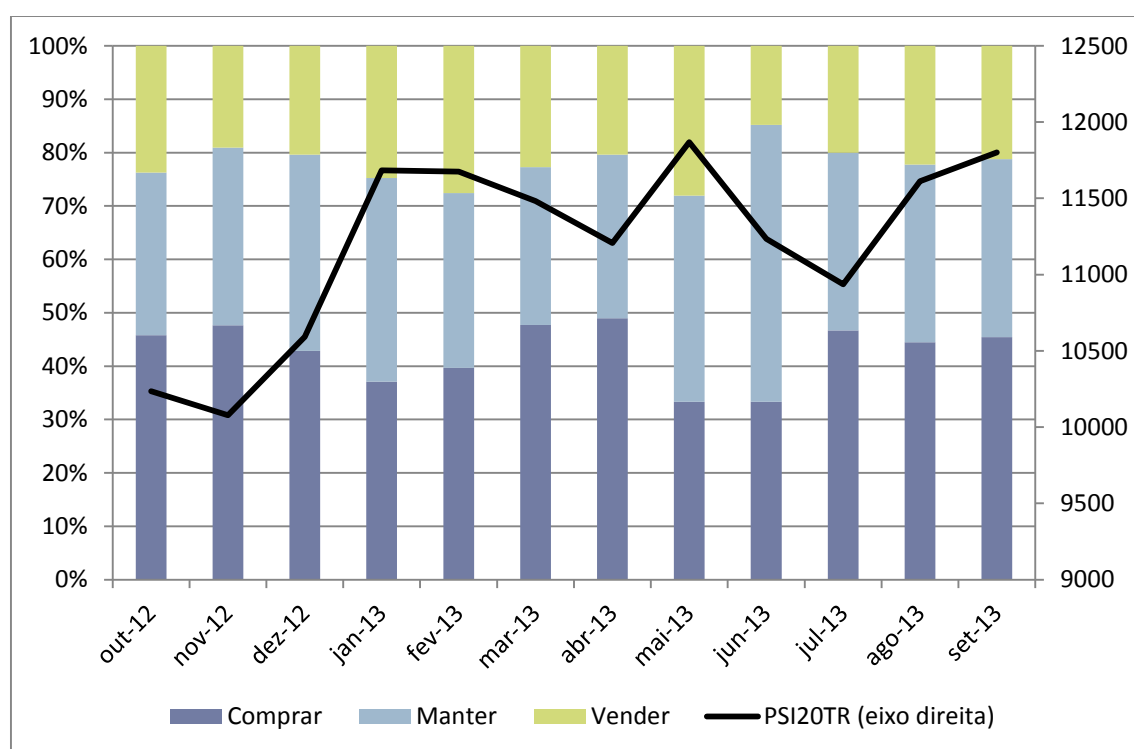
sobre o desempenho do mercado acionista nacional, dado que o diferencial entre o peso das recomendações de comprar e vender se reduziu em 11,7 p.p. (isto num ano em que o PSI20 se valorizou 16%).

Nas ações em regime de *dual-listing* a situação é inversa, uma vez que a proporção de recomendações de vender superou em 28,6 p.p. a das recomendações de comprar.

TABELA 3 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A TIPOLOGIA

Títulos	Recomendação		
	Vender	Manter	Comprar
Nacionais	21,1%	35,5%	43,4%
Dual-Listing	45,7%	37,1%	17,1%
Total	27,2%	36,1%	47,3%

GRÁFICO 3 – EVOLUÇÃO TEMPORAL DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A SUA TIPOLOGIA



A dinâmica das recomendações de compra e de venda não foi estável ao longo do horizonte temporal analisado. O desequilíbrio mais notório ocorreu em novembro de 2012 e em abril de

2013 (ver Gráfico 3), meses em que foi atingida a diferença máxima entre recomendações de venda e de compra (28,6 p.p.). Em maio de 2013 verificou-se a menor diferença entre o peso das recomendações de compra e de venda (5,3 p.p.), sendo este também o único mês em que as recomendações de manter apresentaram maior peso relativo. Esta situação poderá estar relacionada com a incerteza gerada nos mercados quanto a um desfecho positivo do sétimo exame regular de avaliação do cumprimento do programa de assistência económica e financeira de que Portugal é alvo - o qual se prolongou além dos prazos previstos.

A análise por empresa permite evidenciar o maior grau de otimismo dos analistas financeiros em alguns emitentes, em virtude de apresentarem uma proporção de recomendações de compra substancialmente superior à das de venda. São os casos da Galp, da EDP Renováveis, da Sonae SGPS e da Jerónimo Martins, sendo que no caso das três primeiras empresas não foi emitida qualquer recomendação de venda. Os analistas expressaram maior pessimismo relativamente à Altri e ao BCP – ver Tabela 4.

TABELA 4 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A TIPOLOGIA E TÍTULO-ALVO

Título	Recomendação		
	Vender	Manter	Comprar
Altri	58,3%	20,8%	20,8%
BPI	32,1%	39,3%	28,6%
BCP	40,9%	40,9%	18,2%
BES	20,0%	46,7%	33,3%
EDP	29,1%	21,8%	49,1%
EDP Renováveis	0,0%	42,9%	57,1%
Galp	0,0%	17,6%	82,4%
Jerónimo Martins	6,0%	29,9%	64,2%
Mota Engil	26,1%	39,1%	34,8%
Portucel	34,5%	34,5%	31,0%
Portugal Telecom	18,0%	46,0%	36,0%
REN	25,0%	42,9%	32,1%
Sonae Capital	22,7%	40,9%	36,4%
Sonae SGPS	0,0%	44,4%	55,6%
Zon Optimus	15,9%	45,5%	38,6%
Outros*	35,5%	31,8%	32,7%

* Inclui os títulos que foram alvo de 20 ou menos recomendações.

Foi entre as empresas do setor financeiro que os analistas revelaram menor otimismo, evidenciado pelo menor peso das recomendações de compra face às de venda (24,8%, menos 7,5 p.p. do que a proporção de recomendações de venda). A tal não terá sido alheia a manutenção da exposição das empresas financeiras a dívida soberana, os processos de reestruturação e/ou recapitalização que algumas delas enfrentaram, os prejuízos registados por alguns bancos e a não distribuição de dividendos aos acionistas. No setor de Infraestruturas/Telecomunicações e nas outras empresas as recomendações de compra

representaram, respetivamente, 44,8% e 48,7%, percentagens inferiores às registadas no período homólogo antecedente (respetivamente 49,0% e 54,6%).

A análise das recomendações de investimento de acordo com a dimensão e liquidez das empresas revela algumas diferenças. Os analistas foram mais pessimistas em relação ao desempenho das empresas não integrantes do índice PSI20, não só porque a proporção de recomendações de compra foi inferior em 12,6 p.p. à das empresas do PSI20, como, especialmente, idêntica proporção relativamente às recomendações de venda foi superior em 17,8 p.p.. Ademais, a proporção de recomendações de venda foi superior em 4,8 p.p. face às de venda entre as empresas que não integram aquele índice. Além de se tratar de empresas de menor dimensão e com eventual menor resiliência ao ciclo económico adverso, a sua não integração no PSI20 também penaliza o sentido das recomendações (e os preços-alvo) em virtude da menor liquidez associada às empresas que não integram o principal índice bolsista de referência.

Os intermediários financeiros nacionais continuaram a ser mais otimistas que os seus pares estrangeiros no que respeita ao desempenho das ações cotadas na Euronext Lisbon, mas as diferenças relativas esbateram-se. A Caixa B.I. e o Espírito Santo E.R. apresentaram uma proporção de recomendações de compra superior a qualquer dos demais intermediários financeiros analisados e apresentaram igualmente as menores proporções de recomendações de venda. Já o BPI E.R. e o Millennium I.B. foram, com exceção da Goldman Sachs, os intermediários financeiros que revelaram menor otimismo (lido pelo peso das recomendações de compra). O Millennium I.B. teve mesmo a maior proporção de recomendações de venda emitidas. Nenhum intermediário financeiro nacional emitiu maior proporção de recomendações de venda do que de compra.

A maior convergência de expectativas entre intermediários financeiros é bem expressa pelo facto de o peso das recomendações de compra dos intermediários financeiros nacionais ter sido ‘apenas’ superior em 7,3 p.p. ao dos intermediários financeiros estrangeiros (26,8 p.p. no período anterior). Nos títulos em regime de *dual-listing* a diferença entre intermediários financeiros nacionais e estrangeiros foi maior, mas o número de observações é diminuto – ver Tabela 6. Estes resultados modificam de sobremaneira o padrão observado em anteriores relatórios, nos quais o maior otimismo dos intermediários financeiros nacionais em relação ao desempenho dos títulos negociados na Euronext Lisbon era mais vincado.

TABELA 5 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A TIPOLOGIA E INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

Títulos	Intermediário Financeiro	Recomendação		
		Vender	Manter	Comprar
Nacionais	BPI E.R.	16,7%	47,9%	35,4%
	Caixa B.I.	7,7%	15,4%	76,9%
	Citigroup	14,8%	29,6%	55,6%
	Espírito Santo E.R.	2,1%	31,3%	66,7%
	Goldman Sachs	18,8%	68,8%	12,5%
	JP Morgan	20,0%	33,3%	46,7%
	Millennium I.B.	31,3%	29,9%	38,9%
	Santander I.B.	15,6%	25,0%	59,4%
	UBS	8,0%	40,0%	52,0%
	Outros*	26,6%	27,2%	46,2%
Dual-Listing	BPI E.R.	40,0%	20,0%	40,0%
	Citigroup	50,0%	50,0%	0,0%
	Millennium I.B.	14,3%	42,9%	42,9%
	Outros**	60,0%	33,3%	6,7%

* Inclui os intermediários financeiros que emitiram menos de 15 recomendações.

** Inclui os intermediários financeiros que emitiram menos de 5 recomendações.

TABELA 6 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A TIPOLOGIA E NACIONALIDADE DO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

Títulos	Intermediários Financeiros	Recomendação		
		Vender	Manter	Comprar
Nacionais	Nacionais	21,1%	32,0%	47,0%
	Estrangeiros	21,1%	38,3%	40,7%
	Total	21,1%	35,5%	43,4%
Dual-Listing	Nacionais	37,5%	31,3%	31,3%
	Estrangeiros	52,6%	42,1%	5,3%
	Total	45,7%	37,1%	17,1%
Todos	Nacionais	22,0%	31,9%	46,1%
	Estrangeiros	22,8%	38,5%	38,8%
	Total	22,4%	35,6%	42,0%

2.1.4. ALTERAÇÕES DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO

Tal como no período homólogo antecedente, no período de 12 meses em análise verificou-se algum equilíbrio na repartição das alterações das recomendações. Ainda assim, a maioria dos títulos analisados evidencia uma proporção de manutenção de recomendações superior a 70%. Dos títulos analisados individualmente na Tabela 7, apenas três apresentam proporções de manutenção de recomendações inferiores a 50% (Mota Engil, REN e Sonae Capital, neste último caso apenas 10%). No que respeita aos *downgrades*, apenas em dois títulos (BPI e Sonae Capital) se verificaram situações em que houve uma completa inversão da recomendação (de comprar

para vender).⁵ Já nos *upgrades* foram quatro os casos em que recomendações de venda foram seguidas por recomendações de compra (BES, BPI, Mota Engil e Sonae Capital). Todos os emitentes foram alvo de pelo menos um *downgrade* ou um *upgrade*.

TABELA 7 – ALTERAÇÕES DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR TÍTULO

Título	Downgrade			Upgrade		
	Comprar » Vender (1)	Manter » Vender (2)	Total (1) + (2)	Vender » Comprar (3)	Manter » Comprar (4)	Total (3) + (4)
Altri	0,0%	25,0%	25,0%	0,0%	15,0%	15,0%
Banco Popular	0,0%	13,3%	13,3%	0,0%	40,0%	40,0%
BCP	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,7%	6,7%
BES	0,0%	23,5%	23,5%	2,9%	2,9%	5,9%
BPI	5,6%	5,6%	11,1%	11,1%	0,0%	11,1%
EDP	0,0%	13,3%	13,3%	0,0%	6,7%	6,7%
EDP Renováveis	0,0%	3,3%	3,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Galp Energia	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	5,0%
Jerónimo Martins	0,0%	21,6%	21,6%	0,0%	21,6%	21,6%
Mota Engil	0,0%	33,3%	33,3%	4,8%	14,3%	19,0%
Portucel	0,0%	24,0%	24,0%	0,0%	16,0%	16,0%
Portugal Telecom	0,0%	19,4%	19,4%	0,0%	9,7%	9,7%
REN	0,0%	19,0%	19,0%	0,0%	38,1%	38,1%
Sonae Capital	10,0%	40,0%	50,0%	5,0%	35,0%	40,0%
Zon Optimus	0,0%	28,1%	28,1%	0,0%	15,6%	15,6%
Outros	2,6%	11,8%	14,5%	2,6%	13,2%	15,8%
Total	1,1%	17,5%	18,6%	1,5%	13,9%	15,4%

(*) Estão incluídas os títulos objeto de menos de 15 alterações de recomendação de investimento.

Nota: A proporção de relatórios em que se manteve a recomendação anteriormente emitida pelo intermediário financeiro pode ser obtida pela diferença entre 100% e a soma da proporção total de *downgrades* e *upgrades*.

No que diz respeito às alterações do sentido das recomendações por intermediário financeiro, a Goldman Sachs (Espírito Santo E.R. no período hómologo antecedente) apresentou maior estabilidade uma vez que em 91,9% dos casos manteve a recomendação anteriormente emitida sobre um mesmo emitente. Em termos de *downgrades* destacam-se, tal como no relatório de 2012, o Millenium I.B. e o Santander I.B. que, respetivamente, diminuíram o sentido das recomendações em 36,6% e 20,0% dos relatórios de análise financeira por si emitidos. Em sentido inverso, o Millennium I.B. e o BPI E.R. reviram em alta o sentido das suas recomendações em cerca de, respetivamente, um em cada três e um em cada cinco relatórios produzidos. Em geral, os analistas estrangeiros emitiram menos recomendações com *upgrades*.

O peso dos *upgrades* foi inferior ao dos *downgrades* em todos os setores: Infraestruturas/Telecomunicações (-5,4 p.p.), financeiro (-1,1 p.p.) e outros setores (-2,3 p.p.). As empresas que integram o índice PSI20 continuaram a exibir uma menor proporção de *upgrades* e *downgrades* (respetivamente 13,7% e 17,8%) e, logo, uma maior estabilidade do sentido das recomendações emitidas pelos analistas. Nas empresas de menor dimensão e liquidez a proporção de relatórios em que houve a manutenção do sentido da recomendação foi de apenas 50%, e em 26,6% dos casos houve um *upgrade*.

⁵ O mesmo se verificou em duas recomendações sobre a Cofina, incluídas em “outros”.

TABELA 8 – ALTERAÇÕES DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

Intermediário Financeiro	Downgrade			Upgrade		
	Comprar » Vender (1)	Manter » Vender (2)	Total (1) + (2)	Vender » Comprar (3)	Manter » Comprar (4)	Total (3) + (4)
Espírito Santo E.R.	0,0%	10,8%	10,8%	0,0%	10,8%	10,8%
BPI E.R.	2,2%	17,4%	19,6%	2,2%	19,6%	21,7%
Citigroup	0,0%	8,7%	8,7%	0,0%	4,3%	4,3%
Goldman Sachs	0,0%	4,1%	4,1%	0,0%	4,1%	4,1%
Millennium I.B.	2,2%	34,3%	36,6%	4,5%	26,9%	31,3%
Santander I.B.	0,0%	20,0%	20,0%	0,0%	16,0%	16,0%
UBS	0,0%	4,8%	4,8%	0,0%	19,0%	19,0%
Outros (*)	0,9%	12,3%	13,2%	0,0%	4,4%	4,4%
Total	1,1%	17,5%	18,6%	1,5%	13,9%	15,4%

(*) Inclui os intermediários financeiros que emitiram menos de 15 recomendações de investimento.

Nota: A proporção de relatórios em que se manteve a recomendação anteriormente emitida pelo intermediário financeiro pode ser obtida pela diferença entre 100% e a soma da proporção total de *downgrades* e *upgrades*.

A proporção de *manutenções* foi superior entre os intermediários financeiros estrangeiros (+37,4 p.p. para a totalidade dos títulos), uma vez que os nacionais denotam maior proporção de *upgrades* e de *downgrades*. O diferencial entre *upgrades* e *downgrades* de recomendações sobre títulos em que a CMVM é a autoridade de supervisão competente permite concluir que os intermediários financeiros estrangeiros foram mais estáveis na revisão do sentido das suas recomendações. Com efeito, a proporção de *downgrades* e *upgrades* foi superior nos analistas nacionais face aos estrangeiros, respetivamente +18,8 p.p. e 17,0 p.p..

TABELA 9 - ALTERAÇÕES DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO SEGUNDO A NACIONALIDADE DO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

Títulos	Intermediário Financeiro	Downgrade			Upgrade		
		Comprar » Vender (1)	Manter » Vender (2)	Total (1) + (2)	Vender » Comprar (3)	Manter » Comprar (4)	Total (3) + (4)
Nacionais	Nacionais	2,3%	26,6%	29,0%	3,3%	20,6%	23,8%
	Estrangeiros	0,0%	10,2%	10,2%	0,0%	6,8%	6,8%
	Total	1,1%	18,0%	19,1%	1,6%	13,3%	14,9%
Dual-Listing	Nacionais	0,0%	16,7%	16,7%	0,0%	50,0%	50,0%
	Estrangeiros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Total	0,0%	8,3%	8,3%	0,0%	25,0%	25,0%

Nota: A proporção de relatórios em que se manteve a recomendação anteriormente emitida pelo intermediário financeiro pode ser obtida pela diferença entre 100% e a soma da proporção total de *downgrades* e *upgrades*.

2.1.5. IMPACTO NAS COTAÇÕES

A atividade dos analistas financeiros consubstancia-se na pesquisa, tratamento e análise de informação pública e subsequente emissão de recomendações, preços-alvo e estimativas de resultados.

Nesta seção avalia-se o impacto da divulgação das recomendações de investimento no desempenho bolsista imediato dos títulos cotados na Euronext Lisbon. Um corolário da hipótese de eficiência semiforte dos mercados postula que esse efeito não deveria ocorrer porquanto se trata apenas de uma opinião de analistas sobre o instrumento financeiro analisado, fundamentada em informação que é pública.⁶ Todavia, a divulgação de tais relatórios resulta com frequência em efeitos não desprezíveis nas cotações e nas transações.

A disseminação de relatórios de análise financeira, e em particular das recomendações de investimento e dos preços-alvo, conduz com frequência a variações (anormais) nos preços. A informação, ainda que pública, encontra-se fragmentada por variadas fontes e pode requerer um grau de tratamento e sofisticação apenas ao alcance de especialistas. A análise dessa informação gera custos potencialmente não suportáveis pelos pequenos investidores, de modo que muitos acabam por seguir acriticamente as recomendações emitidas. A metodologia utilizada na presente seção para aferir os efeitos das recomendações nos títulos pode ser consultada no Anexo A.

