

## 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.<sup>1</sup> A base de dados respeitante àquele período contém 655 registos<sup>2</sup>, 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*.<sup>3</sup>

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.

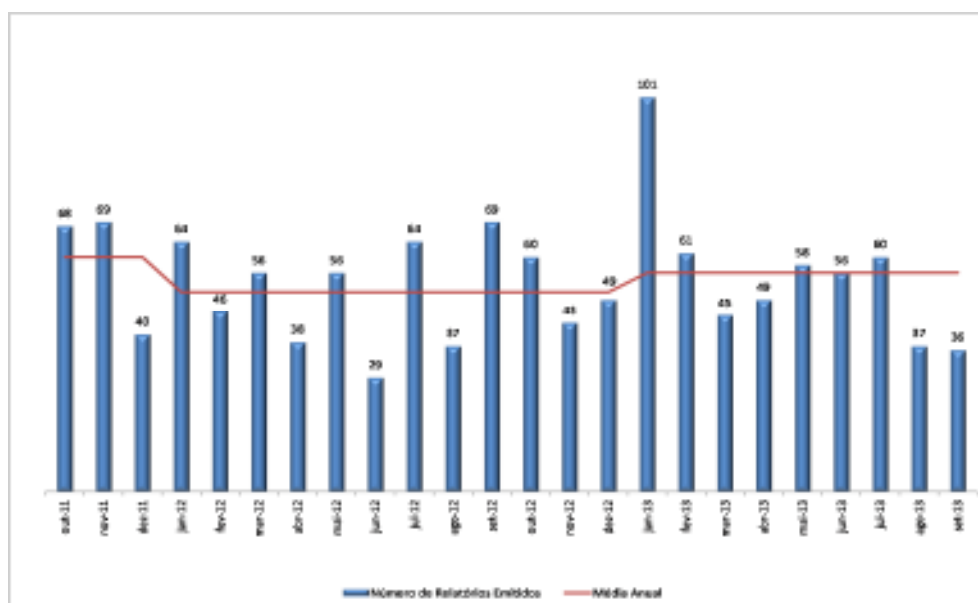
---

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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).

<sup>3</sup> 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.

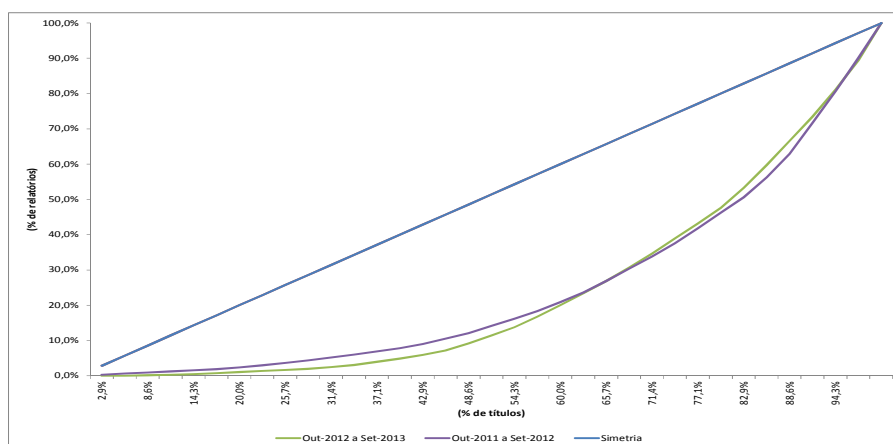
**TABELA 1 – RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO POR TÍTULO E INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO**

<b>Título</b>	<b>N.º de Relatórios</b>	<b>% do Total</b>	<b>Intermediário Financeiro</b>	<b>N.º de Relatórios</b>	<b>% do Total</b>
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%			
<b>Total</b>	<b>655</b>	<b>100,0%</b>	<b>Total</b>	<b>655</b>	<b>100,0%</b>

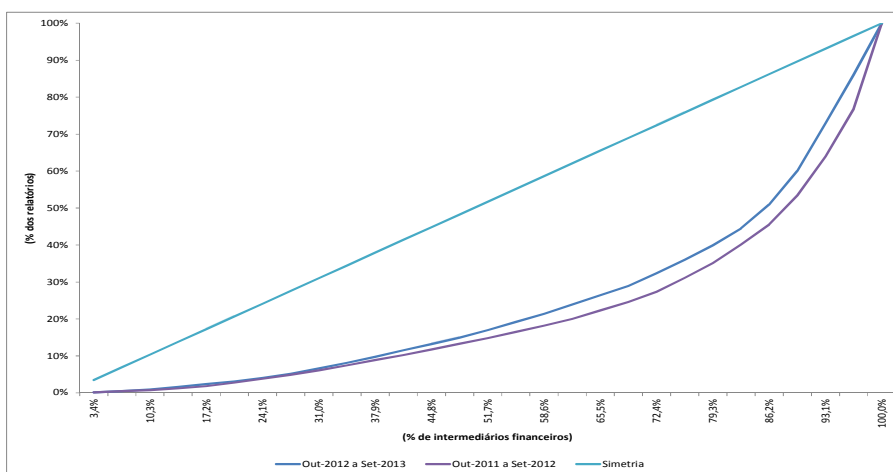
A concentração da atividade é relativamente similar à verificada no período homólogo anterior no que respeita aos emitentes alvo de cobertura. Contudo, quanto aos intermediários financeiros que desenvolvem esta atividade, o aumento do número de intervenientes identificados resultou numa menor concentração 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.<sup>4</sup>

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

<sup>4</sup> 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.

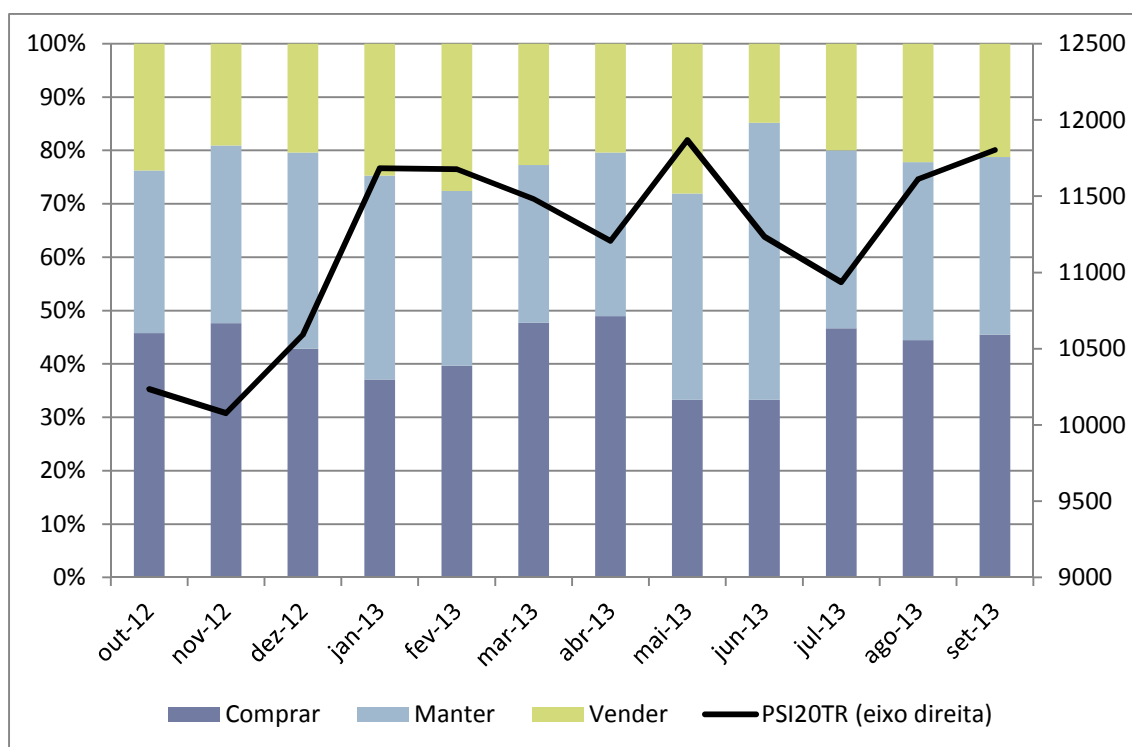
financeiros alteraram de forma não despendida (face ao período homólogo) a sua expectativa sobre o desempenho do mercado acionista nacional, dado que o diferencial entre o peso das recomendações de comprar e vender se reduziu em 11,7 p.p. (isto num ano em que o PSI20 se valorizou 16%).

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%
<b>Total</b>	<b>27,2%</b>	<b>36,1%</b>	<b>47,3%</b>

**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).<sup>5</sup> 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%
<b>Total</b>	<b>1,1%</b>	<b>17,5%</b>	<b>18,6%</b>	<b>1,5%</b>	<b>13,9%</b>	<b>15,4%</b>

(\*) 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*.

<sup>5</sup> 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%
<b>Total</b>	<b>1,1%</b>	<b>17,5%</b>	<b>18,6%</b>	<b>1,5%</b>	<b>13,9%</b>	<b>15,4%</b>

(\*) 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%
	<b>Total</b>	<b>1,1%</b>	<b>18,0%</b>	<b>19,1%</b>	<b>1,6%</b>	<b>13,3%</b>	<b>14,9%</b>
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%
	<b>Total</b>	<b>0,0%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,3%</b>	<b>0,0%</b>	<b>25,0%</b>	<b>25,0%</b>

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.<sup>6</sup> 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.