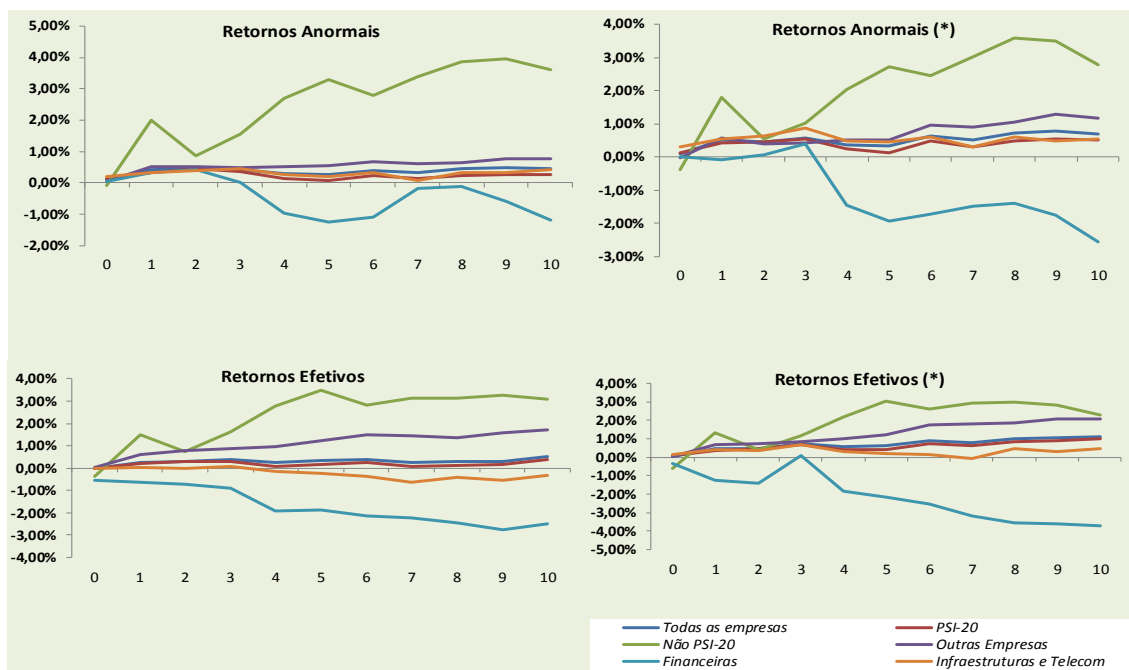
A análise do impacto das recomendações de investimento nas cotações recaiu sobre intermediários financeiros e empresas, no sentido de aferir se esse impacto diverge entre os vários intermediários financeiros e se existe idiosincrasia no impacto das recomendações de investimento ao nível dos diferentes títulos. Ademais, é efetuada a agregação das rendibilidades efetivas e anormais por setor da emitente e por domicílio do intermediário financeiro.

Os gráficos apresentados nesta seção evidenciam as rendibilidades efetivas e anormais acumuladas entre a data do anúncio e cada uma das dez sessões de negociação subsequentes para as recomendações de comprar e vender (curva de retornos anormais acumulados). No gráfico seguinte e demais, apresentam-se resultados com e sem a exclusão de observações em que foram detetados outros eventos *price sensitive* (neste último caso, os resultados estão assinalados com *).

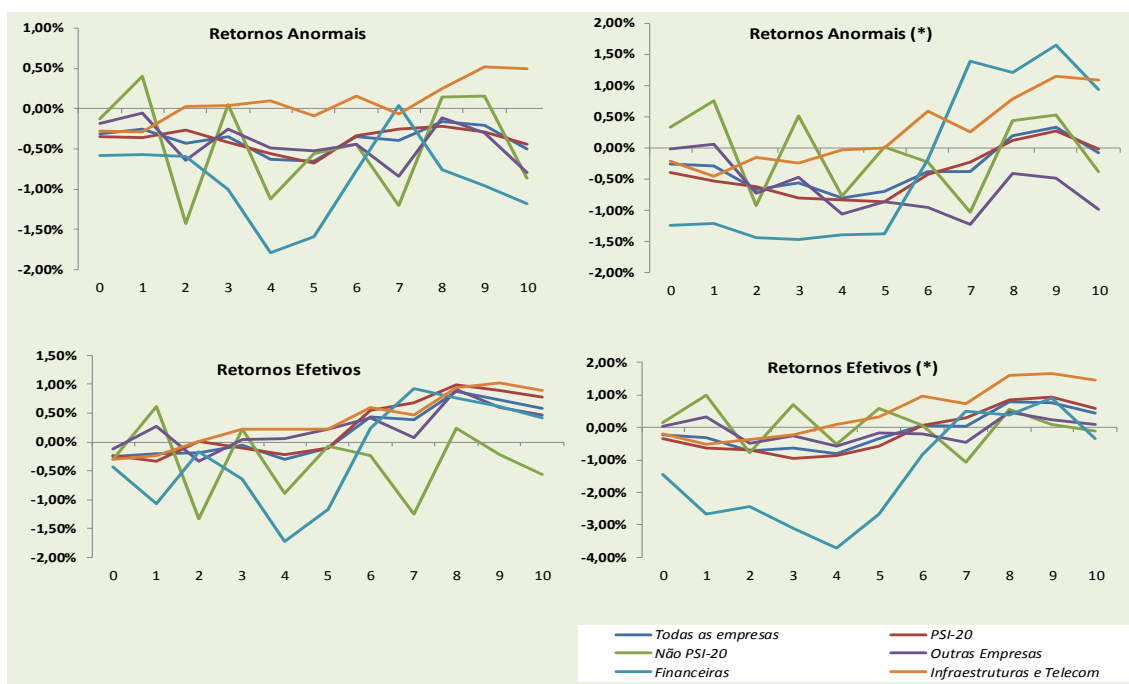
GRÁFICO 4 – IMPACTO DA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES

PAINEL A – COMPRAS

⁶ A hipótese de eficiência sobre a forma semiforte estabelece que o preço dos ativos reflete toda a informação pública disponível no mercado. Sob esta forma de eficiência, toda a informação relevante emitida, seja ela histórica, presente ou de expectativas futuras, proveniente de fontes acessíveis a qualquer agente do mercado, é imediatamente incorporada no preço.



PAINEL B – VENDAS



No que concerne às recomendações de comprar, o impacto parece ser superior entre as empresas que não integram o índice PSI20. Sem prejuízo de o impacto ter sido reduzido na data do anúncio (retorno anormal de -0,07%), estas empresas evidenciam retornos anormais acumulados entre a data da divulgação e a quinta e a décima sessões de negociação subsequentes de 3,28% e 3,61%, respetivamente. À luz destes resultados pode deduzir-se que

o impacto terá sido duradouro porquanto os retornos anormais acumulados se mantiveram após dez sessões de negociação. Uma justificação para este número deriva do facto de as empresas com menor capitalização terem menor cobertura dos analistas, pelo que o acréscimo informacional associado a cada relatório é superior. As conclusões são similares quando se consideram os retornos efetivos já que ambas as séries denotam padrões similares.

Por oposição, as empresas financeiras registaram retornos acumulados anormais e efetivos negativos após a emissão de uma recomendação de compra. Até à terceira sessão de negociação os retornos anormais (efetivos) foram positivos (negativos), muito embora economicamente desprezíveis. Porém, assumiram maior magnitude após a terceira sessão de negociação, e em particular quando eventos *price sensitive* são excluídos da análise (retornos anormais acumulados e efetivos entre a data da divulgação e a décima sessão de negociação subsequente de -2,57% e -3,74%, respetivamente). Já as empresas que integram o PSI20, as do setor de infraestruturas e telecomunicações e as de outros setores denotam retornos anormais positivos (inferiores a 0,5% no caso das empresas que integram o PSI20 e das empresas do setor de infraestruturas e telecomunicações).

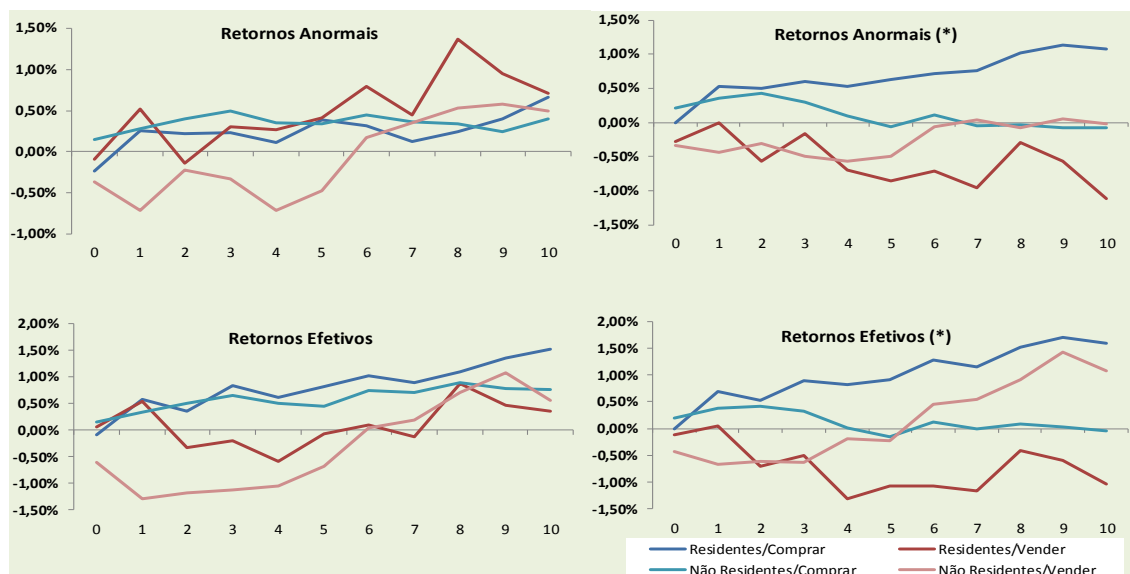
Já os retornos anormais (e efetivos) acumulados registados após a emissão de recomendações de venda apresentam um comportamento mais errático. O retorno anormal acumulado médio associado a recomendações de venda é negativo em qualquer ponto da curva. De facto, o valor negativo mais elevado ocorre ao fim da quinta sessão de negociação posterior à divulgação (-0,67). Após um impacto imediato negativo nos preços, as empresas dos setores de infraestruturas e telecom apresentam retornos anormais acumulados positivos após a sétima sessão de negociação que sucede ao evento. Caso se removam as observações em que foram divulgados factos relevantes *price sensitive*, o retorno anormal acumulado destas empresas ascende a 1,10% após dez sessões de negociação.

A curva de retornos anormais acumulados das empresas financeiras também denota uma trajetória específica. Caso se excluam as observações em que foram divulgados factos relevantes *price sensitive*, verifica-se um impacto imediato negativo nas cotações de -1,24%. Todavia, ao longo da janela temporal estudada é possível identificar uma inversão da trajetória, que se materializou em retornos anormais acumulados de 0,95% na décima sessão de negociação. Neste e noutros casos, os efeitos da recomendação de venda não foram permanentes.

O gráfico seguinte mostra as curvas de rendibilidades acumuladas após a divulgação da recomendação segundo a sua tipologia e a residência do intermediário financeiro que a emitiu. Nele se verifica que após a exclusão das observações em que foram divulgados factos relevantes *price sensitive*, os retornos anormais acumulados associados à divulgação de recomendações de compra por intermediários financeiros residentes foram positivos (acima de 1,00% na janela a dez dias). Já as recomendações de compra efetuadas por intermediários financeiros não residentes denotaram um impacto imediato positivo (0,42% na terceira sessão após a divulgação), mas que não subsistiu em janelas temporais mais alargadas. Também o impacto das recomendações de venda foi superior entre os intermediários financeiros residentes (abaixo

de -1,00% a dez dias se excluídas as observações em que foram divulgados factos relevantes *price sensitive*). Em contraste, as recomendações de venda emitidas por intermediários financeiros não residentes tiveram um impacto negativo inicial, revertido após a quinta sessão de negociação que se seguiu à data de divulgação da recomendação.

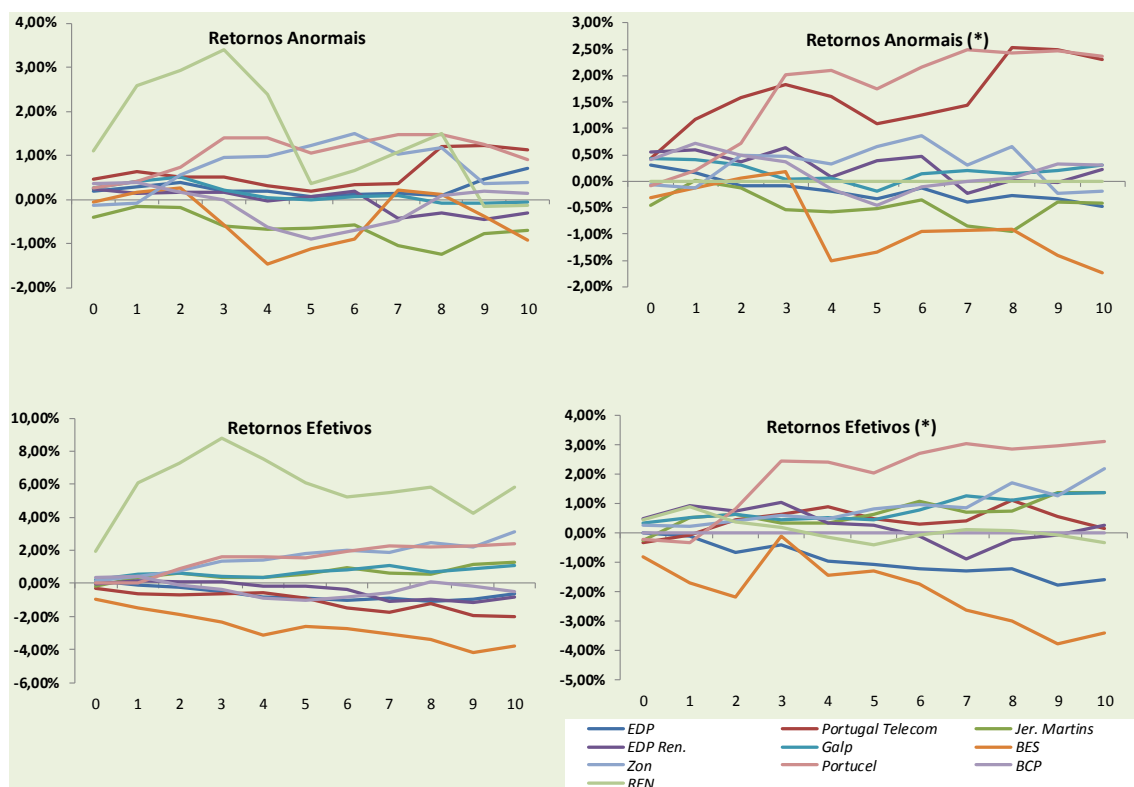
GRÁFICO 5 – IMPACTO DA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES (RESIDÊNCIA DO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO)



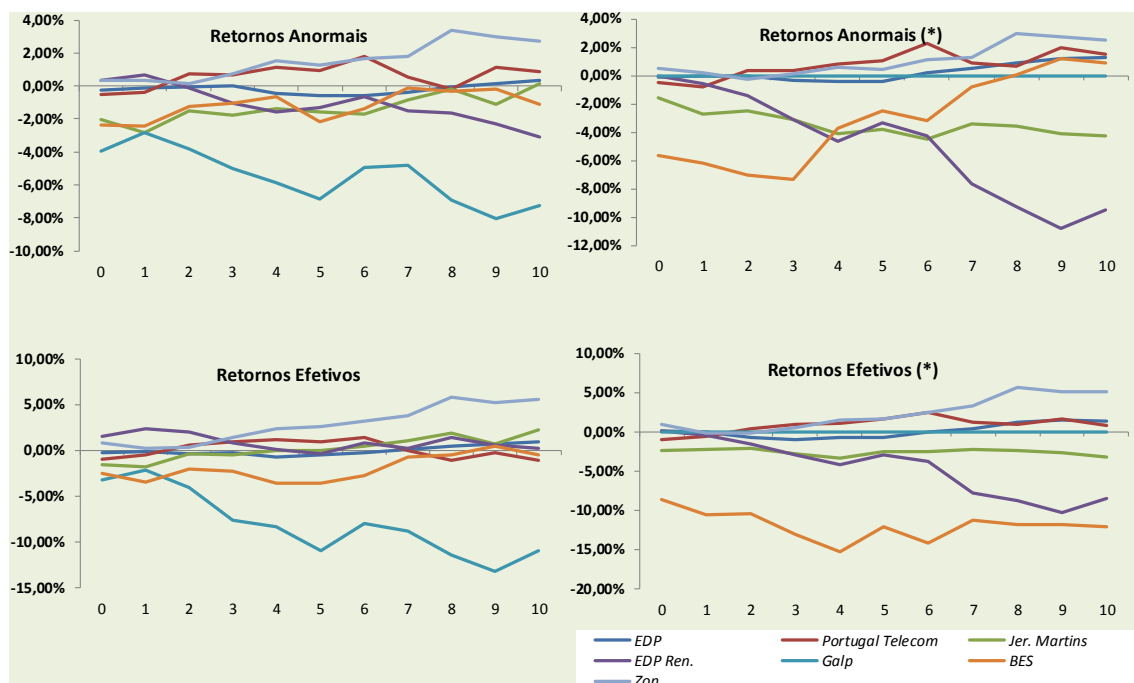
Uma análise por empresa revela que a Portucel foi, entre as dez empresas com maior número de recomendações de compra, a que denota maior impacto dessas recomendações nos preços (retornos anormais acumulados de 1,76% e 2,37% a cinco e dez dias, após remoção das observações em que foram divulgados factos relevantes *price sensitive*). Na mesma linha, a Portugal Telecom evidencia retornos anormais acumulados de 1,09% e 2,30% a cinco e dez dias. Contudo, quando são considerados retornos efetivos ao invés de retornos anormais observa-se uma redução significativa da performance das ações da Portugal Telecom, o que não acontece com a Portucel. As ações do BES registaram um desempenho negativo (retornos anormais acumulados de -1,74% a dez dias, após remoção das observações em que foram divulgados factos relevantes *price sensitive*).

GRÁFICO 6 – IMPACTO DA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES (POR TÍTULO)

PAINEL A - COMPRAS



PAINEL B - VENDAS



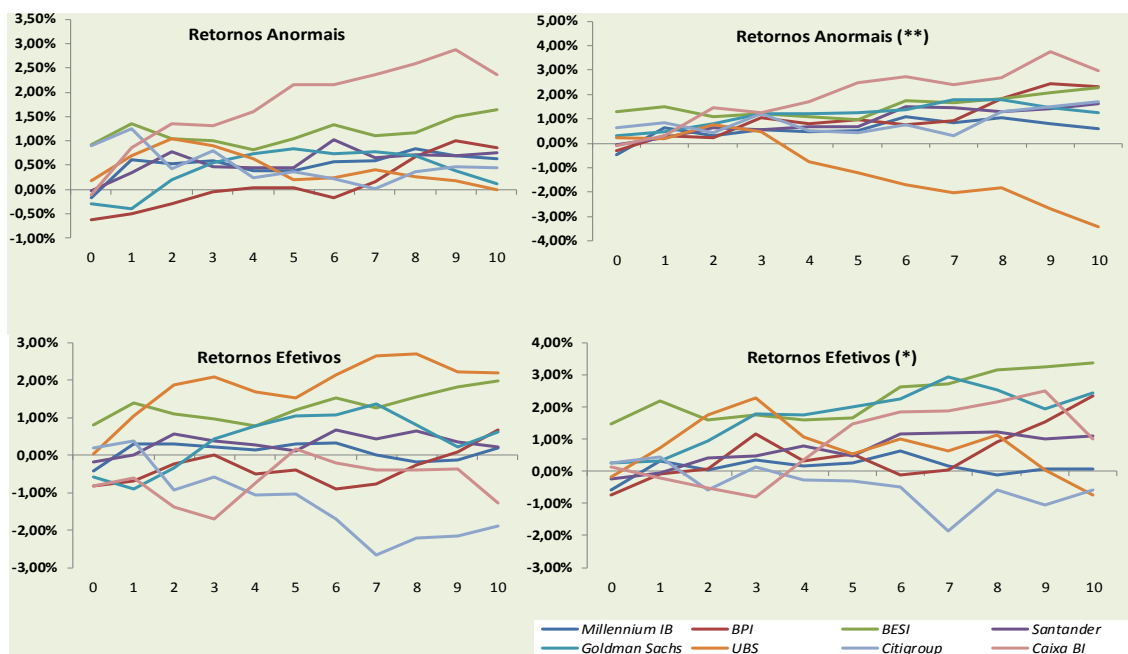
Nas recomendações de vender constata-se que as ações do BES alcançaram menores retornos acumulados imediatos após a data do anúncio (após remoção das observações em que foram divulgados factos relevantes *price sensitive*). A leitura do gráfico também sugere que esse

desempenho melhorou a partir da terceira sessão de negociação subsequente à divulgação da recomendação. Situação inversa parece ter acontecido com as ações da EDP Renováveis, as quais foram sujeitas a um impacto inicial residual que se agravou em janelas temporais mais alargadas.