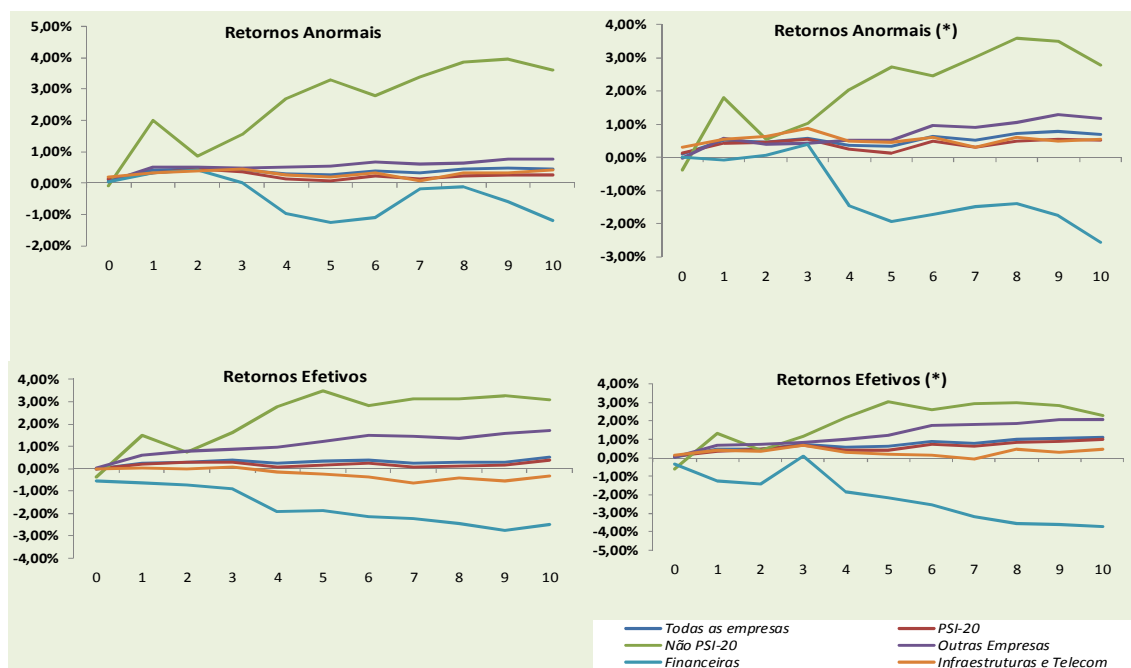
Os gráficos apresentados nesta seção evidenciam as rendibilidades efetivas e anormais acumuladas entre a data do anúncio e cada uma das dez sessões de negociação subsequentes para as recomendações de comprar e vender (curva de retornos anormais acumulados). No gráfico seguinte e demais, apresentam-se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

---

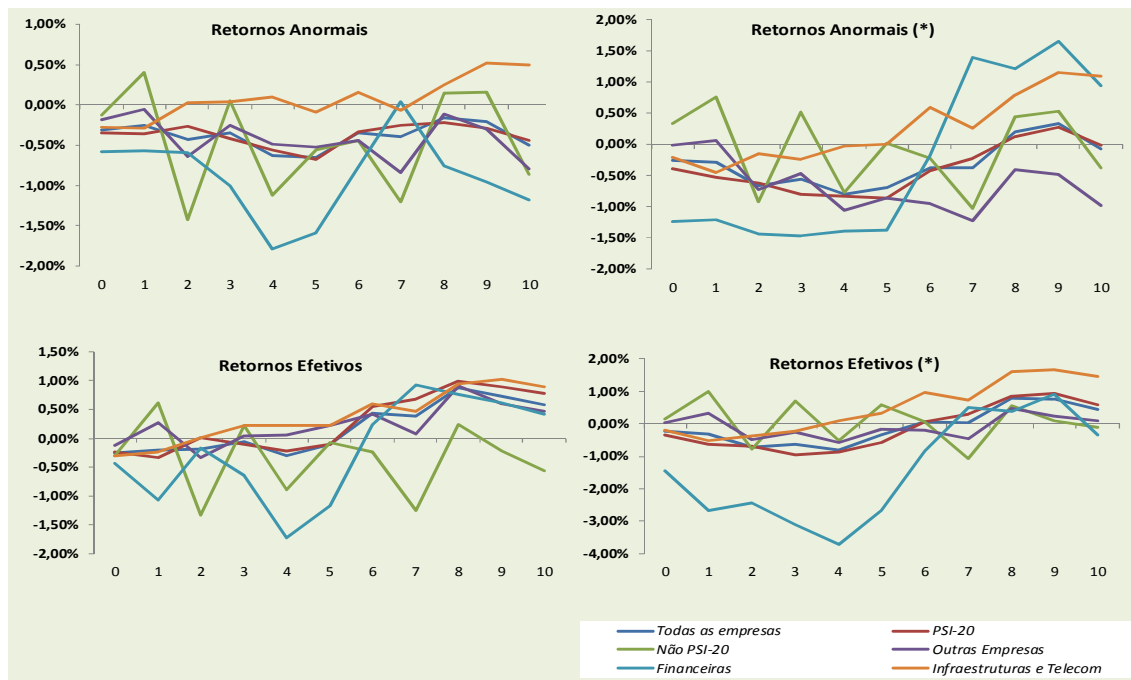
<sup>6</sup> A hipótese de eficiência sobre a forma semiforte estabelece que o preço dos ativos reflete toda a informação pública disponível no mercado. Sob esta forma de eficiência, toda a informação relevante emitida, seja ela histórica, presente ou de expectativas futuras, proveniente de fontes acessíveis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

## GRÁFICO 4 – IMPACTO DA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES

### PAINEL A – COMPRAS



### 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).

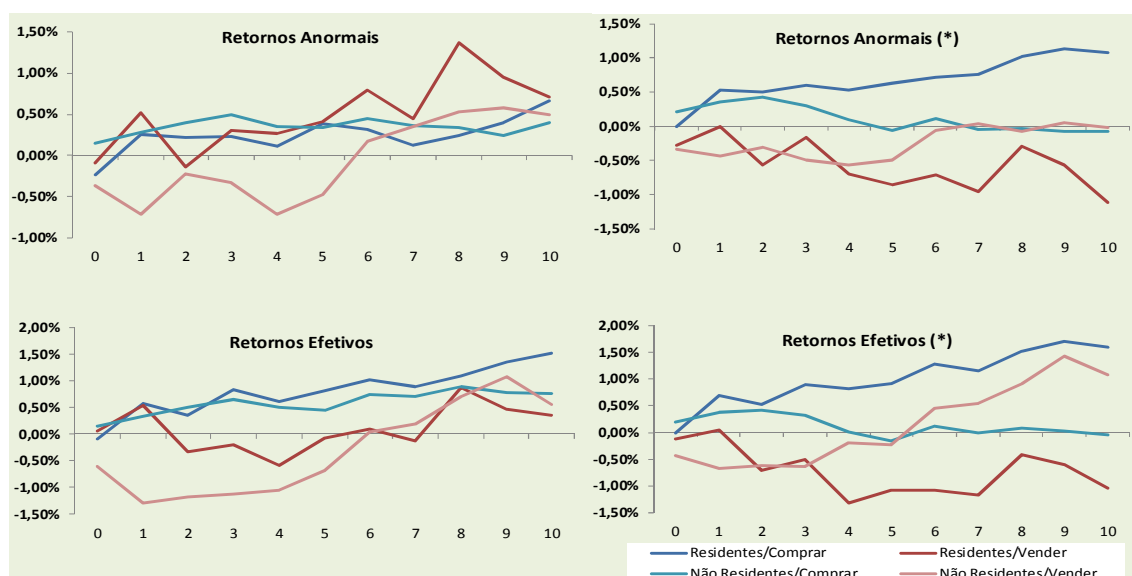
Já os retornos anormais (e efetivos) acumulados registados após a emissão de recomendações de venda apresentam um comportamento mais errático. O retorno anormal acumulado médio associado a recomendações de venda é negativo em qualquer ponto da curva. De facto, o valor negativo mais elevado ocorre ao 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.

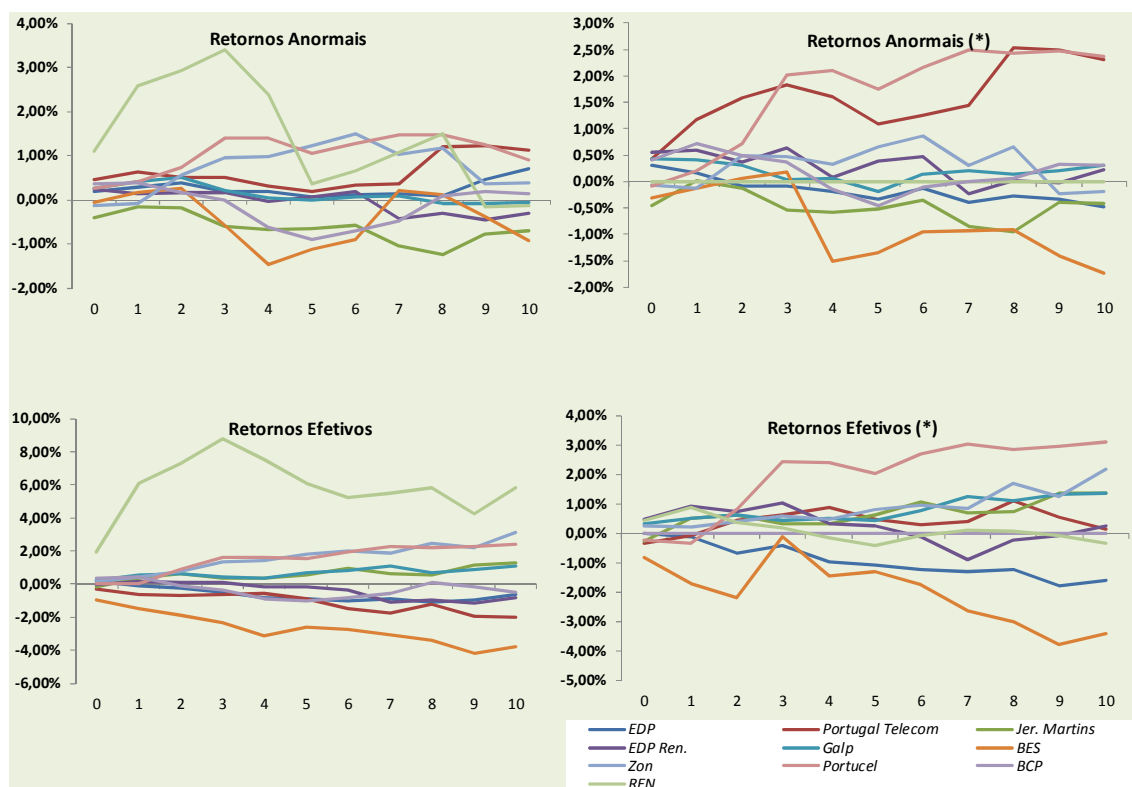
**GRÁFICO 5 – IMPACTO DA EMISSÃO DE RECOMENDAÇÕES (RESIDÊNCIA DO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO)**