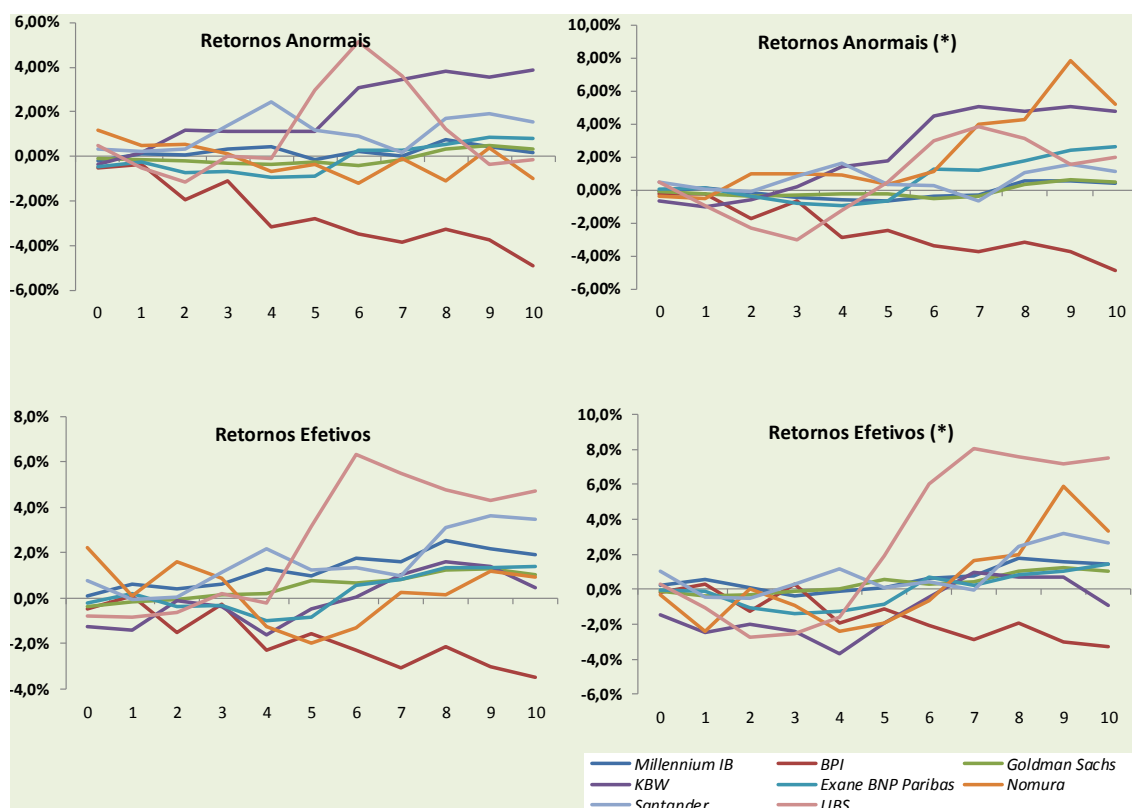
Os retornos anormais acumulados associados a recomendações de compra foram superiores para a Caixa B.I. (retornos anormais acumulados de 2,47 e 2,97% a cinco e dez dias, respetivamente, após remoção das observações em que foram divulgados factos relevantes *price sensitive*). Também o BESI e o Banco BPI se evidenciaram no que se refere aos efeitos de curto prazo das recomendações de compra. Nas recomendações de venda, as emitidas pelo Banco BPI induziram maior impacto nos preços (-2,41% e -4,84% a cinco e dez dias, respetivamente após remoção das observações em que foram divulgados factos relevantes *price sensitive*). Ademais, constata-se que, em média, apenas as recomendações emitidas por este intermediário financeiro produziram retornos anormais acumulados negativos ao longo das dez sessões que se seguiram à divulgação. Nos demais casos assinalados no Gráfico 7, os retornos anormais associados a recomendações de venda são positivos, e nalguns casos assumem uma magnitude não despreciable.

GRÁFICO 7 – IMPACTO DA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES (POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO)

PAINEL A - COMPRAS



PAINEL B - VENDAS



2.1.6. DISPERSÃO DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO FACE A UMA MEDIDA DE *CONSENSUS* POR TÍTULO E INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

A partir das recomendações de cada intermediário financeiro é possível definir uma medida de *consensus* sobre o desempenho futuro de cada ação. A medida de *consensus* é definida como a moda de todas as recomendações emitidas sobre uma determinada ação nos 30 dias anteriores à divulgação de cada relatório de análise financeira (excluindo as recomendações do próprio intermediário financeiro).

A Caixa B.I., a Exane BNP Paribas e o Citigroup (Millennium I.B., Natixies Securities e Citigroup no período homólogo anterior) emitiram a maior proporção de recomendações acima do *consensus*, e a Goldman Sachs, a JP Morgan e o Millennium I.B. (Exane BNP Paribas, Citigroup e Santander I.B. no período homólogo anterior) têm a maior proporção de recomendações abaixo do referido *consensus*. Estes resultados sugerem que, globalmente, o otimismo ou pessimismo de determinados analistas financeiros face ao *consensus* não é persistente ao longo do tempo. Duas entidades não emitiram quaisquer recomendações abaixo (Caixa B.I.) ou acima (Deutsche Bank) do *consensus*. O Deutsche Bank teve a maior proporção de recomendações alinhadas com o *consensus* (71,4%) e, entre os analistas nacionais, o Espírito Santo E.R. (BPI E.R.

no período homólogo anterior) registou o maior alinhamento com o sentimento global dos analistas uma vez que 52,6% das recomendações por si emitidas se situaram no *consensus*.

Em média, os intermediários financeiros nacionais foram mais otimistas que os estrangeiros: a proporção de recomendações abaixo do *consensus* foi superior em 15,9 p.p. nos intermediários financeiros estrangeiros (34,9 p.p. no período homólogo anterior) e a proporção de recomendações acima do *consensus* foi superior nos nacionais (+24,8 p.p. do que nos estrangeiros).

TABELA 10 – SENTIDO DAS RECOMENDAÇÕES E *CONSENSUS*

Intermediário Financeiro	Abaixo do Consensus	Acima do Consensus
BPI E.R.	10,0%	40,0%
Caixa BI	0,0%	55,6%
Citigroup	22,7%	40,9%
Credit Suisse	11,1%	22,2%
Espírito Santo E.R.	10,5%	36,8%
Exane BNP Paribas	22,7%	40,9%
Deutsche Bank	28,6%	0,0%
Goldman Sachs	57,9%	21,1%
JP Morgan	44,4%	11,1%
Macquarie	12,5%	37,5%
Millennium I.B.	40,5%	33,3%
Natixis Securities	33,3%	11,1%
Santander I.B.	22,2%	11,1%
Societe General	37,5%	37,5%
UBS	18,8%	18,8%
Outros (*)	36,4%	18,2%

(*) Inclui os intermediários financeiros com menos de 7 observações.

Nota: A proporção de relatórios de análise financeira em que a recomendação emitida 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 *Root Mean Square Error* (RMSE) é usado neste relatório como indicador de dispersão.⁷ No caso da dispersão das recomendações de investimento face ao *consensus*, a Tabela 11 apresenta o RMSE por empresa e permite identificar a Galp e a Jerónimo Martins como os títulos com maior concordância nas recomendações emitidas pelos diversos analistas durante o período em análise (RMSE mais reduzidos). O BES e a Portugal Telecom apresentam maior discordância face ao *consensus*.

TABELA 11 – DISPERSÃO DO SENTIDO DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR TÍTULO

⁷ Para consultar a metodologia de cálculo deste indicador, ver Anexo B.

Título	RMSE
BPI	0,665
BES	0,810
EDP	0,714
EDP Renováveis	0,306
Galp	0,177
Jerónimo Martins	0,290
Portugal Telecom	0,772
REN	0,482
Zon Optimus	0,396
Outros (*)	0,859

(*) Inclui os títulos com menos de 10 observações.

A análise do RMSE por setor de atividade dos emitentes revela que a dispersão do sentido das recomendações nas empresas financeiras (RMSE=0,773) continuou a ser superior à das empresas de Infraestruturas/Telecomunicações (RMSE=0,604) e quase o dobro da das demais empresas (RMSE=0,430). Por outro lado, os analistas financeiros parecem concordar mais entre si quando se trata de empresas de maior dimensão e liquidez, o que poderá estar relacionado com a maior cobertura efetuada sobre estas empresas. À semelhança do verificado no período homólogo anterior, o RMSE dos títulos que integram o índice PSI20 é inferior ao dos demais títulos analisados (0,589 e 0,783 para os títulos do PSI20 e para os demais títulos, respetivamente).

A análise por intermediário financeiro evidencia aqueles que mais se afastaram do *consensus*. O Espírito Santo E.R. e o Citigroup revelam maior dispersão, enquanto a UBS e a Exane BNP Paribas exibem os RMSE mais reduzidos – ver Tabela 12. Destes intermediários financeiros, apenas o Espírito Santo E.R. surgia em posição de destaque no período anterior como entidade que mais se afastava do *consensus*, pelo que estes resultados sugerem também não existir persistência na dispersão face ao *consensus* dos analistas. Globalmente, o RMSE dos intermediários financeiros nacionais (0,701) foi superior ao dos estrangeiros (0,551).

TABELA 12 - DISPERSÃO DO SENTIDO DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

Intermediário Financeiro	RMSE
BPI E.R.	0,611
Citigroup	0,660
Espírito Santo E.R.	0,725
Exane BNP Paribas	0,355
Goldman Sachs	0,591
Millennium I.B.	0,649
Santander I.B.	0,551
UBS	0,392
Outros (*)	0,612

(*) Inclui os intermediários financeiros com menos de 10 observações.

2.1.7. PERFORMANCE A MÉDIO PRAZO DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO

Além dos efeitos imediatos nas cotações, importa ainda verificar o desempenho a médio prazo dos títulos alvo de recomendações. Para o efeito, simularam-se carteiras de investimento para cada um dos intermediários financeiros. A metodologia utilizada nesta secção é idêntica à usada em anos anteriores e encontra-se descrita no Anexo C.

Os resultados encontrados indicam as carteiras da UBS e do Espírito Santo E.R. como tendo melhor desempenho (29,22% e 26,57%, respetivamente, incluindo as comissões de transação na análise). A carteira da Natixis registou a menor valorização. Em 2012, as carteiras do BPI E.R. e do Millennium I.B. tinham revelado o melhor desempenho, por contraposição com a carteira do Citigroup (com o pior).

O índice *PSI20 Total Return* aumentou 19,08% no período em apreço. Em média, os nove intermediários financeiros, considerando as comissões cobradas, obtiveram uma performance superior em 2,56 p.p. à da carteira do índice. Também neste domínio os resultados não têm sido homogéneos. Em 2012 apenas uma carteira apresentou um desempenho superior ao da carteira passiva que replicasse aquele índice.

TABELA 13 – VALOR E RENDIBILIDADE DAS CARTEIRAS FORMADAS A PARTIR DAS RECOMENDAÇÕES DOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS

	Valor da Carteira a 01- 10-2013	Var (%)	Valor da Carteira a 01- 10-2013 (deduzido de comissões)	Var (%) (deduzido de comissões)
BPI E.R.	117.450 €	17,45%	116.926 €	16,93%
Caixa B.I.	121.818 €	21,82%	121.700 €	21,70%
Citigroup	117.331 €	17,33%	117.029 €	17,03%
Espírito Santo E. R.	126.572 €	26,57%	126.265 €	26,27%
Goldman Sachs	118.890 €	18,89%	118.581 €	18,58%
Millennium I.B.	125.729 €	25,73%	125.207 €	25,21%
Natixis	116.229 €	16,23%	116.017 €	16,02%
Santander E.R.	124.374 €	24,37%	124.097 €	24,10%
UBS	129.222 €	29,22%	128.918 €	28,92%
BPI E.R. (*)	117.071 €	17,07%	116.543 €	16,54%
Espírito Santo E. R. (*)	126.574 €	26,57%	126.266 €	26,27%
Millennium I.B. (*)	125.051 €	25,05%	124.522 €	24,52%

Nota: Apenas foram incluídos os 9 intermediários financeiros (4 nacionais e 5 estrangeiros) que emitiram mais recomendações de investimento no período em estudo (excluíram-se para o efeito as recomendações de Manter).

(*) Quando os intermediários financeiros são simultaneamente emitentes cotados (Banco BPI, BCP e BES) considerou-se nulo o peso inicial destes títulos nas respetivas carteiras.

A análise anterior apenas toma em consideração as recomendações posteriores a 30-09-2012. Um exercício alternativo consiste em reajustar a carteira inicial em função das últimas recomendações efetuadas pelo intermediário financeiro para cada título antes de 30-09-2012, mais concretamente durante o mês que precedeu a constituição da carteira. Tomando este novo pressuposto, as carteiras da UBS e da Espírito Santo E.R. alcançaram as melhores performances e a carteira da Natixis apresentou o pior desempenho.

TABELA 14 – VALOR E RENDIBILIDADE DAS CARTEIRAS FORMADAS A PARTIR DAS RECOMENDAÇÕES DOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS (CONSIDERANDO CARTEIRAS DE PARTIDA DIFERENTES PARA OS DIVERSOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS)

	Valor da Carteira a 30-09-2013	Var (%)	Valor da Carteira a 30-09-2013 (deduzido de comissões)	Var (%) (deduzido de comissões)
BPI E.R.	119.655 €	19,66%	119.137 €	19,14%
Caixa B.I.	121.818 €	21,82%	121.700 €	21,70%
Citigroup	117.331 €	17,33%	117.029 €	17,03%
Espírito Santo E. R.	128.698 €	28,70%	128.385 €	28,39%
Goldman Sachs	118.754 €	18,75%	118.444 €	18,44%
Millennium I.B.	125.584 €	25,58%	125.063 €	25,06%
Natixis	116.229 €	16,23%	116.017 €	16,02%
Santander E.R.	123.387 €	23,39%	123.094 €	23,09%
UBS	131.771 €	31,77%	131.443 €	31,44%
BPI E.R. (*)	119.358 €	19,36%	118.836 €	18,84%
Espírito Santo E. R. (*)	127.638 €	27,64%	127.320 €	27,32%
Millennium I.B. (*)	124.898 €	24,90%	124.370 €	24,37%

Nota: Apenas foram incluídos os 9 intermediários financeiros (4 nacionais e 5 estrangeiros) que emitiram mais recomendações de investimento no período em estudo (excluíram-se para o efeito as recomendações de Manter).
 (*) Quando os intermediários financeiros são simultaneamente emitentes cotados (Banco BPI, BCP e BES) considerou-se nulo o peso inicial destes títulos nas respetivas carteiras.

2.2. PREÇOS-ALVO

2.2.1. DISTRIBUIÇÃO DOS PREÇOS-ALVO POR REFERÊNCIA À ÚLTIMA COTAÇÃO E AO ANTERIOR PREÇO-ALVO DIVULGADO PELOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS

Os preços-alvo incluídos nos relatórios de análise financeira constituem outro tipo de informação frequentemente citada e amplificada pela sua disseminação pelos órgãos de

comunicação social. Os preços-alvo permitem definir o “potencial de valorização”⁸ e a “variação do preço-alvo” do título (face ao preço-alvo anterior emitido pelo mesmo analista), variáveis objeto de estudo nesta secção.⁹

A amostra foi dividida entre os valores mobiliários nacionais (exclusivamente cotados na Euronext Lisbon) e os estrangeiros cotados na Euronext Lisbon em regime de *dual-listing*. O cálculo dos dois indicadores referidos permite concluir que o potencial de valorização inerente aos preços-alvo divulgados foi em geral elevado, mas inferior ao registado no período homólogo antecedente. Uma percentagem inferior a, respetivamente, 30% e 50% dos preços-alvo emitidos sobre valores mobiliários nacionais e em regime de *dual-listing* refletia um potencial de valorização negativo, o que está em consonância com a menor percentagem de recomendações de vender/reduzir emitidas face às de compra, ainda que a amplitude deste diferencial se tenha reduzido. Por outro lado, cerca de 40% dos preços-alvo emitidos sobre valores mobiliários nacionais traduziam um potencial de valorização igual ou superior a 12,0% e em mais de 20% dos casos igual ou superior a 19,0% (há, porém, que ter em conta que o horizonte temporal dos diversos preços-alvo não é idêntico).

**TABELA 15 – DISTRIBUIÇÃO DOS PREÇOS-ALVO POR REFERÊNCIA À ÚLTIMA COTAÇÃO E AO ANTERIOR
PREÇO-ALVO DIVULGADO PELOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS**

Títulos	Percentil	Potencial de Valorização	Variação do Preço-Alvo
Nacionais	10	-11,4%	-16,6%
	20	-4,6%	-7,1%
	30	0,6%	-4,1%
	40	4,8%	-1,1%
	50	8,9%	3,4%
	60	12,0%	6,9%
	70	14,5%	11,1%
	80	19,0%	17,8%
	90	22,6%	34,4%
Dual Listing	10	-23,3%	-25,5%
	20	-18,6%	-11,8%
	30	-11,3%	-7,4%
	40	-4,0%	-3,7%
	50	0,0%	0,8%
	60	3,2%	3,9%
	70	11,1%	7,1%
	80	17,0%	16,3%
	90	26,5%	25,1%

Obs.: Potencial de valorização: é definido como o rácio entre o preço-alvo emitido e o preço de mercado que consta do relatório de análise financeira; variação do preço-alvo: variação do preço-alvo do título face ao preço-alvo anterior emitido pelo mesmo analista.

⁸O potencial de valorização é definido como o rácio entre o preço-alvo emitido e o preço de mercado que consta do relatório de análise financeira.

⁹ Em diversas recomendações, em especial nas de venda, o valor do preço-alvo é superior ao do preço do mercado vigente à data da divulgação do relatório. Trata-se, de acordo com as notas explicativas constantes nesses relatórios, de recomendações “especulativas” e que têm associado um elevado risco. Estes casos são, naturalmente, objeto de atenção especial pela CMVM, e devem ser devidamente analisados e ponderados pelo leitor do relatório de análise financeira.

O potencial de valorização dos títulos permaneceu positivo mas menos elevado do que em anos anteriores. Mais de 40% dos preços-alvo emitidos sobre valores mobiliários nacionais e em regime de *dual-listing* refletiam uma variação negativa face ao último preço-alvo emitido pelo analista financeiro.