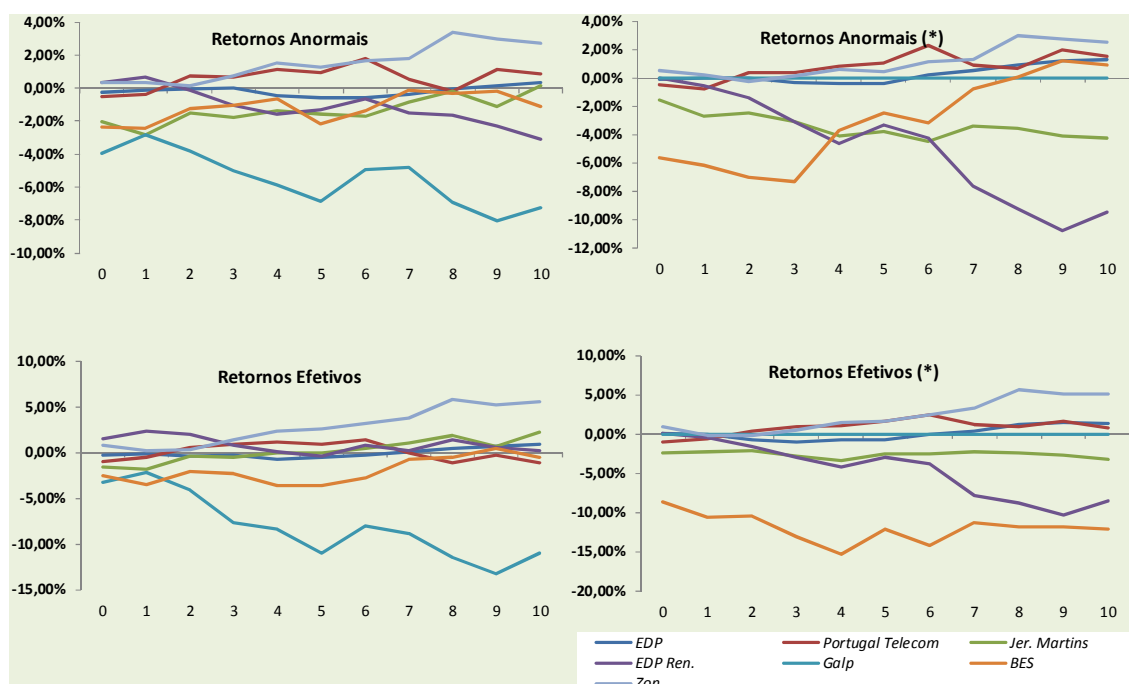
Uma análise por empresa revela que a Portucel foi, entre as dez empresas com maior número de recomendações de compra, a que denota maior impacto dessas recomendações nos preços (retornos anormais acumulados de 1,76% e 2,37% a cinco e dez dias, após remoção das observações em que foram divulgados factos 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