A mediana do potencial de valorização atribuído aos títulos pelos intermediários financeiros nacionais ao longo do período estudado foi de 13,1%, uma percentagem superior em apenas 1,6 p.p. face à mediana do potencial de valorização atribuído pelos intermediários financeiros estrangeiros. No período homólogo antecedente esse diferencial foi de 6,8 p.p., o que sugere, como já referido, uma maior convergência de expectativas de evolução do mercado entre intermediários financeiros nacionais e estrangeiros. Isto é confirmado pela mediana da variação dos preços-alvo que foi praticamente idêntica (3,1% e 3,0% nos intermediários financeiros nacionais e estrangeiros, respetivamente).

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

Também nos preços-alvo se afigura relevante analisar o grau de concordância dos analistas financeiros. O preço-alvo de *consensus* é definido como a média dos preços-alvo nos 30 dias anteriores ao da emissão de um determinado preço-alvo (excluindo os do próprio analista cujo preço-alvo é objeto de análise).

TABELA 16 – PREÇOS-ALVO VERSUS *CONSENSUS* POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

Intermediário Financeiro	Abaixo do Consensus	Acima do Consensus
BPI E.R.	20,0%	80,0%
Citigroup	36,4%	63,6%
Espírito Santo E.R.	21,1%	78,9%
Exane BNP Paribas	58,3%	41,7%
Goldman Sachs	57,9%	42,1%
Millennium I.B.	45,2%	54,8%
Santander I.B.	55,6%	44,4%
UBS	56,3%	43,8%
Outros (*)	53,4%	45,6%

(*) Inclui os intermediários financeiros com menos de 10 observações.

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

A Tabela 16 mostra a proporção de preços-alvo emitidos acima e abaixo do *consensus*, e permite identificar o BPI E.R. e o Espírito Santo E.R. (Millennium I.B. e Espírito Santo E.R. no período homólogo antecedente) como os intermediários financeiros com maior proporção de

preços-alvo acima do *consensus*. Ao invés, a Exane BNP Paribas e a Goldman Sachs registaram a maior proporção de preços-alvo abaixo do *consensus* (Citigroup e Exane BNP Paribas no período homólogo anterior). Verifica-se, assim, que o Espírito Santo E.R. e a Exane BNP Paribas se mantêm entre os intermediários financeiros que apresentam maior proporção de recomendações de investimento acima e abaixo, respetivamente, do preço-alvo de *consensus*.

A dispersão dos preços-alvo para empresas e intermediários financeiros é calculada novamente a partir do conceito de *Root Mean Square Error* (RMSE), definindo-se o preço-alvo de *consensus* como a referência de comparação para cada preço-alvo emitido. A análise por ação revela que a concordância dos analistas financeiros foi superior na REN e na Galp (tal como no período homólogo antecedente), enquanto o BPI e BES (também como no período homólogo antecedente) exibem os RMSE mais elevados – ver Tabela 17. O setor financeiro suscitou maior discordância entre os intermediários financeiros (RMSE de 23,5%, um valor substancialmente inferior ao do período homólogo anterior, e mais elevado do que o dos setores de Infraestruturas/Telecomunicações e Outros Setores, 14,1% e 12,7%, respetivamente). À semelhança do que aconteceu no período homólogo anterior, os títulos de menor dimensão e liquidez evidenciaram maior discordância dos analistas: o RMSE dos títulos que integram o índice PSI20 foi de 15,4%, valor que compara com 23,3% para os títulos não incluídos naquele índice.

TABELA 17 – DISPERSÃO DOS PREÇOS-ALVO FACE AO *CONSENSUS* POR EMITENTE E ANALISTA

Título	RMSE	Intermediário Financeiro	RMSE
BPI	0,258	BPI E.R.	0,133
BES	0,179	Citigroup	0,235
EDP	0,122	Espírito Santo E.R.	0,174
EDP Renováveis	0,117	Goldman Sachs	0,126
Galp	0,091	Exane BNP Paribas	0,132
Jerónimo Martins	0,138	Millennium I.B.	0,144
Portugal Telecom	0,164	Santander I.B.	0,115
REN	0,084	UBS	0,153
ZON	0,109	Outros (*)	0,168
Outros (*)	0,262		

(*) Inclui os títulos com menos de 10 observações

(*) Inclui os intermediários financeiros com menos de 10 observações.

O Santander I.B. e a Goldmans Sachs (Fidentiis Equities e Espírito Santo E.R. no período homólogo antecedente) evidenciam preços-alvo com menor desvio face à média do mercado, enquanto o Citigroup e o Espírito Santo E.R. (JP Morgan e Natixis Securities no período homólogo antecedente) apresentam os maiores desvios. A diferença média entre os intermediários financeiros nacionais e estrangeiros foi ténue (RMSE de 16,1% e 15,7%, respetivamente). Estes resultados estão em linha com os obtidos no período homólogo antecedente, onde o RMSE médio dos intermediários financeiros nacionais foi superior em 0,6 p.p. ao dos estrangeiros.

2.2.3. PREÇOS-ALVO VS PREÇOS DE MERCADO

Nesta seção comparam-se os preços-alvo emitidos com os preços de mercado que se vieram a verificar no final do horizonte temporal para o qual foram definidos aqueles preços-alvo. Analisa-se o período compreendido entre 01-01-2012 e 30-09-2013 (perfazendo um total de 817 observações). Não são incluídas as recomendações de investimento que tenham um horizonte temporal além de 31-12-2013.

Os intermediários financeiros nacionais emitiram quase exclusivamente preços-alvo com horizontes temporais para o final do ano fiscal e os intermediários financeiros estrangeiros emitiram maioritariamente preços-alvo a 12 meses. Esta característica estava presente em anteriores períodos analisados.

TABELA 18 – HORIZONTE TEMPORAL DOS PREÇOS-ALVO

	Intermediários Financeiros		Total
	Nacionais	Estrangeiros	
6 Meses	0	11	11
12 Meses	4	276	280
31-12-2012	151	29	180
31-12-2013	294	52	346
Total	449	368	817

Apresenta-se na tabela seguinte a percentagem de alcance dos preços-alvo consoante o seu horizonte temporal e a residência do analista. Considera-se que o preço-alvo é atingido ou superado quando em recomendações com a natureza de vender o preço de mercado verificado na data do horizonte temporal foi igual ou inferior ao preço-alvo, bem como quando perante recomendações de comprar ou manter o preço de mercado registado na data do horizonte temporal foi igual ou superior ao preço-alvo.¹⁰

Globalmente, cerca de duas em cada cinco projeções de preço-alvo foram atingidas ou superadas (uma em cinco em 2012). Diferentemente do concluído no anterior relatório, os analistas nacionais foram mais precisos do que os estrangeiros uma vez que a percentagem global de relatórios em que o preço-alvo foi atingido ou superado (39,6%) foi superior à idêntica percentagem para os estrangeiros (35,6%). Os intermediários financeiros estrangeiros

¹⁰ Em alguns casos houve a necessidade de “corrigir” os preços-alvo dado que se registaram eventos societários entre a data da emissão da recomendação e o término do seu horizonte temporal. Noutros casos o preço-alvo emitido pelos analistas incorporava já o efeito do evento societário, pelo que não se procedeu à respetiva correção. Por fim, casos houve, nomeadamente quando o relatório de análise financeira não era conclusivo quanto à inclusão do efeito do evento societário ou referia não o ter considerado, em que o preço-alvo foi ajustado sempre que resultou evidente não terem os mesmos sido objeto de incorporação do evento societário.

apresentam um grau de precisão mais homogêneo para os vários horizontes temporais. O mesmo não se passa com os analistas nacionais, em particular nas previsões de preço-alvo a 12 meses: em três das quatro recomendações com este horizonte temporal o preço-alvo foi atingido. Estes resultados devem ser lidos com prudência tendo em conta que analistas nacionais e estrangeiros não cobrem o mesmo conjunto de ações.

TABELA 19 – PERCENTAGEM DE PREÇOS-ALVO ATINGIDOS OU SUPERADOS

	Intermediários Financeiros		Total
	Nacionais	Estrangeiros	
6 Meses	n.a.	45,5%	45,5%
12 Meses	75,0%	35,1%	35,7%
31-12-2012	30,5%	24,1%	29,4%
31-12-2013	43,9%	42,3%	43,6%
Total	39,6%	35,6%	37,8%

TABELA 20 – ALCANCE DOS PREÇOS-ALVO POR TIPO DE RECOMENDAÇÃO

	Intermediários Financeiros						Total
	Nacionais			Estrangeiros			
	Vender	Manter	Comprar	Vender	Manter	Comprar	
6 Meses	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	62,5%	n.a.	45,5%
12 Meses	n.a.	100,0%	66,7%	66,7%	54,0%	18,3%	35,7%
31-12-2012	39,1%	52,2%	16,0%	66,7%	22,2%	7,1%	29,4%
31-12-2013	9,5%	67,4%	44,7%	33,3%	76,9%	30,0%	43,6%
Total	17,4%	62,5%	34,7%	50,0%	54,5%	19,4%	37,8%

Os analistas estrangeiros emitiram recomendações em que os preços-alvo foram mais atingidos ou ultrapassados nas recomendações de manter. Nas recomendações de manter e de comprar os analistas nacionais apresentam uma maior precisão relativa de alcance dos preços-alvo, especialmente relevante no horizonte temporal de 31-12-2013, o que não será alheio ao comportamento positivo do mercado português em 2013. As recomendações de comprar e de manter são preponderantes neste universo de 817 recomendações, representando respetivamente 44,6% e 35,7% do total. Em 105 das 364 recomendações de comprar que fazem parte desta sub-amostra o preço-alvo foi atingido. No caso de recomendações de manter em que a percentagem de alcance do preço-alvo é de 100% (analistas nacionais para um horizonte temporal de doze meses), está-se perante apenas uma recomendação.

Afigura-se ainda relevante avaliar o desvio quer nas situações de sucesso (alcance do preço-alvo), quer nas de insucesso. A diferença percentual entre o preço de mercado verificado na data do horizonte temporal e o respetivo preço-alvo emitido permite ter uma noção mais exata da falibilidade das previsões dos analistas. Em 60% das recomendações de compra em que os preços-alvo foram atingidos, o desvio apurado na data do horizonte temporal foi superior a 30%.

Quer isto dizer que, nestes casos, o preço de mercado no final do horizonte temporal da recomendação ultrapassou o preço alvo em mais de 30% desse preço-alvo. Ao invés, em 60% das recomendações de compra em que a previsão de preço-alvo dos analistas não teve sucesso o desvio foi inferior a 16,7% – ver Tabela 21. Constata-se, assim, diferentemente do verificado no período homólogo antecedente, que o erro de previsão nas recomendações de compra foi inferior naquelas em que o preço-alvo não é atingido. Esta diferença esbate-se de forma significativa (para apenas cerca de 6 p.p.) se forem analisadas apenas, e em conjunto, as recomendações com horizontes temporais a 12 meses e para o final do ano de 2012. Tal deve-se ao facto de mais de dois terços das recomendações de compra em que houve sucesso terem tido horizonte temporal para o final de 2013, com o PSI20 a valorizar 16% no ano. Neste horizonte temporal o percentil 60% é de 36,3% (-17,3%) para os casos de sucesso (insucesso). O padrão do erro de previsão nas recomendações de manter, sendo relativamente similar ao das de comprar, denota um maior erro de previsão no percentil 60 dos casos de sucesso e um menor erro nos de insucesso.

Nas recomendações de vender existe uma maior heterogeneidade dos desvios nos casos de sucesso e de insucesso, pelo que se pode afirmar que os analistas erram mais por excesso (casos de insucesso) do que por defeito (casos de sucesso). Com efeito, em 10% dos casos o desvio nas situações de sucesso não excede 43,87% enquanto nas de insucesso o erro de previsão do percentil 50 ascende a 42,63%. Tal como nas recomendações de compra, esta situação é oposta à verificada no período homólogo antecedente e resulta das recomendações com horizonte temporal para 31-12-2013.

TABELA 21 – DIFERENÇA ENTRE O PREÇO DE MERCADO E O PREÇO-ALVO EM PERCENTAGEM DO PREÇO-ALVO

	Percentil	Sucesso			Insucesso		
		Vender	Manter	Comprar	Vender	Manter	Comprar
Painel A	10	-43,87%	3,87%	1,94%	9,05%	-35,99%	-36,32%
	20	-34,43%	7,31%	4,54%	20,16%	-23,36%	-29,78%
	30	-26,13%	11,28%	7,46%	26,30%	-18,48%	-26,08%
	40	-20,73%	17,72%	14,19%	34,51%	-15,38%	-22,05%
	50	-18,65%	26,62%	17,88%	42,63%	-13,68%	-19,54%
	60	-14,90%	33,42%	30,40%	60,00%	-11,58%	-16,67%
	70	-11,07%	39,35%	37,23%	86,99%	-8,68%	-13,31%
	80	-9,50%	62,05%	56,41%	109,29%	-6,13%	-10,42%
	90	-2,49%	85,68%	76,04%	138,63%	-2,89%	-5,62%
Painel B	Mínimo	0,00%	0,71%	0,00%	1,09%	-58,33%	-69,44%
	Máximo	-93,00%	188,20%	211,43%	556,00%	-0,25%	-0,68%

Nota: Sucesso: preço-alvo atingido ou superado; Insucesso: preço-alvo não atingido.

Analisando os desvios independentemente de o preço-alvo ser atingido e da natureza da recomendação, verifica-se que apenas 26,8%, 23,7% e 20,4% dos preços-alvo emitidos a 12 meses, para 31-12-2012 e para 31-12-2013, respetivamente, resultaram num desvio entre o preço de mercado verificado e o preço-alvo inferior a 10% (em termos absolutos). Recorde-se que no relatório do ano transato se havia concluído que tais percentagens para horizontes temporais similares (12 meses, 31-12-2011 e 31-12-2012) foram de 6,0%, 9,6% e 20,7%. Estes resultados sugerem que a capacidade de previsão dos preços-alvo pelos analistas difere em cada ano de emissão de recomendações e é também heterógeneo e variável ao longo do tempo no que respeita aos desvios em cada horizonte temporal considerado.

Os analistas voltaram a ter menor grau de acerto no alcance dos preços-alvo das ações que integram o PSI20 (36,5%, face a 42,2% nas demais empresas). Esta situação, sendo transversal a todo o tipo de recomendações, é essencialmente motivada pelo maior grau de precisão nas recomendações de comprar: 41,7% (15 de 36 recomendações) nas empresas que não integram o PSI20 e 25,6% (82 em 320 recomendações) nas que compõem o índice. Em termos setoriais, foi no setor financeiro e especialmente devido às recomendações de comprar (já que nas demais o maior acerto foi em empresas de outros setores) que os analistas denotaram maior acerto nas suas previsões. Nas recomendações de vender sobre empresas financeiras houve apenas três casos de sucesso em 41 recomendações, enquanto nas empresas do setor de Infraestruturas/Telecomunicações se registaram 12 casos em 25.

No que respeita aos analistas financeiros,¹¹ merecem destaque o Credit Suisse JP Morgan (61,1%), o Deutsche Bank (60,0%), a Natixis (52,9%), a KBW e a Exane BNP Paribas (ambos com 40%), por terem atingido o mais elevado grau de alcance dos preços-alvo para a globalidade dos horizontes temporais. Nenhum destes intermediários financeiros surgia em posição de destaque no relatório anterior, pelo que a comparação dos resultados entre os dois períodos sugere não existir persistência entre os intermediários financeiros mais precisos no alcance dos preços-alvo. Os intermediários financeiros com maior número de recomendações foram o Millennium I.B. (189) e o BPI E.R. (131), tendo o respetivo grau de sucesso no alcance dos preços-alvo sido de 33,3% e 37,4%. Contudo, a análise das recomendações por tipo revela resultados diferentes e em linha com o maior grau de sucesso das recomendações de compra. Nestas (Painel C), e ainda mais nas recomendações de manter (Painel B), o grau de sucesso é mais elevado do que nas recomendações de vender. Porém, apenas nestas últimas (Painel C) se encontra um intermediário financeiro (JP Morgan) com 100% de precisão (Painel A). Nas recomendações de manter três intermediários igualam ou excedem uma proporção de 80,0% (quatro em cada cinco) de recomendações certas em termos de preços-alvo. Nas recomendações de comprar

¹¹ De entre aqueles que emitiram 10 ou mais recomendações no período em análise.

são cinco os analistas que igualam ou excedem um determinado grau de acerto dos preços-alvo, neste caso fixado em apenas 30,0%.

Cerca de 94,4% e 75,0% dos preços-alvo emitidos a 12 meses para a Zon Optimus e para a Sonae SGPS, respetivamente, foram alcançados. No período homólogo foram o BPI (46,9%) e a Brisa (38,9%) os títulos com maior proporção de alcance dos preços-alvo, pelo que também ao nível das empresas objeto de análise não há persistência no acerto dos preços-alvo.¹² Estes resultados não sofrem grandes alterações quando se analisam as recomendações globalmente, isto é, quando não se considera nem o horizonte temporal nem a tipologia: as empresas em que se verificou uma maior proporção de acerto dos preços-alvo foram a Zon Optimus (84,4%), a Sonae SGPS (79,2%), a Mota Engil (70,0%) e a Sonae Capital (69,6%). Destas quatro empresas, apenas a Sonae SGPS surgia em posição de destaque no período homólogo anterior.

Uma análise por tipo de recomendação permite retirar conclusões diferentes. O padrão das recomendações de manter e comprar é de novo mais positivo em termos de acerto do preço-alvo pelos analistas (vide gráfico seguinte, Painéis B e C). Em quatro empresas (Altri, Mota Engil, Sonae Capital e Zon Optimus) todos os preço-alvo emitidos pelos analistas em recomendações com a natureza de manter foram atingidos ou superados. Nas recomendações de comprar estas quatro empresas, e ainda a Impresa, tiveram uma proporção de recomendações superior a 70% em que o preço-alvo foi alcançado. Nas recomendações de vender (Painel A), os analistas revelaram maior precisão na Portugal Telecom e na Cofina (Mota Engil e Sonae SGPS no período homólogo antecedente). Em cinco empresas, tanto nas recomendações de vender como nas de comprar, o grau de precisão foi nulo.¹³

¹² Note-se, contudo, que a Brisa deixou de ser objeto de cobertura depois da sua saída do mercado.

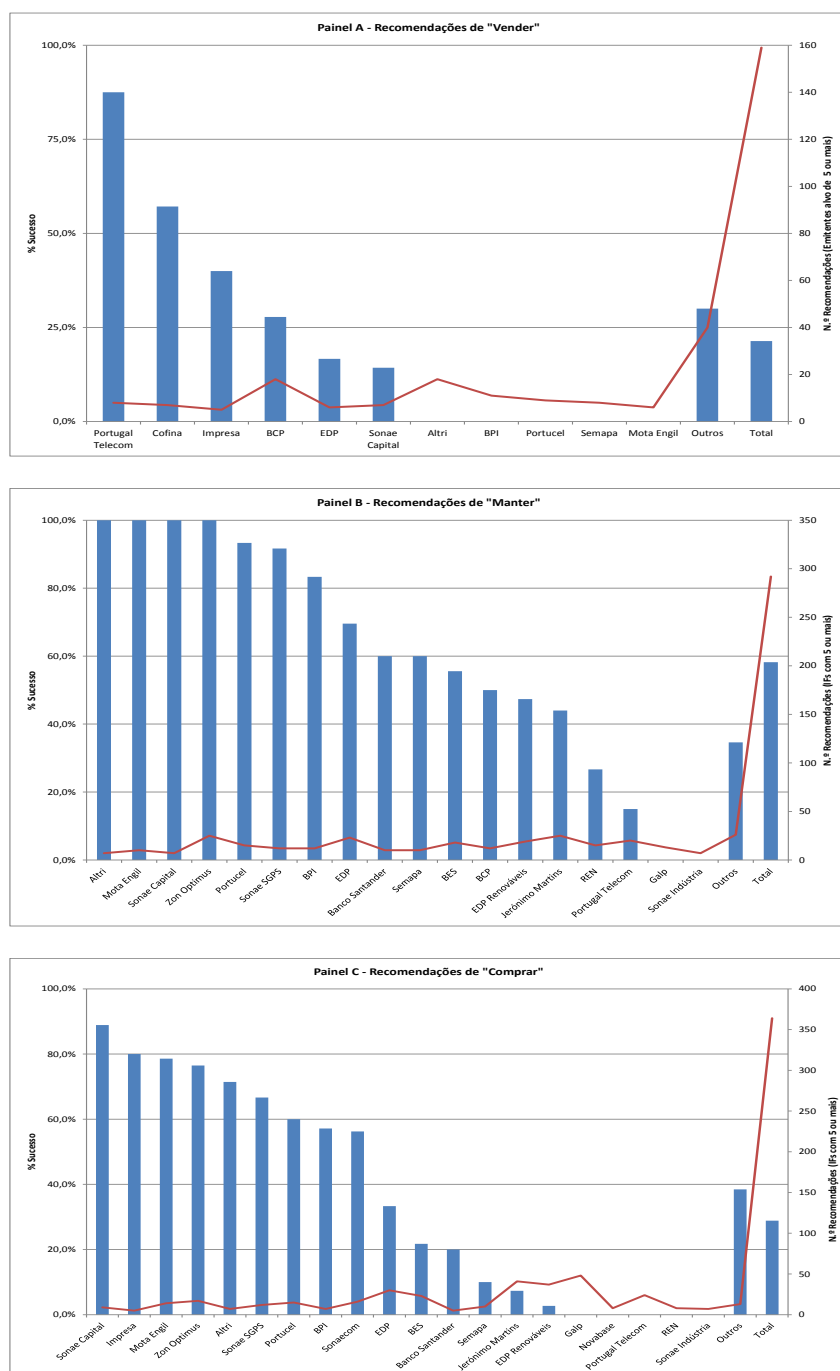
¹³ Apenas se consideram as empresas objeto de cinco ou mais recomendações.

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



Nota: O número de recomendações está representado pela linha contínua.

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



Nota: O número de recomendações está representado pela linha contínua.

O *Root Mean Square Error* (RMSE), 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 ação), pondera os desvios quando não se atinge o preço-alvo no horizonte considerado e também quando se ultrapassa esse preço-alvo. A Macquarie apresentou o RMSE

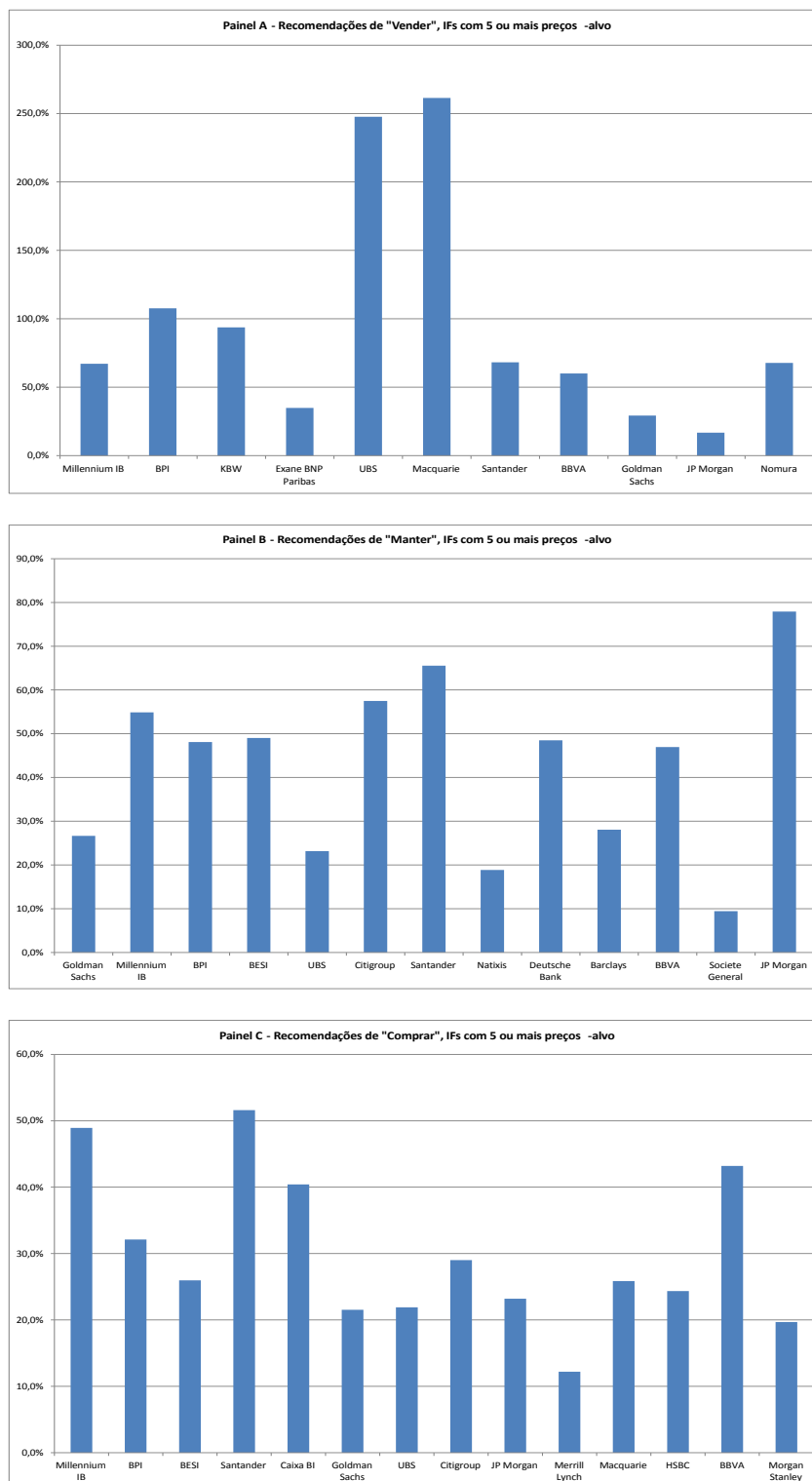
mais elevado e a Societé General o mais reduzido¹⁴, o que aconteceu para os diversos horizontes temporais dos preços-alvo. O elevado RMSE da Macquarie, assim como da UBS (este notório nas recomendações de vender), deve-se a algumas (poucas, mas com efeito no RMSE global) recomendações específicas sobre um emitente cujo preço de mercado superou de forma muito significativa o preço-alvo. No período homólogo anterior, e nos preços-alvo com um horizonte temporal de 12 meses, o Credit Suisse (RMSE de 39,1%) apresentou o menor desvio percentual face ao preço de mercado verificado, e a Nomura o mais elevado (11,6%).

No gráfico seguinte apresenta-se o RMSE por analista e para os diferentes tipos de recomendações. Nas recomendações de vender (Painel A) o intervalo máximo de erro de previsão entre os analistas é elevado pela razão anteriormente explicitada relativamente à Macquarie. Neste tipo de recomendações, a JP Morgan apresenta o valor mais reduzido (16,8%). No que respeita às recomendações de manter (Painel B) e de comprar (Painel C) são, respetivamente, a JP Morgan (77,9%) e a Societé General (9,4%), bem como o Santander I.B. (51,6%) e a Merrill Lynch (12,2%).

A Portucel e a REN foram as empresas com menor desvio médio entre o preço-alvo e o preço de mercado, contrariamente ao BPI e à Impresa, títulos para os quais os analistas denotaram menor capacidade preditiva. Os resultados não se alteram relativamente à REN e ao BPI para as previsões de preço-alvo com horizonte temporal a 12 meses. No período homólogo, e para este horizonte temporal, os títulos em que houve menor e maior erro de previsão foram, respetivamente, a Jerónimo Martins e a Sonae Indústria. Este conjunto de resultados significa, de novo, que a falibilidade de previsão dos analistas não é constante no tempo nem nos títulos objeto de análise, pois em muitos casos a maior capacidade de acerto num título/ano transforma-se posteriormente em maior dificuldade de acerto.

GRÁFICO 10 – ROOT MEAN SQUARE ERROR POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

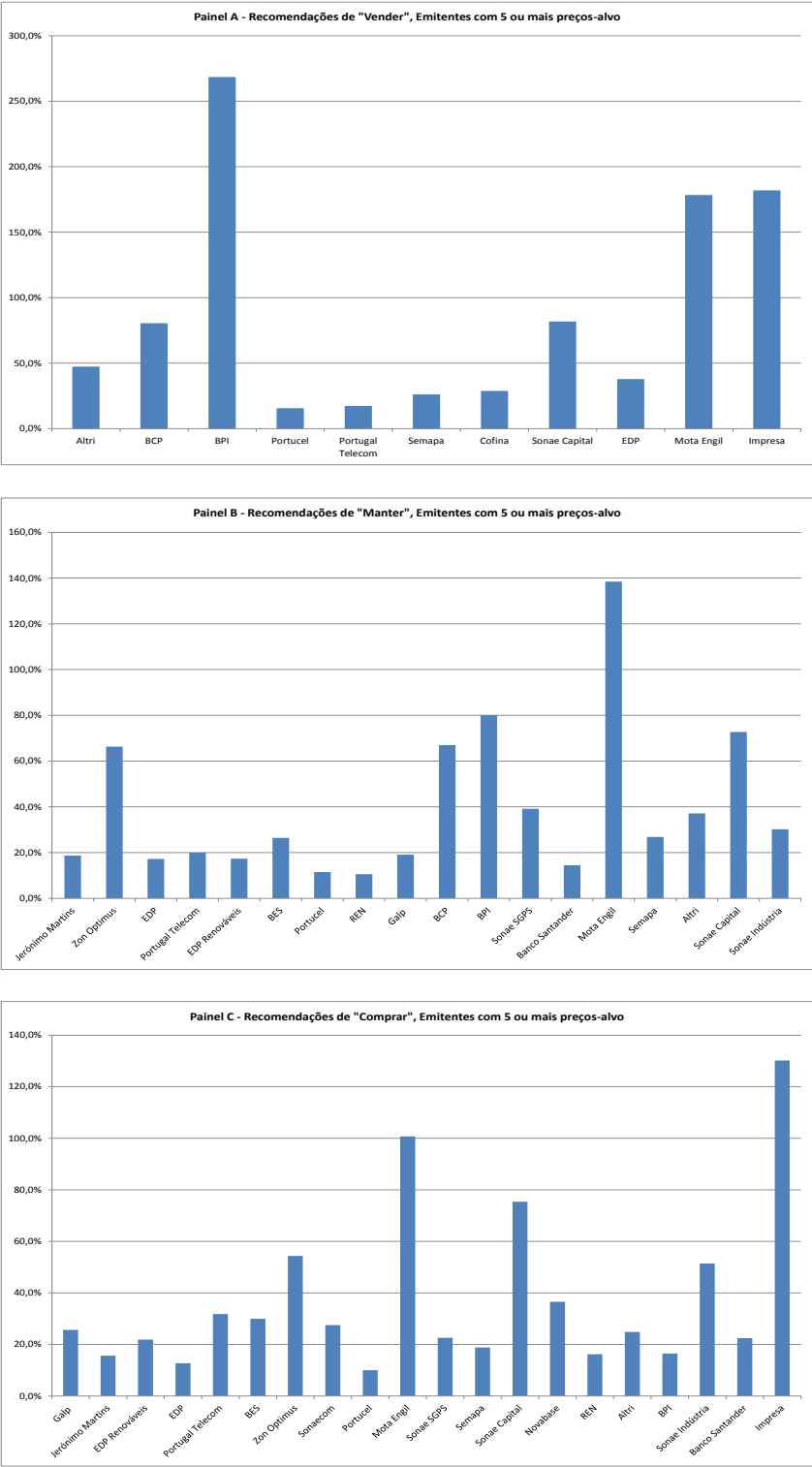
¹⁴ Foram apenas considerados os analistas que emitiram cinco ou mais recomendações de investimento.



Os desvios por tipologia de recomendações encontram-se no gráfico seguinte. O erro de previsão relativamente aos preços-alvo nas recomendações de vender foi mais elevado no BPI, registando-se maior capacidade de acerto nos preços-alvo da Portucel. Nas recomendações de manter, os analistas denotaram menor capacidade de previsão dos preços-alvo da Mota Engil,

e na REN o erro de previsão foi o mais reduzido. A Portucel apresenta menor erro de previsão no que respeita às recomendações de comprar (1,6%), e na Impresa esse erro foi maior.

GRÁFICO 11 – ROOT MEAN SQUARE ERROR POR TÍTULO



Tal como verificado no período anterior, o setor de Infraestruturas/Telecomunicações registou menor desvio de previsão (RMSE de 31,8%) e nas empresas financeiras (87,8%) o erro de previsão dos preços-alvo foi cerca de três vezes superior. Os analistas estrangeiros tiveram um erro de previsão dos preços-alvo (58,2%) superior em 5 p.p. face aos nacionais. Contudo, estes resultados alteram-se sobremaneira quando analisadas as recomendações por tipologia. O erro de previsão dos analistas estrangeiros foi substancialmente menor do que o dos nacionais nas recomendações de manter e comprar, passando-se o inverso nas de vender. Estes números denotam um maior excesso de otimismo nos analistas nacionais relativamente aos preços-alvo que emitem sobre empresas do PSI20 quando sugerem a sua compra e menor aquando da estimação de preços-alvo no lado da venda. Já nas recomendações de compra, o erro de previsão sobre as empresas financeiras e do setor de Infraestruturas/Telecomunicações assume o mesmo valor (28,5%), sendo que nas de venda o RMSE das financeiras foi cerca de cinco vezes superior. Nas empresas do PSI20, o menor erro global de previsão face às demais empresas deveu-se às recomendações de compra, já que nas restantes recomendações o RMSE foi similar nos dois conjuntos de empresas.

2.3. ESTIMATIVA DOS RESULTADOS DAS EMPRESAS

Nesta secção são analisadas as estimativas dos resultados por ação (EPS). Em primeiro lugar, determina-se o desvio face ao *consensus*. Em segundo lugar, confrontam-se os EPS divulgados pelos emitentes com as estimativas dos analistas. O EPS de *consensus* é definido como a média das estimativas de EPS emitidas pelos analistas sobre um título nos três meses anteriores ao da emissão (excluindo os emitidos pela própria casa de investimento). A dispersão dos EPS para empresas e intermediários financeiros é calculada a partir do *Root Mean Square Error* (RMSE).

Em termos relativos, o Caixa BI e a UBS emitiram mais estimativas de EPS de 2013 acima do *consensus*, por contraposição com a BPI E.R. e a Société Générale que apresentaram uma posição mais conservadora relativamente a este indicador.

É ainda de sublinhar que, em média, os intermediários financeiros nacionais foram menos otimistas que os estrangeiros em relação aos resultados dos emitentes cotados na Euronext Lisbon. A proporção de estimativas abaixo do *consensus* dos EPS de 2013 dos intermediários financeiros nacionais e internacionais foi respetivamente 60,0% e 49,6%.

TABELA 22 – PROPORÇÃO DE ESTIMATIVAS DO EPS ACIMA (ABAIXO) DO CONSENSUS – POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO (2013)

	Abaixo do Consensus	Acima do Consensus
BPI E. R.	91,7%	8,3%
Caixa B.I.	20,0%	80,0%
Citigroup	43,8%	56,2%
Credit Suisse	42,9%	57,1%
Deutsche Bank	40,0%	60,0%
Espírito Santo E. R.	42,9%	57,1%
Exane BNP Paribas	50,0%	50,0%
Goldman Sachs	44,4%	55,6%
Macquarie	66,7%	33,3%
Millennium IB	68,4%	31,6%
Natixis Securities	42,9%	57,1%
Santander I.B.	53,3%	46,7%
Société Générale	80,0%	20,0%
UBS	33,3%	66,7%

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

O RMSE, definido como o desvio médio das estimativas face ao *consensus*, permite aferir o nível de concordância dos intermediários financeiros. Em termos médios, constata-se um maior desvio face ao *consensus* por parte dos intermediários financeiros nacionais para os EPS de 2013. É no setor financeiro que se verifica o maior RMSE, cerca de 0,444, valor que compara com 0,190 para os demais títulos da amostra.

TABELA 23 – RMSE DAS ESTIMATIVAS DOS RESULTADOS FACE AO CONSENSUS

Intermediários Financeiros		Títulos	
BPI E. R.	0,371	BES	0,432
Caixa B.I.	0,420	BPI	0,457
Citigroup	0,284	EDP	0,152
Credit Suisse	0,338	EDP R	0,132
Deutsche Bank	0,295	Galp Energia	0,168
Espírito Santo E. R.	0,297	JM	0,079
Exane BNP Paribas	0,157	Mota Engil	0,355
Goldman Sachs	0,216	Portucel	0,066
Macquarie	0,436	PTC	0,367
Millennium IB	0,219	REN	0,065
Natixis Securities	0,167	ZON	0,328
Santander I.B.	0,155		
Société Générale	0,286		
UBS	0,229		

Nota: Apenas foram incluídos intermediários financeiros e emitentes com cinco ou mais estimativas de EPS.

Numa outra vertente foi analisada a proporção das previsões de EPS para 2013 que foram efetivamente atingidas. Ao nível das entidades emitentes, em média, não houve diferença significativa entre situações em que os EPS verificados ficaram abaixo, ou acima, daqueles que

foram estimados. Em média, para as diferentes entidades emitentes, foram observados em 47,8% dos relatórios situações em que os EPS verificados ficaram abaixo dos estimados. As estimativas dos intermediários financeiros nacionais foram mais conservadoras do que as demais. Cerca de 52%, em média, dos EPS verificados para os títulos analisados por intermediários financeiros nacionais foram mais elevados do que as suas estimativas. No caso dos intermediários financeiros internacionais essa percentagem atingiu 45,9%.

TABELA 24 – PROPORÇÃO DE PREVISÕES DE EPS ALCANÇADAS OU SUPERADAS

Emitentes	EPS verificado abaixo do EPS estimado	EPS verificado acima do EPS estimado	Intermediários Financeiros	EPS verificado abaixo do EPS estimado	EPS verificado acima do EPS estimado
Altri	22,2%	77,8%	Barclays	28,6%	71,4%
BCP	100,0%	0,0%	BBVA	71,4%	28,6%
BES	100,0%	0,0%	BPI	48,4%	51,6%
BPI	28,6%	71,4%	Caixa BI	69,2%	30,8%
EDP	26,3%	73,7%	Citigroup	61,9%	38,1%
EDP Renováveis	66,7%	33,3%	Credit Suisse	37,5%	62,5%
Galp Energia	85,7%	14,3%	Deutsche Bank	33,3%	66,7%
Jerónimo Martins	85,7%	14,3%	Espírito Santo E.R.	43,3%	56,7%
Mota Engil	25,0%	75,0%	Exane BNP Paribas	61,5%	38,5%
Novabase	50,0%	50,0%	Fidentiis	16,7%	83,3%
Portucel	27,3%	72,7%	Goldman Sachs	51,2%	48,8%
Portugal Telecom	11,4%	88,6%	HSBC	42,9%	57,1%
REN	62,5%	37,5%	JP Morgan	75,0%	25,0%
Semapa	16,7%	83,3%	KBW	80,0%	20,0%
Sonae Capital	85,7%	14,3%	Macquarie	57,1%	42,9%
Sonae Indústria	100,0%	0,0%	Merrill Lynch	60,0%	40,0%
Sonae SGPS	0,0%	100,0%	Millennium IB	31,1%	68,9%
Sonaecom	0,0%	100,0%	Natixis	42,9%	57,1%
Zon Multimédia	15,0%	85,0%	Nomura	77,8%	22,2%
			Santander	65,0%	35,0%
			Societe General	42,9%	57,1%
			UBS	68,8%	31,3%

Nota: Apenas foram incluídos intermediários financeiros e emitentes com cinco ou mais estimativas de EPS.