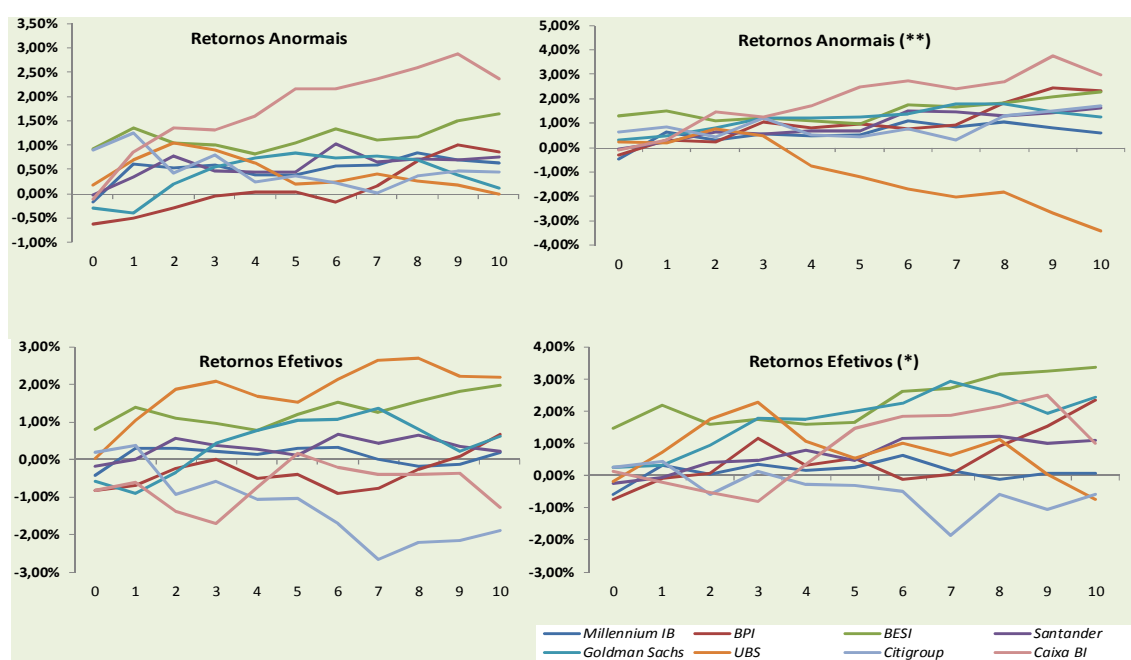


Nas recomendações de vender constata-se que as ações do BES alcançaram menores retornos acumulados imediatos após a data do anúncio (após remoção das observações em que foram divulgados factos relevantes *price sensitive*). A leitura do gráfico também sugere que esse desempenho melhorou a partir da terceira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

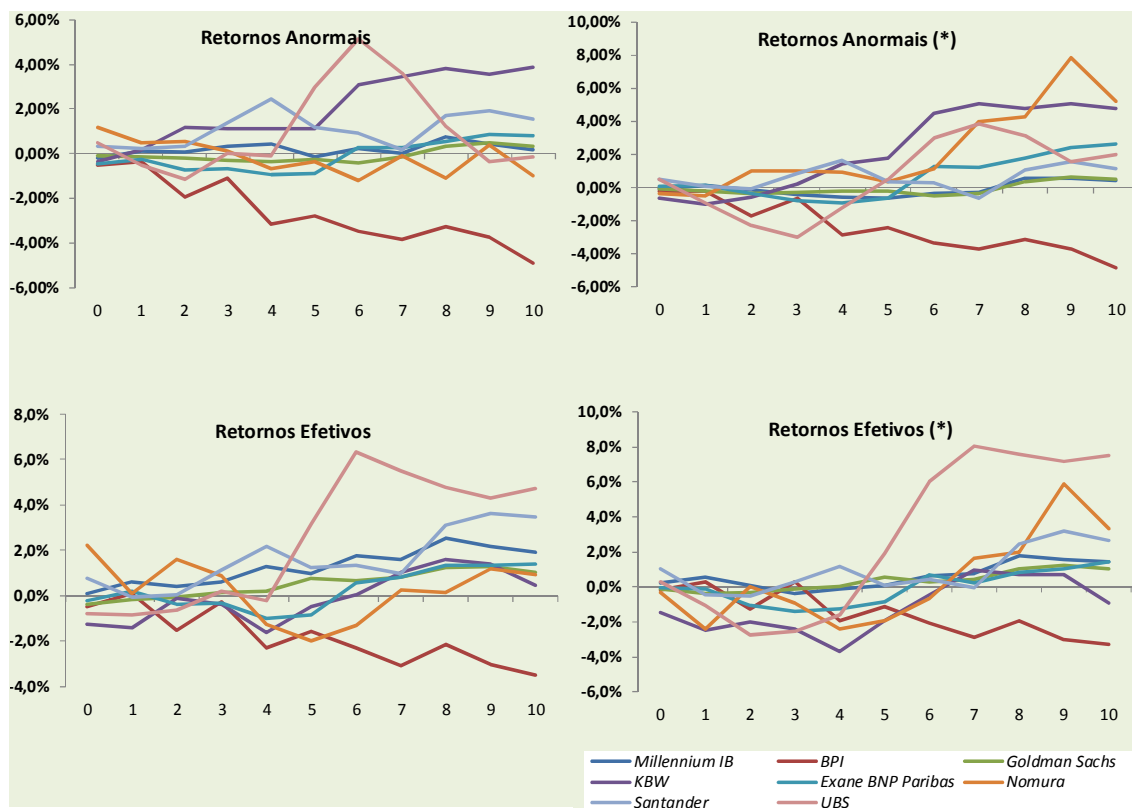
Os retornos anormais acumulados associados a recomendações de compra foram superiores para a Caixa B.I. (retornos anormais acumulados de 2,47 e 2,97% a cinco e dez dias, respetivamente, após remoção das observações em que foram divulgados factos relevantes *price sensitive*). Também o BESI e o Banco 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**

<b>Intermediário Financeiro</b>	<b>Abaixo do Consensus</b>	<b>Acima do Consensus</b>
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.<sup>7</sup> 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*.