2.4. OS PARÂMETROS FUNDAMENTAIS UTILIZADOS NOS MODELOS DE AVALIAÇÃO

Tal como em anos anteriores, um número significativo de relatórios de análise financeira não apresentou os pressupostos utilizados nos modelos de avaliação, pelo que a amostra utilizada nesta secção é mais reduzida (por exemplo, no caso da rendibilidade do ativo sem risco o número de observações é de 153, o que representa menos de 25% das recomendações identificadas).

Algumas das empresas objeto de análise têm unidades de negócios em vários países. Os analistas avaliam essas empresas considerando as unidades de negócio isoladamente, e o valor total da empresa é obtido através da soma do valor dessas unidades. Contudo, os parâmetros de avaliação utilizados para as várias unidades de negócios geralmente diferem de acordo com o país, do setor em que se enquadram e do estágio/modelo de avaliação do negócio. Os parâmetros fundamentais considerados nesta secção foram obtidos, sempre que possível, a partir da média ponderada dos parâmetros das várias unidades de negócio das sociedades analisadas, usando-se como ponderador o peso das diferentes unidades de negócio no valor total da sociedade.

A tabela seguinte revela que os analistas financeiros assumiram uma taxa de juro isenta de risco para os títulos cotados na Euronext Lisbon compreendida entre 12,0% e 1,4%. O valor mais elevado é apresentado pela Portugal Telecom, empresa que tem unidades de negócio em diferentes países, alguns dos quais em desenvolvimento. Embora a amplitude entre os valores máximo e mínimo seja assinalável, um intermediário financeiro, o Deutsche Bank, usou uma taxa de juro sem risco extremamente elevada (12%). A rendibilidade do ativo sem risco utilizada para efeito de avaliação foi inferior a 3,5% (6,0%) em cerca de 53,0% (93,0%) das recomendações de investimento.

TABELA 25 – TAXA DE JURO ISENTA DE RISCO

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio-Padrão	Coef. de Variação
Altri	3,7%	3,3%	7,0%	2,5%	1,5%	40,0%
Banco Popular	3,0%	3,3%	3,3%	2,5%	0,4%	12,9%
BCP	4,3%	4,5%	5,4%	3,3%	0,7%	16,7%
BES	3,4%	3,3%	4,5%	2,0%	0,9%	27,8%
BPI	3,8%	4,5%	4,5%	2,5%	1,0%	27,6%
Cofina	3,7%	3,3%	5,6%	2,5%	1,4%	36,9%
EDP	4,0%	3,6%	7,5%	1,4%	3,1%	76,0%
EDP Renováveis	2,8%	3,3%	4,7%	1,4%	1,1%	40,7%
Galp Energia	4,0%	3,0%	8,0%	2,0%	2,7%	68,5%
Impresa	4,3%	4,5%	6,2%	2,5%	1,7%	40,3%
Jerónimo Martins	4,5%	4,6%	5,4%	3,0%	0,7%	15,8%
Mota Engil	3,5%	3,3%	5,5%	2,0%	1,4%	41,0%
Novabase	4,4%	4,5%	6,9%	2,0%	2,1%	47,4%
Portucel	3,2%	3,3%	4,5%	2,0%	1,0%	31,5%
Portugal Telecom	6,3%	5,6%	12,0%	3,0%	3,8%	60,1%
REN	2,6%	3,3%	4,0%	1,4%	1,2%	44,9%
Sonae Capital	3,7%	4,0%	4,5%	2,5%	0,9%	23,1%
Sonae Indústria	3,7%	4,0%	5,4%	2,5%	1,3%	33,5%
Sonae SGPS	3,8%	3,6%	6,5%	2,0%	1,6%	42,7%
Zon Optimus	4,4%	4,5%	7,0%	2,0%	1,8%	41,5%

Nota: Apenas foram incluídos títulos com mais de 4 registos para esta variável.

O prémio de risco considerado pelos analistas foi mais uniforme. Embora os valores mínimo e máximo tenham sido respetivamente 1,1% e 6,0%, a média e a mediana foram muito semelhantes para as diferentes ações. Exceção feita a uma recomendação de investimento do Barclays sobre ações da Jerónimo Martins, em que a taxa assumida foi de 1,1% - daí que o coeficiente de variação para este parâmetro tenha sido o menos consensual entre as ações analisadas-, nas demais recomendações foram utilizados prémios de risco iguais ou superiores a 4,0%.

TABELA 26 – PRÉMIO DE RISCO DE MERCADO

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio-Padrão	Coef. de Variação
Altri	5,4%	6,0%	6,0%	4,0%	0,8%	14,5%
Banco Popular	5,8%	6,0%	6,0%	5,0%	0,4%	7,7%
BCP	5,8%	6,0%	6,0%	5,0%	0,5%	8,7%
BES	5,5%	5,5%	6,0%	5,0%	0,5%	9,6%
Cofina	5,2%	5,0%	6,0%	4,0%	0,8%	16,1%
EDP Renováveis	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	0,0%	0,0%
Impresa	5,2%	5,0%	6,0%	4,0%	0,8%	16,1%
Jerónimo Martins	5,1%	5,5%	6,0%	1,1%	1,4%	26,8%
Mota Engil	5,4%	5,5%	6,0%	5,0%	0,4%	8,3%
Novabase	5,0%	5,0%	6,0%	4,0%	0,9%	17,9%
Portucel	5,2%	5,0%	6,0%	4,0%	0,8%	16,1%
Sonae Capital	5,0%	5,0%	6,0%	4,0%	1,0%	20,0%
Sonae Indústria	5,3%	5,5%	6,0%	4,0%	1,0%	18,2%
Sonae SGPS	5,0%	5,0%	6,0%	4,0%	0,9%	17,9%
Zon Optimus	5,3%	5,5%	6,0%	4,0%	0,8%	15,3%

Nota: Apenas foram incluídos títulos com mais de 4 registos para esta variável.

A instabilidade financeira vivida em Portugal face aos países do centro da Europa e o risco país em diversas geografias onde as empresas nacionais operam foram razões para que os

analistas tomassem em conta um prémio de risco país na avaliação do custo do capital próprio de várias empresas nacionais (ver Tabela seguinte). Contudo, a perceção dos analistas relativamente a este tipo de risco foi pouco homogénea, com os valores mínimos e máximos atribuídos ao parâmetro (bem como os valores apresentados para o coeficiente de variação) a diferirem substancialmente nas diferentes ações consideradas na análise.

TABELA 27 – PRÉMIO DE RISCO DO PAÍS

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio-Padrão	Coef. de Variação
Altri	3,5%	3,0%	6,0%	2,4%	1,3%	37,4%
Banco Popular	2,5%	1,8%	5,0%	1,8%	1,3%	52,9%
BES	4,2%	4,5%	6,0%	1,9%	1,1%	26,3%
EDP Renováveis	2,9%	2,6%	5,2%	1,1%	1,7%	60,6%
Jerónimo Martins	2,8%	2,0%	6,0%	0,0%	2,6%	92,8%
Mota Engil	4,4%	4,2%	6,0%	3,3%	1,2%	26,7%
Portucel	4,0%	3,7%	6,0%	2,4%	1,6%	41,5%
REN	3,4%	3,0%	4,8%	2,4%	1,2%	34,2%
Sonae SGPS	4,0%	3,7%	6,0%	2,4%	1,6%	41,5%

Nota: Apenas foram incluídos títulos com mais de 4 registos para esta variável.

Em relação ao risco sistemático, os analistas consideraram que na generalidade, em média, os títulos desta amostra eram agressivos (beta superior à unidade). No entanto, nem sempre existiu concordância relativamente a este parâmetro, nomeadamente nos títulos Altri, Cofina, Impresa, Mota Engil e Sonae Indústria. Por exemplo, no caso da Mota Engil os valores oscilaram entre 0,7 e 2,1. Essas diferenças podem ter diversas explicações, nomeadamente a elevada, mas instável, volatilidade dos diferentes títulos ao longo do ano, a alteração do padrão de correlações entre a rendibilidade dos diferentes títulos e a do mercado e o rácio dívida/capitais próprios considerado pelos analistas na obtenção do beta alavancado.

TABELA 28 – BETA DO TÍTULO

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio-Padrão	Coef. de Variação
Altri	1,2	1,1	1,8	1,1	0,3	0,2
Banco Popular	1,0	1,0	1,1	1,0	0,1	0,0
BCP	1,1	1,1	1,3	1,0	0,1	0,1
BES	1,1	1,2	1,2	1,0	0,1	0,1
BPI	1,3	1,3	1,3	1,2	0,0	0,0
Cofina	1,3	1,3	1,7	0,9	0,3	0,2
EDP Renováveis	1,3	1,3	1,3	1,3	0,0	0,0
Impresa	1,3	1,2	1,7	1,1	0,2	0,2
Jerónimo Martins	1,0	1,0	1,1	0,9	0,1	0,1
Mota Engil	1,4	1,3	2,1	0,7	0,5	0,4
Novabase	1,2	1,2	1,4	0,9	0,2	0,2
Portucel	1,2	1,1	1,3	1,0	0,1	0,1
Sonae Capital	1,5	1,4	1,6	1,3	0,1	0,1
Sonae Indústria	1,5	1,3	2,1	1,2	0,4	0,3
Sonae SGPS	1,1	1,1	1,5	1,0	0,2	0,2
Zon Optimus	1,2	1,2	1,3	1,1	0,1	0,1

Nota: Apenas foram incluídos títulos com mais de 4 registos para esta variável.

Os analistas percecionaram um custo do capital próprio das sociedades compreendido entre um mínimo de 9,0% e um máximo de 18,0% (Jerónimo Martins e BCP, respetivamente). O BCP exhibe o maior coeficiente de variação para os valores atribuídos a este parâmetro, o que reflete maior discordância dos analistas financeiros, em contraste com a Jerónimo Martins onde existiu maior homogeneidade. O valor deste parâmetro diminuiu face a 2012, em virtude da diminuição da incerteza da atividade económica. No relatório de 2012 a média do valor médio do custo de capital das empresas então selecionadas situava-se em 13,4%, enquanto agora esse valor foi de 12,7%.

No que respeita ao custo do capital alheio, existiu maior consenso quanto ao custo do financiamento através de dívida na Cofina, na EDR Renováveis e na Sonae Capital (coeficientes de variação inferiores a 7,0%). No extremo oposto encontram-se a Portucel e a Sonae SGPS.

O custo médio ponderado do capital percecionado para as empresas portuguesas cotadas esteve, em termos médios, compreendido entre 6,8% e 12,1% (entre 7,5% e 12,2% em 2012). A Jerónimo Martins e a Semapa denotam o maior nível de concordância dos analistas, enquanto a Cofina apresenta o coeficiente de variação mais elevado. No relatório de 2012 a média do valor médio por empresa para este parâmetro situou-se em 10,1%, um valor ligeiramente superior ao agora registado (9,8%).

TABELA 29 – CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio-Padrão	Coef. de Variação
Altri	13,2%	12,5%	17,1%	11,6%	1,9%	14,4%
Banco Popular	11,4%	11,0%	13,5%	10,5%	0,9%	8,1%
BCP	12,3%	11,4%	18,0%	10,4%	2,5%	20,4%
BES	12,5%	12,2%	15,7%	10,2%	1,5%	11,9%
BPI	12,9%	13,4%	15,7%	10,8%	1,8%	14,1%
Cofina	13,8%	13,3%	16,9%	11,3%	2,1%	15,4%
EDP Renováveis	12,9%	12,2%	14,2%	12,1%	1,0%	7,4%
Impresa	13,3%	12,6%	16,1%	11,3%	1,9%	14,3%
JM	10,1%	10,2%	11,0%	9,0%	0,6%	6,4%
Mota Engil	14,5%	14,2%	17,4%	11,4%	2,0%	14,1%
Novabase	11,9%	12,3%	13,4%	9,9%	1,6%	13,7%
Portucel	12,2%	11,9%	15,4%	9,9%	1,9%	15,6%
PTC	13,5%	13,5%	16,2%	11,0%	2,4%	17,6%
Sonae Capital	13,3%	13,7%	16,8%	10,9%	2,5%	18,8%
Sonae SGPS	12,0%	11,9%	14,2%	10,5%	1,2%	10,4%
SonaeCom	12,8%	13,2%	15,4%	9,6%	2,4%	18,7%
Zon	12,4%	13,1%	15,4%	9,5%	2,1%	17,0%

Nota: Apenas foram incluídos títulos com mais de 4 registos para esta variável.

TABELA 30 – CUSTO DO CAPITAL ALHEIO

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio-Padrão	Coef.de Variação
Altri	7,9%	8,2%	8,5%	7,0%	0,6%	7,9%
Cofina	7,8%	7,5%	8,5%	7,4%	0,5%	6,0%
EDP Renováveis	5,7%	5,5%	6,1%	5,5%	0,3%	5,3%
Impresa	7,2%	7,5%	8,0%	5,6%	0,9%	12,8%
JM	6,3%	6,4%	7,0%	5,3%	0,5%	7,8%
Mota-Engil	8,0%	8,0%	9,0%	6,8%	0,9%	11,2%
Portucel	6,3%	6,6%	7,7%	3,7%	1,5%	23,1%
REN	5,4%	5,5%	6,3%	4,5%	0,6%	11,9%
Sonae Capital	8,2%	8,2%	8,5%	7,8%	0,3%	3,7%
Sonae SGPS	7,0%	7,6%	8,5%	5,0%	1,6%	23,0%
ZON Optimus	6,4%	6,6%	7,1%	4,9%	0,8%	12,4%

Nota:Apenas foram incluídos títulos com mais de 4 registos para esta variável.

TABELA 31 – CUSTO MÉDIO PONDERADO DO CAPITAL

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio-Padrão	Coef. de Variação
Altri	10,1%	9,8%	12,2%	8,8%	1,0%	10,2%
Cofina	12,1%	11,2%	16,9%	9,7%	2,8%	23,2%
EDP	7,5%	7,2%	8,9%	6,6%	0,9%	12,4%
EDP Renováveis	7,6%	7,5%	8,4%	7,0%	0,6%	7,4%
Galp Energia	10,1%	10,0%	12,7%	8,7%	1,2%	11,8%
Impresa	11,0%	10,7%	12,9%	9,6%	1,3%	11,6%
Jerónimo Martins	9,4%	9,4%	10,5%	8,1%	0,6%	6,2%
Mota Engil	10,6%	9,9%	13,3%	8,9%	1,5%	14,5%
Novabase	11,7%	12,3%	13,4%	9,5%	1,8%	15,4%
Portucel	10,0%	9,9%	12,2%	8,3%	1,1%	10,7%
Portugal Telecom	9,4%	9,7%	12,0%	5,5%	1,5%	15,9%
REN	6,8%	6,8%	7,8%	6,1%	0,5%	8,0%
Semapa	10,4%	10,2%	11,4%	9,7%	0,6%	6,0%
Sonae Capital	10,8%	11,3%	13,4%	8,7%	2,1%	19,2%
Sonae Indústria	9,7%	9,3%	12,2%	8,9%	1,2%	12,4%
Sonae SGPS	9,4%	9,0%	11,6%	8,4%	0,9%	9,7%
Sonae Com	10,0%	9,8%	12,3%	8,5%	1,5%	15,0%
ZON	9,4%	9,0%	12,3%	7,8%	1,1%	11,8%

Nota: Apenas foram incluídos títulos com mais de 4 registos para esta variável; os valores apresentados nesta tabela não representam necessariamente os valores médios ponderados exibidos nas duas tabelas anteriores, visto que vários relatórios não apresentam simultaneamente informação relativa ao custo do próprio e alheio e ao custo médio ponderado do capital.

Na Tabela seguinte apresenta-se o peso do valor atual das oportunidades de crescimento (VAOC) no valor teórico das ações implícito nos relatórios de análise financeira. Este indicador deve ser observado com algum cuidado uma vez que é baseado numa perpetuidade com uma taxa de crescimento dos dividendos constante, não tendo em consideração o ciclo económico e a maturidade de um negócio.

Apenas é possível calcular o VAOC para 11 empresas. Merece um particular destaque o caso das ações da EDP Renováveis, da Jerónimo Martins e da Zon Optimus em que o VAOC pesa mais de 50% no respetivo valor teórico, o que significa que nestes casos as oportunidades futuras dos negócios destas empresas são particularmente relevantes.

TABELA 32 – PESO DO CRESCIMENTO FUTURO NO VALOR TEÓRICO DA EMPRESA

Emitente	Peso do VAOC
Altri	36,14%
BCP	30,18%
BES	34,84%
BPI	18,40%
EDP Renováveis	66,84%
Jerónimo Martins	53,38%
Novabase	49,97%
Portucel	42,19%
Portugal Telecom	46,07%
Sonae SGPS	45,05%
ZON Optimus	59,68%

Nota: Apenas foram incluídos títulos com mais de 4 registos para esta variável.

3. SUPERVISÃO DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO ENTRE OUTUBRO DE 2012 E SETEMBRO DE 2013

A relevância das recomendações para as decisões de investimento ou de desinvestimento dos investidores qualificados e não qualificados e a sua ampla divulgação, nomeadamente através dos meios de comunicação social, contribuíram para que a atuação da CMVM nesta matéria seja indispensável. O objetivo desta área de supervisão permanece inalterado desde a sua criação, procurando-se antes de mais proteger os investidores da divulgação de análise financeira enviesada ou com falta de qualidade da informação, ao mesmo tempo que se criam novas ferramentas de trabalho e abordagens nesse sentido. A monitorização das recomendações de investimento, essencial para evitar 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 analisado, é, pois, a principal missão prosseguida pela CMVM neste âmbito da sua atividade.

A supervisão da atividade de análise financeira no período em causa voltou a ficar caracterizada por uma intensificação das análises aprofundadas a relatórios de *research*, tendo sido solicitados esclarecimentos aos intermediários financeiros nacionais e estrangeiros sempre que necessário. A supervisão desenvolveu-se também através das ‘*análises de intervenção rápida*’, que visam identificar casos de manipulação de mercado e de instrumentalização do *research*. Consistem em análises a relatórios de investimento mais detalhadas do que as ‘análises sumárias’ e mais rápidas do que as ‘análises aprofundadas’, e procuram alertar prontamente para a divulgação de *research* suscetível de alterar a negociação, quer pelo seu conteúdo, quer pelo facto de conter alterações significativas dos preços-alvo e/ou das recomendações de investimento.

O enquadramento jurídico¹⁵ em matéria de recomendações permanece inalterado desde 2010, embora o fim do período transitório do Regulamento da CMVM n.º3/2010 (Deveres de Conduta e Qualificação Profissional dos Analistas) tenha, em termos práticos, tornando mais exigentes os critérios por parte da CMVM na apreciação do registo individual dos requerentes a analistas financeiros, exigindo-se que possuam um diploma emitido por uma das entidades certificadoras de prestígio internacionalmente reconhecido (casos do *CFA Institute*, da *European Federation of Financial Analysts Societies* ou da *Association of Certified International Investment Analysts*). A CMVM efetuou também análises aprofundadas a conteúdos curriculares de Mestrados e Pós-Graduações de instituições nacionais e estrangeiras por forma a aferir se o grau de exigência era comparável ao das instituições citadas no Regulamento e se os requerentes a analistas financeiros reuniam uma formação técnico-profissional adequada ao desempenho da atividade.