<sup>7</sup> Para consultar a metodologia de cálculo deste indicador, ver Anexo B.

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

<b>Título</b>	<b>RMSE</b>
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**

<b>Intermediário Financeiro</b>	<b>RMSE</b>
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”<sup>8</sup> e a “variação do preço-alvo” do título (face ao preço-alvo anterior emitido pelo mesmo analista), variáveis objeto de estudo nesta secção.<sup>9</sup>

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**

<b>Títulos</b>	<b>Percentil</b>	<b>Potencial de Valorização</b>	<b>Variação do Preço-Alvo</b>
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.

<sup>8</sup>O 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.

<sup>9</sup> 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**

<b>Intermediário Financeiro</b>	<b>Abaixo do Consensus</b>	<b>Acima do Consensus</b>
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**

<b>Título</b>	<b>RMSE</b>	<b>Intermediário Financeiro</b>	<b>RMSE</b>
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.<sup>10</sup>

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

---

<sup>10</sup> 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%
<b>Total</b>	<b>39,6%</b>	<b>35,6%</b>	<b>37,8%</b>

**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%
<b>Total</b>	<b>17,4%</b>	<b>62,5%</b>	<b>34,7%</b>	<b>50,0%</b>	<b>54,5%</b>	<b>19,4%</b>	<b>37,8%</b>

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
<b>Painel A</b>	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%
<b>Painel B</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,<sup>11</sup> 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

---

<sup>11</sup> 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.<sup>12</sup> 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.

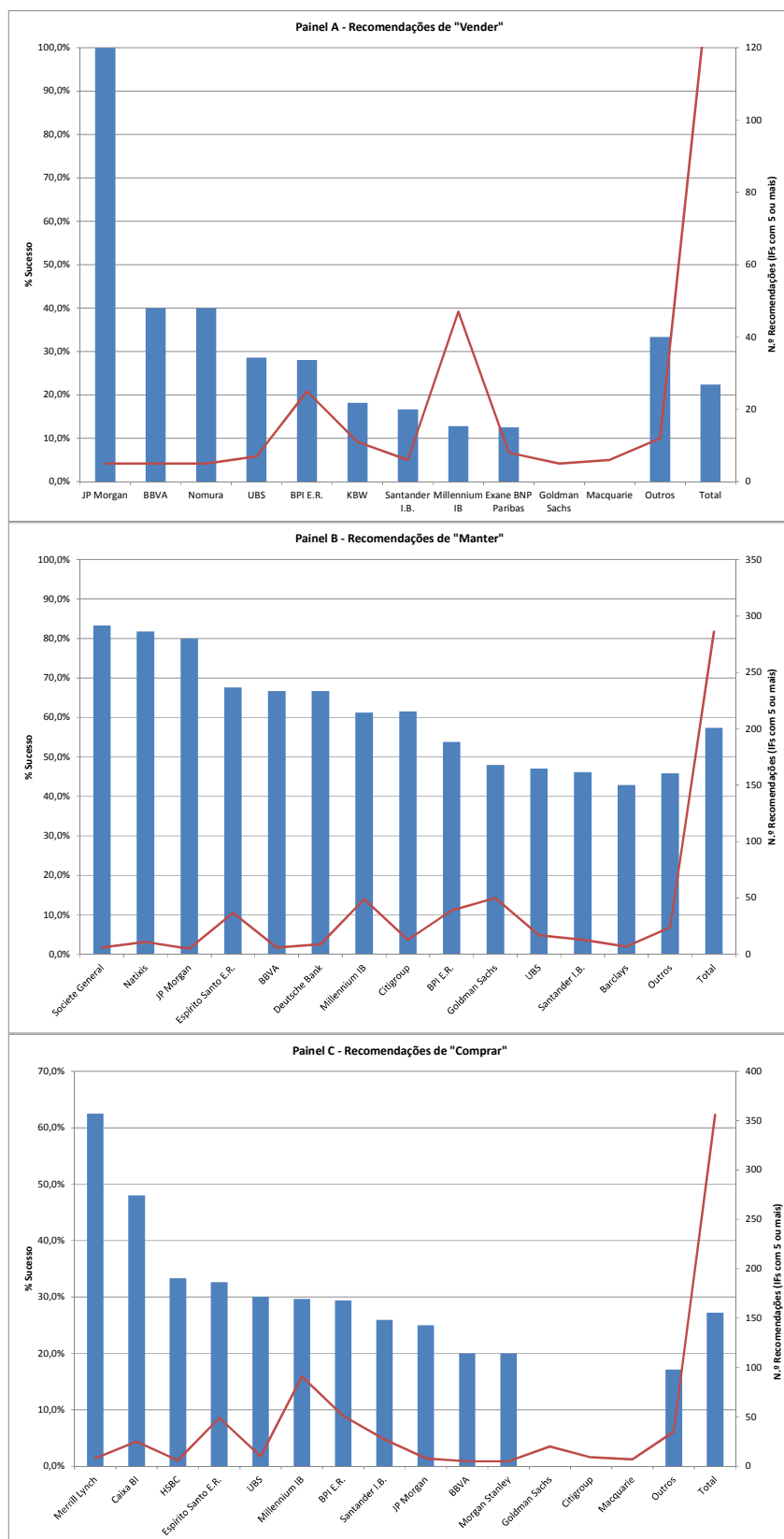
Uma análise por tipo de recomendação permite retirar conclusões diferentes. O padrão das recomendações de manter e comprar é de novo mais positivo em termos de acerto do preço-alvo pelos analistas (vide gráfico seguinte, Painéis B e C). Em quatro empresas (Altri, Mota Engil, Sonae Capital e Zon Optimus) 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.<sup>13</sup>