¹⁵ Veja-se o relatório do ano transato para uma descrição do enquadramento legislativo.

O objeto de supervisão da CMVM cobre 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 distribuição¹⁶ ou ao público. À luz do artigo 12.º-A do CodVM, existem dois grandes tipos de entidades às quais se aplica o regime das recomendações de investimento:

1. Intermediários financeiros ou outras pessoas jurídicas, singulares ou coletivas (analistas independentes e quaisquer entidades) que tenham como actividade principal a emissão de recomendações de investimento; e
2. Pessoas jurídicas, singulares ou coletivas, que, no quadro da respetiva profissão ou atividade, emitam recomendações de investimento a título de atividade secundária.

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 aplica-se o artigo 12.º-E do CodVM, ou seja, a possibilidade de o cumprimento dos deveres de informação poder ser feito por simples remissão para o local onde tal informação se encontra disponibilizada.¹⁷

De 1 de outubro de 2012 a 30 de setembro de 2013, a CMVM identificou 655 novas recomendações de investimento sobre entidades emitentes admitidas à negociação na *Euronext Lisbon*. Para este cálculo não foram consideradas reiteraões, em simultâneo, de recomendação e preço-alvo anteriores. Adicionalmente, não são considerados naquele número os relatórios diários divulgados pelos intermediários financeiros (usualmente conhecidos por *Morning Mails* e *Dailys*) que, embora sejam também objeto de análise, não incluem em regra alterações de recomendação e/ou de preço-alvo.

¹⁶ 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), ou ser distribuído pelos investidores, nomeadamente *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.

¹⁷ Excluem-se do conceito abrangente de recomendação 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. As agências de notação de risco (*rating*) que emitem pareceres sobre a solvência de um emitente ou de um instrumento financeiro concretos numa determinada data não constituem igualmente recomendações de investimento.

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 emittentes 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);
- Modelo de deteção de rendibilidades anormais e 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 seu 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 emittentes 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 ponto, a CMVM supervisionou, no período em análise, os *sites* de 10 intermediários financeiros nacionais, tendo verificado um elevado grau de cumprimento do disposto no CodVM. Por norma, muitos intermediários financeiros estrangeiros apresentam a mesma informação nos seus relatórios de *research*.

Além disso, procede-se à análise de relatórios de *research* no âmbito de processos de análise ou investigação de eventuais práticas de manipulação de mercado.

A supervisão da atividade de recomendações de investimento desenvolve-se em três vertentes distintas: (i) uma *análise formal*, no sentido de verificar a conformidade dessas recomendações com a regulamentação em vigor, nomeadamente a informação obrigatória a publicar nos relatórios de investimento pelos intermediários financeiros; (ii) uma *análise sumária* quanto ao conteúdo das recomendações de investimento, por forma a aferir a coerência dos pressupostos da avaliação com o preço-alvo apresentado. É dada especial atenção a relatórios de início de cobertura de emittentes e em situações em que se altera o sentido da

recomendação, podendo passar-se a uma análise aprofundada, caso se justifique; (iii) uma *análise aprofundada*, em que se analisa com maior detalhe o contexto em que foi emitida a recomendação de investimento. Neste âmbito, a CMVM solicita, sempre que necessário, elementos adicionais e esclarecimentos aos intermediários financeiros de modo a validar o conteúdo e o sentido das recomendações de investimento, nomeadamente o modelo de avaliação subjacente à recomendação de investimento. 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).

O CodVM prevê, entre outros aspetos, 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 projeções, das previsões e dos 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 uma recomendação sobre o mesmo emitente ou instrumento financeiro, emitida nos 12 meses anteriores, bem como a data em que aquela foi divulgada, 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, em particular as que envolvem os intermediários financeiros, quando estes são responsáveis pela produção e divulgação de recomendações de investimento.

A análise de recomendações de investimento tem em consideração alguns aspetos essenciais, quer se trate de uma análise sumária ou de uma análise aprofundada. 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, por 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, a *WACC*, 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 objetivo de identificar 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. PSI20) calculam-se rendibilidades anormais, um factor importante para a análise.

Outro aspeto importante é o enquadramento das recomendações de investimento divulgadas, nomeadamente por comparação com as recomendações de outros analistas 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.

Atualmente, a CMVM recebe relatórios de *research* de 29 intermediários financeiros, dos quais 5 são nacionais e 24 são estrangeiros. No ano anterior, este número era de 29 (6 nacionais e 23 estrangeiros).

Durante o período de outubro de 2012 a setembro de 2013 deu-se continuidade a um novo tipo de análise que se iniciou no período anterior, em conjugação com os outros já referidos anteriormente, as '*análises de intervenção rápida*'. Estas análises visam identificar eventuais casos de manipulação de mercado através da instrumentalização do *research*. A principal vantagem destas análises reside no facto de serem elaboradas mais rapidamente, o que permite melhorar o grau de prontidão na atuação da CMVM nos casos acima tipificados. No período analisado foram efectuadas 17 análises de intervenção rápida a intermediários financeiros nacionais e estrangeiros e foram solicitados 11 esclarecimentos a intermediários financeiros e outras entidades relacionados com recomendações de investimento, dos quais cerca de 75% respeitantes a entidades estrangeiras.

GRÁFICO 12 – TOTAL DE ANÁLISES DE INTERVENÇÃO RÁPIDA

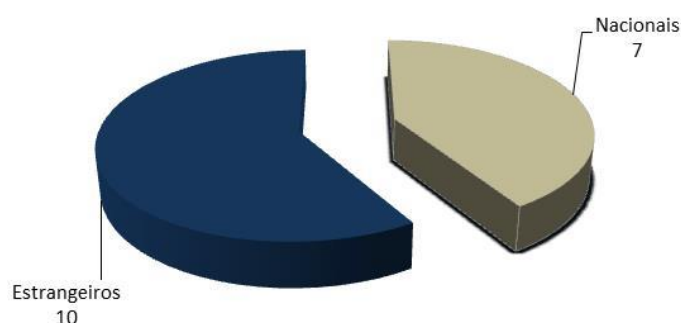


TABELA 33 – ÂMBITO DOS PEDIDOS DE ESCLARECIMENTO

Âmbito dos pedidos de esclarecimento	
Análise a relatórios de <i>research</i>	7
Registo de analistas financeiros	3
Análise de conteúdos curriculares	1
Total	11

No período referido, a CMVM efetuou 653 análises sumárias, tendo por objeto os relatórios de *research* recebidos diariamente. Os relatórios diários (*Dailys*, *Morning Mails*) enviados pelos intermediários financeiros são também, em regra, objecto de uma análise sumária, mas não estão incluídos naquele número.

Foram analisadas de forma aprofundada oito situações relacionadas com recomendações de investimento, incluindo 54 relatórios de *research*, quatro *disclaimer* de relatórios de *research*, bem como um modelo de avaliação correspondente a um relatório de *research*. Dos relatórios de *research* alvo de análise aprofundada, cerca de 81% foram difundidos por intermediários financeiros estrangeiros (44 relatórios). No total, foram analisados 190 elementos, onde se incluem 107 notícias da comunicação social e ainda 23 *websites* de emitentes portugueses em matérias de *research*.

TABELA 34 – TOTAL DE ANÁLISES APROFUNDADAS

Relatórios <i>research</i>	54
Modelos de avaliação	1
<i>Disclaimers</i> relatórios <i>research</i>	4
Conteúdos curriculares	1
Notícias da comunicação social <i>research</i>	107
Websites de emitentes <i>research</i>	23
Total de análises aprofundadas**	8

Nota: A maior parte dos casos analisados de forma aprofundada incluiu a análise de varios elementos (conforme a tabela), pelo que o número total de casos não corresponde à soma dos elementos.

** Total de casos analisados de forma aprofundada

Total de elementos analisados	190
--------------------------------------	------------

No exercício da supervisão a recomendações de investimento, no âmbito da análise sumária efetuada a todos os relatórios recebidos e das análises de intervenção rápida, surgem por vezes dúvidas ao nível do seu conteúdo, nomeadamente quanto à fundamentação dos pressupostos da avaliação. Tal origina pedidos de esclarecimento aos respetivos intermediários financeiros, que podem incluir o modelo de avaliação subjacente a determinada recomendação. Neste contexto, a CMVM desencadeou uma análise aprofundada ao *research* difundido por um intermediário financeiro português sobre um emitente nacional (no total foram analisados três relatórios) na sequência da alteração da recomendação de investimento dois dias após o mesmo analista ter publicado uma nota sobre o mesmo emitente com uma recomendação de investimento diferente (passou de compra para neutral). Durante esses dois dias não houve a divulgação de nenhuma notícia ou facto relevante que pudessem justificar a alteração de opinião por parte do analista. Na prática, o que se verificou foi que o analista manteve a recomendação que já tinha sobre o emitente aquando da divulgação do seu comentário à apresentação trimestral de contas, optando por incluir as tendências verificadas nos resultados no seu modelo de avaliação e alterado a recomendação de investimento subjacente dois dias depois. Concluiu-se que a recomendação original (a divulgada inicialmente) já se encontrava há algum tempo desfasada da grelha de recomendações adotada pelo intermediário financeiro, o que motivou a alteração subsequente da recomendação de investimento.¹⁸

Num outro caso, foi realizada uma análise aprofundada a dois relatórios de investimento produzidos por um intermediário financeiro estrangeiro, em que o preço-alvo aumentou cerca de 220% e a recomendação de investimento passou de “vender” para “comprar”. Numa fase inicial da análise verificou-se que uma das tabelas contidas no relatório com estimativas tinha uma falha, razão pela qual foram solicitados esclarecimentos ao analista. O intermediário financeiro admitiu o erro e publicou novamente uma versão do relatório com a tabela corrigida, alertando os investidores para tal. Posteriormente, no decorrer da análise aos argumentos utilizados para justificar a subida tão acentuada da avaliação e a inversão da recomendação de investimento, foram solicitados novos esclarecimentos junto do intermediário financeiro. A análise às respostas fornecidas permitiu concluir que os relatórios, com um intervalo temporal de cerca de seis meses entre a sua divulgação, eram consistentes entre si embora utilizassem pressupostos mais favoráveis e que o consenso de mercado ainda não incorporava nas suas avaliações.

A CMVM analisou igualmente de forma aprofundada dois relatórios produzidos por um intermediário financeiro estrangeiro em que o preço-alvo caiu 46% face a uma avaliação produzida meses antes. A revisão do preço-alvo ocorreu após a divulgação dos resultados relativos ao 2º trimestre de 2013, no qual o emitente registou prejuízos significativos e evidenciou que a qualidade dos seus ativos se encontrava em rápida deterioração. Foram solicitados esclarecimentos junto do intermediário financeiro que alegou ter incorporado as

¹⁸ Os intermediários financeiros têm grelhas próprias para as recomendações de investimento que por vezes são influenciadas pela opinião do analista, pelo comportamento do setor, pelo cariz especulativo do título, pela liquidez ou retorno face a um determinado *benchmark*.

tendências observadas nos últimos relatórios trimestrais e que tal tinha originado pressupostos significativamente mais pessimistas do que os utilizados anteriormente.

Um outro factor que origina recorrentemente uma análise aprofundada a recomendações de investimento está relacionado com a existência de rendibilidade anormal no mesmo dia em que foi publicado um relatório de *research* sobre um emitente. Foi analisado aprofundadamente um relatório produzido por um intermediário financeiro nacional, tendo-se concluído que era coerente com relatórios anteriores e em linha com o consenso do mercado. Concluiu-se ainda que a rendibilidade anormal poderia ser explicada pela reduzida liquidez da ação e pela pouca cobertura deste emitente em matéria de *research*.

Exemplo de uma análise aprofundada sobre um intermediário financeiro que reviu significativamente em alta o preço-alvo de um emitentes (82%) sem explicar os pressupostos da avaliação.

É prática comum de alguns intermediários financeiros realizarem extensos relatórios englobando todo o seu universo de cobertura cerca de duas vezes por ano, aproveitando esta ocasião para ajustar as avaliações das empresas que têm menor liquidez e uma cobertura menos ativa por outros intermediários financeiros. Trata-se de relatórios que por norma não dedicam mais de uma página a cada emitente, com pouca informação em termos de alteração de estimativas e de pressupostos de avaliação, e que em geral incluem variações muito significativas dos preços-alvo.

Um intermediário financeiro estrangeiro reviu em alta (+82%) o preço-alvo de um emitente, mantendo a recomendação inalterada em “comprar”. Uma análise inicial ao relatório de apenas uma página evidenciou que havia pressupostos de avaliação em falta, necessários para o cálculo do preço-alvo. Foram solicitados esclarecimentos sobre os motivos da acentuada revisão em alta e sobre os pressupostos em falta. Os esclarecimentos prestados foram insuficientes, pelo que foi solicitada informação adicional, nomeadamente o modo de cálculo do preço-alvo em questão (modelo de avaliação). A CMVM fez notar ao intermediário financeiro que a falta de pressupostos de avaliação constitui uma infração ao n.º1 da alínea d) do artigo 12.º B do CodVM e reiterou que acentuadas revisões de preços-alvo devem ser adequadamente esclarecidas e justificadas, sob pena de contribuírem para uma perceção errónea dos investidores sobre o real valor da empresa.

No exercício da supervisão a recomendações de investimento, foram identificados no período compreendido entre outubro de 2012 e setembro de 2013 várias situações que, mesmo não sendo passíveis de contraordenação à luz do CodVM, são criticáveis do ponto de vista técnico. A CMVM tem por dever e por hábito interpelar os analistas financeiros com vista a exigir maior rigor na análise, sem prejuízo de eventuais sanções nos casos de maior gravidade, impacto no mercado e desinformação dos investidores. Ao longo do período analisado foram identificadas várias situações que demonstraram a incapacidade de os analistas antecipar o efeito de nova informação no mercado, em resultado de falta de revisão atempada das

recomendações ou de incapacidade de avaliarem a relevância dessa nova informação. Consequentemente, nesses casos as análises e preços-alvo limitaram-se a seguir o mercado e de forma tardia. Há ainda a referir que se verificaram revisões avulsas de preços-alvo e de recomendações com pouca fundamentação ou até sem qualquer fundamentação, não decorrentes de nova informação relevante, mas apenas de ajustamentos fora de tempo às condições de mercado. Em certas situações ocorreram súbitas alterações de pressupostos e parâmetros de avaliação, que posteriormente foram alterados em sentido inverso, conforme a variação do preço da ação em mercado. Alguns destes parâmetros apresentaram valores claramente fora dos intervalos tecnicamente justificáveis.

Entre outubro de 2012 e setembro de 2013 foram identificadas 57 situações em que os preços-alvo sofreram alterações superiores a 30% (em valor absoluto) face aos preços-alvo anteriormente emitidos pelos intermediários financeiros. Verificaram-se mesmo revisões de preços-alvo de magnitude superior a 40% (37 situações) e cinco situações em que a revisão ultrapassou os 90%. Destas 57 situações, 49% dizem respeito a intermediários financeiros nacionais e 51% a intermediários financeiros estrangeiros, mas nenhum destes casos se reporta a emitentes do sector financeiro. Observou-se também que vários intermediários financeiros efetuaram mais do que quatro revisões de preço-alvo sobre o mesmo emitente num período de 12 meses (ou seja mais de uma revisão por trimestre), num total de 159 situações para uma amostra dos seis emitentes alvo de maior cobertura (EDP, EDP Renováveis, Galp Energia, Jerónimo Martins, Portugal Telecom e Zon).

A CMVM recebeu dois pedidos de registo para o exercício da atividade de elaboração de recomendações de investimento por parte de intermediários financeiros durante o período em análise, sendo um nacional e outro estrangeiro a funcionar em regime de sucursal. Não se registou nenhum cancelamento de registo para exercer esta atividade. Atualmente, a CMVM tem 18 intermediários financeiros registados para a atividade de *research*, 15 nacionais e três estrangeiros (sucursais). A CMVM recebeu seis pedidos de registo de analistas financeiros para o exercício da atividade de análise financeira durante o período em análise e registou onze cancelamentos de analistas financeiros. Encontram-se atualmente registados na CMVM 64 analistas financeiros, 11 dos quais desempenham funções em intermediários financeiros com sucursais em Espanha e França mas que emitem recomendações sobre ações portuguesas.

No futuro, uma das preocupações da CMVM continuará a ser garantir que as avaliações dos intermediários financeiros que acompanham as operações são isentas e transparentes, o que contribuirá para que os investidores tenham acesso a informação financeira de qualidade. Além disso, questões relacionadas com potenciais conflitos de interesse por parte dos autores das recomendações de investimento assim como a possível instrumentalização do *research* por intermediários financeiros continuarão a ser alvo de elevado escrutínio pela CMVM. Adicionalmente, a CMVM continuará a prestar atenção à forma como as recomendações de investimento são difundidas ao público em geral através dos *media* e a procurar aumentar o nível de transparência da informação contida nos *websites* do emitentes.

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

A CMVM divulgou em 2007 um conjunto de recomendações que incidem sobre a atividade 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. A avaliação do cumprimento dessas recomendações pelos intermediários e analistas financeiros, emitentes e jornalistas é efetuada de seguida.

4.1 AS RECOMENDAÇÕES DIRIGIDAS AOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS E OUTROS ANALISTAS

Os intermediários financeiros e outros analistas desempenham um papel importante nos mercados de capitais ao contribuírem para a redução da assimetria de informação entre investidores e gestão. Esse contributo resulta da sua atividade de pesquisa, produção e divulgação de informação financeira relativa a sociedades cotadas no mercado de capitais. Sobre eles recai um conjunto de seis recomendações relacionadas com a atividade de *research*.

A primeira das recomendações está relacionada com a divulgação, pelo intermediário financeiro ou analista, de potenciais conflitos de interesses com a entidade emitente sobre a qual incide o relatório de análise financeira.¹⁹ Considera-se esta recomendação adotada quando o intermediário financeiro (ou o analista) divulga a informação referente a todos os cinco itens mencionados na recomendação. A proporção de intermediários financeiros e outros analistas que cumpriam integralmente a recomendação foi de 75,0%, pelo que apenas não foi integralmente adotada por um intermediário financeiro. Com efeito, o Millennium I.B. não cumpriu os pontos 1.1 (*divulgação da ligação do intermediário financeiro, ou do analista financeiro, com o emitente dos valores mobiliários objeto da recomendação de investimento*),

¹⁹ Esta recomendação estipula que: 1. Sejam destacados, entre outros, os seguintes aspetos 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 objeto da recomendação de investimento a quem tenha, nomeadamente, prestado serviços bancários ou mantido outras relações comerciais; 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, suscetíveis de influenciar a análise dos investidores; 1.4. A detenção de instrumentos financeiros objeto 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.

1.2 (*divulgação de 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 1.4 (*prestação de informação relativa à detenção de instrumentos financeiros objeto de recomendação por parte dos analistas financeiros e/ou dos intermediários financeiros dos quais são colaboradores*).

A avaliação da segunda recomendação revela o seu cumprimento integral pelos quatro intermediários financeiros. Em síntese, com esta recomendação é sugerido aos intermediários financeiros e outros analistas que insiram nos relatórios de análise financeira alertas dirigidos aos investidores não profissionais para o risco inerente à recomendação efetuada e para o facto de a mesma ser suscetível de alteração face à evolução do meio envolvente da empresa analisada ou à modificação das previsões, pressupostos e métodos utilizados.

No que concerne à terceira recomendação da CMVM²⁰, esta não foi adotada integralmente por nenhum dos intermediários financeiros. Desde logo, só dois intermediários financeiros (Caixa B.I. e BPI E.R.) disponibilizaram os relatórios de análise financeira subjacentes às recomendações efetuadas e indicaram a localização ou o endereço informático onde e a partir de que momento os relatórios podem ser consultados. Concomitantemente, apenas estes dois intermediários financeiros mencionam se os seus relatórios tiveram, previamente, algum destinatário específico (não sendo necessário a sua identificação) e apenas um (Espírito Santo E.R.) informou sobre a existência de conflitos de interesses.

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 adoção não é analisada.

A avaliação do cumprimento da recomendação 5 foi efetuada em duas etapas.²¹ Por um lado, verificou-se se era efetuada a divulgação (com um intervalo temporal de três meses), na

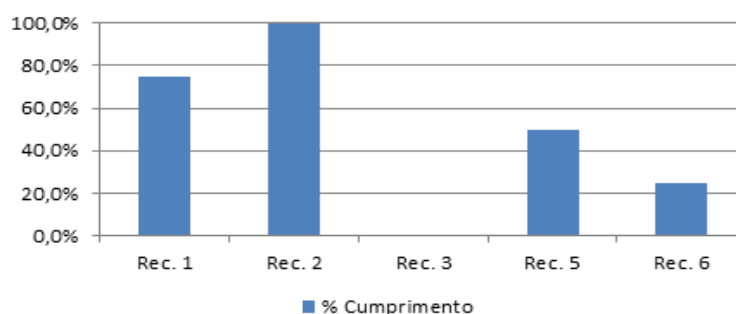
²⁰ Cujo teor é: «4. Quando emitam publicamente uma sugestão de investimento ou desinvestimento em valores mobiliários de determinado emitente: 3.1. Disponibilizem o relatório de análise financeira subjacente à recomendação efetuada ou indiquem a localização ou o endereço informático onde e a partir de 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 fatores que condicionam o preço-alvo ou a recomendação de investimento, e informar sobre a existência de situações de conflitos de interesse.».

²¹ Recomendação 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,

área pública dos *sites* dos vários intermediários financeiros, do histórico das recomendações de investimento elaboradas e divulgadas nos últimos 12 meses, tendo-se constatado que todos o faziam. Em segundo lugar, avaliou-se o modo como se encontra organizada essa informação, bem como a sua completude. Somente dois intermediários financeiros (Caixa B.I. e Espírito Santo E.R.) adotaram as indicações da CMVM. A consideração destes dois aspetos em simultâneo permite concluir que apenas estes dois intermediários financeiros adotaram na íntegra esta recomendação.

Finalmente, apenas num dos *disclaimers* (BPI E.R.) dos diversos relatórios analisados se identificou 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 objeto da recomendação. Deste modo, considera-se a recomendação 6 (que aconselha a divulgação de 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 objeto da recomendação) adotada apenas por este intermediário financeiro.

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



Em síntese, a análise conjunta das recomendações da CMVM destinadas aos intermediários financeiros e outros analistas mostra que três intermediários financeiros cumpriram três recomendações no período em apreço, enquanto o quarto apenas adotou uma.

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.»

**TABELA 35 – N.º DE RECOMENDAÇÕES CUMPRIDAS INTEGRALMENTE PELOS INTERMEDIÁRIOS
FINANCEIROS**

Recomendações Integralmente Cumpridas	
Caixa B.I.	Rec. 1, Rec. 2, Rec. 5
Espírito Santo E.R.	Rec. 1, Rec. 2, Rec. 5
Millennium I.B.	Rec. 2
BPI E.R.	Rec. 1, Rec. 2, Rec. 6

4.2 AS RECOMENDAÇÕES DIRIGIDAS AOS JORNALISTAS

Os meios de comunicação social são o principal veículo de difusão das recomendações de investimentos pelo público em geral. Existe um conjunto de seis recomendações dirigidas a jornalistas que difundem e disseminam os principais resultados dos relatórios de análise financeira, que se avaliam de seguida.

Foram analisadas 106 notícias veiculadas na imprensa entre 4 de outubro de 2012 e 27 de setembro de 2013, exclusivamente relacionadas com relatórios de análise financeira. Dois órgãos de comunicação social representam 93,4% das notícias analisadas nesta amostra, correspondendo 6,6% a outros dois órgãos de comunicação social. Dado o reduzido número de notícias, estes quatro órgãos de comunicação serão analisados em conjunto, razão pela qual não se procede à sua identificação.

TABELA 36 – CUMPRIMENTO DA RECOMENDAÇÃO 1 PELOS ÓRGÃOS DE COMUNICAÇÃO SOCIAL

	Não	Sim
O.C.1	1,3%	98,8%
O.C.2	5,3%	94,7%
Outros	42,9%	57,1%
Total	4,72%	95,3%

Obs.: A Recomendação 1 recomenda aos jornalistas que divulgam relatórios de análise financeira que «Sempre que elaborem notícias sobre relatórios de análise financeira, procurem reproduzir os respetivos resumos de forma a traduzir com rigor a opinião dos seus autores».

Da análise efetuada às notícias selecionadas ressalta o cumprimento global da recomendação 1 em 95,3% das notícias analisadas. Os dois principais órgãos de comunicação social apresentam um rácio de cumprimento de 98,8% e 94,7%, respetivamente.

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

Relativamente à Recomendação 3, apurou-se que em 83,0% das notícias analisadas os jornalistas não se limitaram à indicação do preço-alvo ou da recomendação de investimento na redação do título. Constatou-se ainda que em 99,1% das notícias da amostra os jornalistas asseguraram que os títulos não eram suscetíveis de induzir uma perceção errada da análise efetuada no relatório de *research*. Finalmente, em 97,2% das notícias os jornalistas indicaram no texto pelo menos alguns dos principais pressupostos que condicionam a verificação da recomendação de investimento. O cumprimento integral da Recomendação 3 pelos diferentes órgãos de comunicação social foi observado em 80,2% das notícias analisadas.

TABELA 37 – CUMPRIMENTO DA RECOMENDAÇÃO 3 PELOS ÓRGÃOS DE COMUNICAÇÃO SOCIAL

	Não	Sim
O.C.1	12,5%	87,5%
O.C.2	42,1%	57,9%
Outros	42,9%	57,1%
Total	19,8%	80,2%

Obs.: A Recomendação 3 recomenda aos jornalistas que «evitem redigir títulos que se limitem à indicação do preço-alvo ou da recomendação de investimento e sejam suscetíveis de induzir uma perceção errada da análise efetuada 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».

Quanto à Recomendação 4, é de assinalar que em 79,3% das notícias examinadas foram incluídos, 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.

TABELA 38 – CUMPRIMENTO DA RECOMENDAÇÃO 4 PELOS ÓRGÃOS DE COMUNICAÇÃO SOCIAL

	Não	Sim
O.C.1	21,3%	78,8%

O.C.2	0,0%	100,0%
Outros	71,4%	28,6%
Total	20,8%	79,3%

Obs.: A Recomendação 4 recomenda aos jornalistas que «noticiem a existência de conflitos de interesse, destacando designadamente os identificados no relatório de análise financeira».

A Recomendação 5 recai sobre as referências no corpo da notícia ao (i) horizonte temporal dos preços-alvo e (ii) seus limites inferiores e superiores. A informação relativa aos limites inferiores e superiores do intervalo do preço-alvo não se encontra disponível. Apenas 14,2% das notícias examinadas indicavam o horizonte temporal associado ao preço-alvo e respetiva recomendação.

TABELA 39 – CUMPRIMENTO DA RECOMENDAÇÃO 5 PELOS ÓRGÃOS DE COMUNICAÇÃO SOCIAL

	Não	Sim
O.C.1	86,3%	13,8%
O.C.2	79,9%	21,1%
Outros	100,0%	0,0%
Total	85,9%	14,2%

Obs.: A Recomendação 5 recomenda aos jornalistas que «noticiem os limites inferiores e superiores do intervalo de preço-alvo e o respetivo horizonte temporal constante do relatório de análise financeira, e não apenas o preço-alvo máximo ou a recomendação de investimento».

Por fim, quanto à Recomendação 6 foi apurado que 94,3% das notícias incluídas na amostra indicavam os anteriores preços-alvo e recomendações de investimento e que 74,5% das notícias informavam sobre os desvios dos preços-alvo face aos preços de mercado verificados (que podem ser designados por potencial de valorização). A apreciação conjunta destes dois critérios resulta a adoção integral da Recomendação 6 em 70,8% das notícias avaliadas.

TABELA 40 – CUMPRIMENTO DA RECOMENDAÇÃO 6 PELOS ÓRGÃOS DE COMUNICAÇÃO SOCIAL

O.C.1	15,0%	85,0%
O.C.1	73,7%	26,3%
Outros	71,4%	28,6%
Total	29,3%	70,8%

Obs.: A Recomendação 6 recomenda aos jornalistas que «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 efetuadas 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».

Em síntese, registou-se uma melhoria no grau de adoção das Recomendações 1 a 3 pelos jornalistas e, ao invés, uma degradação relevante no grau de cumprimento das Recomendações 5 e 6, situando a primeira destas numa percentagem claramente insatisfatória. Contudo, merece nota de relevo o facto de no corpo das notícias terem sido incluídos os potenciais conflitos de

interesses entre o analista ou intermediário financeiro responsável pela elaboração do relatório de *research* noticiado e a entidade emitente. Esta recomendação é cumprida em quatro de cada cinco notícias.

4.3 AS RECOMENDAÇÕES DIRIGIDAS ÀS ENTIDADES EMITENTES

As 13 recomendações dirigidas às entidades emitentes têm o objetivo de disciplinar as relações entre as empresas e os analistas financeiros no sentido de fomentar a produção de relatórios de análise financeira neutros e transparentes. São objeto de análise no presente relatório as Recomendações 1, 2, 3, 6, 11 e 12, uma vez que não foi possível recolher informação que permitisse validar a adoção das demais recomendações.

No caso da Recomendação 1,²² foi consultado o sítio dos emitentes na *internet* com o objetivo de averiguar a existência de informação sobre apresentações da empresa a investidores (por exemplo, o *investor's day*), dados detalhados sobre a atividade da empresa, e os objetivos e estimativas para a evolução da atividade. Em 56% dos casos os *sites* continham essa informação pelo que a recomendação é considerada adotada nestes casos. Nove emitentes não cumpriam esta recomendação, número igual ao do ano anterior.

As Recomendações 2²³ e 3²⁴ foram adotadas por todas as sociedades emitentes que cumpriram a Recomendação 1, ou seja, a informação histórica divulgada era facilmente distinguida das estimativas da empresa (normalmente assinaladas com um “e” ou um “f”). Não existe informação que possibilite a verificação do cumprimento destas recomendações pelas nove empresas que não adotaram a Recomendação 1.

A Recomendação 6²⁵ está relacionada com a divulgação na área pública do *site* dos emitentes da lista com a identificação dos analistas financeiros que emitiram recomendações

²² Recomenda-se aos emitentes que contribuam para que os analistas financeiros avaliem de forma correta e isenta a empresa analisada e os valores mobiliários por esta emitidos, nomeadamente explicando e fazendo compreender a sua estratégia e objetivos empresariais.

²³ Recomenda-se aos emitentes que diferenciem claramente a informação respeitante à atual situação económica e financeira da empresa, dos objetivos, previsões ou perspetivas relativamente à sua atividade, negócios ou resultados.

²⁴ Recomenda-se aos emitentes que indiquem, com clareza e objetividade, os pressupostos e os critérios utilizados na formulação dos objetivos, previsões ou perspetivas que realizam.

²⁵ Recomenda-se aos emitentes que 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

de investimento nos últimos 12 meses e com a divulgação da lista de analistas financeiros que participaram nos *roadshows* organizados pela entidade emitente nos últimos 12 meses. Em relação ao primeiro aspeto, verificou-se que 84% (88% no período anterior) das entidades emitentes procediam a tal divulgação. Todavia, apenas quatro empresas divulgaram a lista de analistas financeiros que participaram nos *roadshows* organizados pela emitente, pelo que o grau de adoção integral desta recomendação é de apenas 17% (16% no período anterior).

No caso da Recomendação 11²⁶ exclui-se a questão da transmissão em tempo real através do *site* das reuniões e encontros das entidades emitentes com analistas financeiros, e tomam-se em consideração três vetores: (i) indicação no calendário de eventos da data da realização do *investor's day*, seminários, conferências e, caso já tenham ocorrido, as respetivas 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. Tal como no ano anterior, apenas três sociedades adotaram este conjunto de indicações.

Finalmente, nos termos da Recomendação 12²⁷, as sociedades devem abster-se de nomear ou contratar técnicos analistas que tenham estado envolvidos na cobertura da empresa nos últimos dois anos. Não foram identificadas situações desta natureza ao longo do período em análise, pelo que todas as sociedades cumprem esta recomendação.

A Galp é a única sociedade que adotou integralmente as seis recomendações analisadas. As empresas financeiras e do setor Infraestruturas/Telecomunicações, assim como as do PSI20, são globalmente mais cumpridoras. Nove emitentes adotaram apenas uma recomendação, e apenas parcialmente.

TABELA 41 – TOTAL DE RECOMENDAÇÕES CUMPRIDAS POR EMITENTE

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.

²⁶ Recomenda-se aos emitentes que 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.

²⁷ Recomenda-se aos emitentes que se abstenham de nomear ou contratar técnicos analistas que tenham estado envolvidos na cobertura da empresa nos últimos dois anos.

	Emitentes	Recomendações integralmente cumpridas	Total
<i>PSI 20</i>	Galp	Rec. 1 /Rec. 2 /Rec. 3 /Rec. 6/Rec. 11 /Rec. 12	6
	BCP	Rec. 1 /Rec. 2 /Rec. 3 /Rec. 11/Rec. 12	5
	Portugal Telecom	Rec. 1 /Rec. 2 /Rec. 3 /Rec. 11/Rec. 12	5
	BES	Rec. 1 /Rec. 2 /Rec. 3 /Rec. 6/Rec. 12	5
	BPI	Rec. 1 /Rec. 2 /Rec. 3 /Rec. 6/Rec. 12	5
	Mota Engil	Rec. 1 /Rec. 2 /Rec. 3 /Rec. 6/Rec. 12	5
	EDP	Rec. 1 /Rec. 2 /Rec. 3 /Rec. 12	4
	EDP Renováveis	Rec. 1 /Rec. 2 /Rec. 3 /Rec. 12	4
	Jerónimo Martins	Rec. 1 /Rec. 2 /Rec. 3 /Rec. 12	4
	REN	Rec. 1 /Rec. 2 /Rec. 3 /Rec. 12	4
	Sonae	Rec. 1 /Rec. 2 /Rec. 3 /Rec. 12	4
	Sonaecom	Rec. 1 /Rec. 2 /Rec. 3 /Rec. 12	4
	Zon Optimus	Rec. 1 /Rec. 2 /Rec. 3 /Rec. 12	4
	Altri	Rec. 12	1
	Banif	Rec. 12	1
	Cofina	Rec. 12	1
	Portucel	Rec. 12	1
	Semapa	Rec. 12	1
	Sonae Indústria	Rec. 12	1
<i>Não PSI 20</i>	Soares da Costa	Rec. 1 /Rec. 2 /Rec. 3 /Rec. 12	4
	Impresa	Rec. 12	1
	Inapa	Rec. 12	1
	Martifer	Rec. 12	1

■

ANEXO A – METODOLOGIA UTILIZADA PARA MEDIR O IMPACTO DAS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO NAS COTAÇÕES

No sentido de medir o efeito das recomendações de investimento nas janelas temporais de três e seis sessões de negociação após (e incluindo) a data da divulgação do relatório de análise financeira foram calculadas a variação percentual das cotações e as rendibilidades anormais acumuladas nos horizontes temporais referidos.

Relativamente ao cálculo das rendibilidades anormais, a metodologia utilizada assenta 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 cálculo das rendibilidades «normais» diárias;
- iii. no cálculo de rendibilidades «anormais» acumuladas para cada um dos horizontes temporais considerados.

Foram seguidas duas abordagens alternativas no cálculo das rendibilidades anormais e efetivas. Na primeira abordagem desconsiderou-se a existência de outros possíveis eventos com potencial impacto nas rendibilidades anormais e efetivas. Numa segunda abordagem, procedeu-se da seguinte forma. 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 cinco dias de negociação centrados no dia de divulgação da recomendação de investimento. A ideia subjacente a este procedimento é a de certificar que eventuais impactos das recomendações de investimento nos preços tenham resultado exclusivamente da divulgação dessas recomendações e não de quaisquer outros eventos. Nos gráficos encontram-se assinalados com asterisco (*) os resultados obtidos com este procedimento alternativo.

ANEXO B – OUTRAS DEFINIÇÕES

1. Root Mean Square Error

Este indicador é usado para medir a discordância dos analistas financeiros face a um indicador de *consensus* e é calculado do seguinte modo:

$$RMSE = \sqrt{\frac{1}{N-1} \times \sum_{i=1}^N \left(\frac{X_i - Benchmark_i}{Benchmark_i} \right)^2}$$

em que X_i respeita à observação i da variável em análise e $Benchmark_i$ corresponde ao valor da referência com a qual se pretende comparar a variável X .

2. Peso do crescimento futuro

O peso do crescimento futuro no valor teórico das ações é calculado a partir dos lucros por ação, do custo do capital próprio e do preço-alvo através da expressão:

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

em que $P.\text{Alvo}$ é o preço-alvo, EPS corresponde aos lucros por ação e K_e representa o custo do capital próprio.

ANEXO C – MÉTODO USADO NA AVALIAÇÃO DO DESEMPENHO DAS CARTEIRAS DE INVESTIMENTO

O método usado na avaliação do desempenho das carteiras de investimento é semelhante ao utilizado em edições anteriores do Relatório Anual de Supervisão da Atividade de Análise Financeira. No momento inicial (01-10-2012) as carteiras dos vários intermediários financeiros são idênticas, sendo em momentos ulteriores reajustadas de acordo com as respetivas recomendações de investimento. A metodologia usa cotações ajustadas e assenta nos seguintes pressupostos:

- 1- a avaliação do desempenho da casa de *research* é realizada para o período compreendido entre 01-10-2012 e 30-09-2013;
- 2- a 01-10-2012 é atribuído a cada intermediário financeiro um montante de investimento inicial de 100.000 Euro, que é investido numa carteira representativa do índice PSI20;
- 3- no dia em que o intermediário financeiro emite uma recomendação de investimento é feito um rebalanceamento da sua carteira que obedece às seguintes regras:
 - i. uma recomendação de comprar/acumular sobre um título irá resultar num aumento de 50% da exposição a esse título (embora limitado a 20.000 Euro). Para financiar o aumento de exposição ao título alvo da recomendação de comprar, 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 (também limitada a 20.000 Euro). O montante resultante da redução de exposição ao título alvo de recomendação de vender/reduzir será aplicado de forma proporcional nos demais títulos que compõem a carteira;
- 4- a 30-09-2013 apura-se o valor das carteiras dos diversos intermediários financeiros e calcula-se a sua rentabilidade a um ano (isto é, entre 01-10-2012 e 30-09-2013);
- 5- adicionalmente, calcula-se o valor da carteira admitindo o pagamento de comissões de corretagem aquando do rebalanceamento da carteira²⁸;
- 6- por fim, para os intermediários financeiros nacionais que são também emitentes cotados (Banco BPI, BCP e BES), calculou-se o valor da carteira considerando nulo o peso inicial dos respetivos títulos uma vez que nos termos da legislação em vigor não são efetuadas recomendações de investimento sobre o próprio título.

²⁸ Considerou-se uma comissão de corretagem de 0,2525% para cada transação. Este valor foi obtido a partir da comissão média aplicável a transações comunicadas através da Internet e para montantes iguais a 7.500 Euro.