---

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

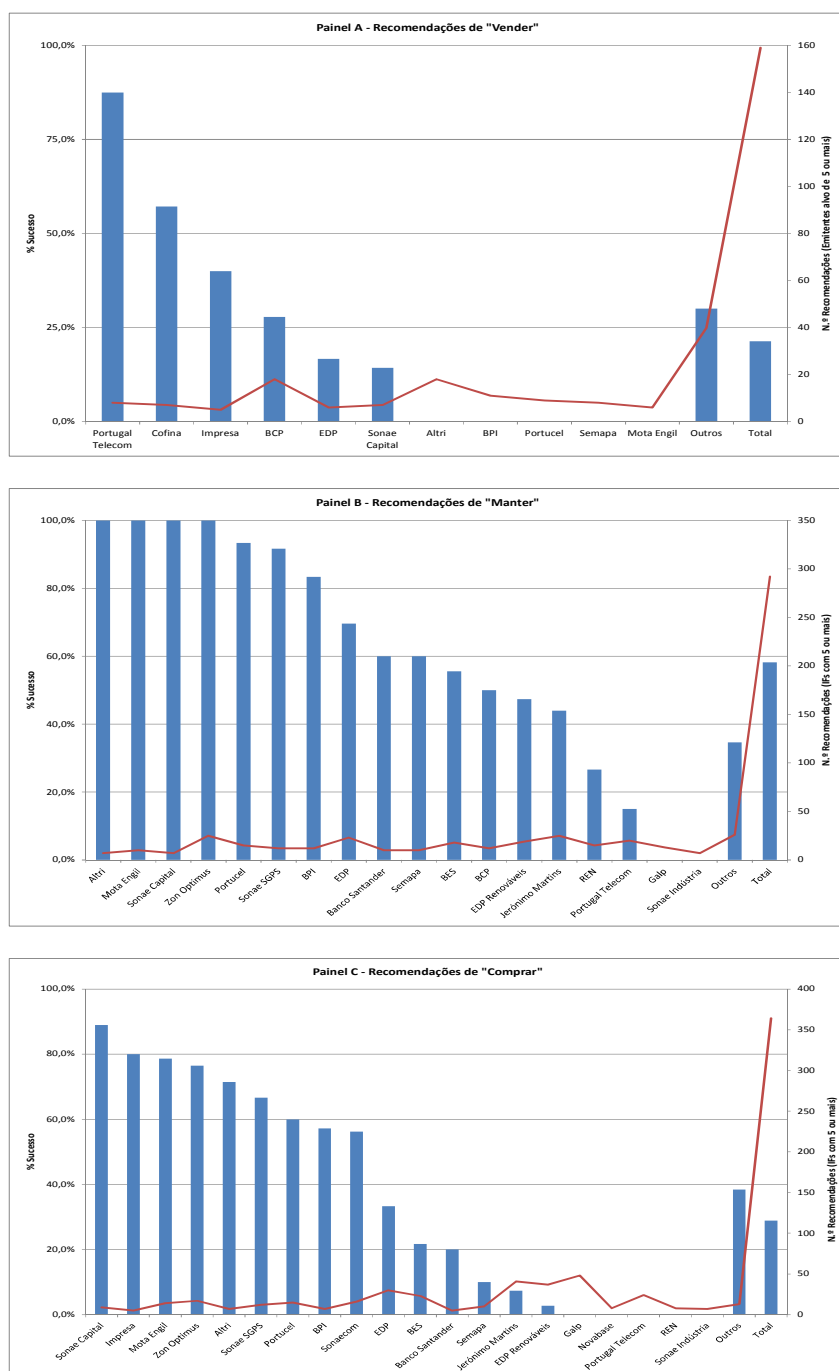
<sup>13</sup> Apenas se consideram as empresas objeto de cinco ou mais recomendações.

**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 reduzido<sup>14</sup>, 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%).

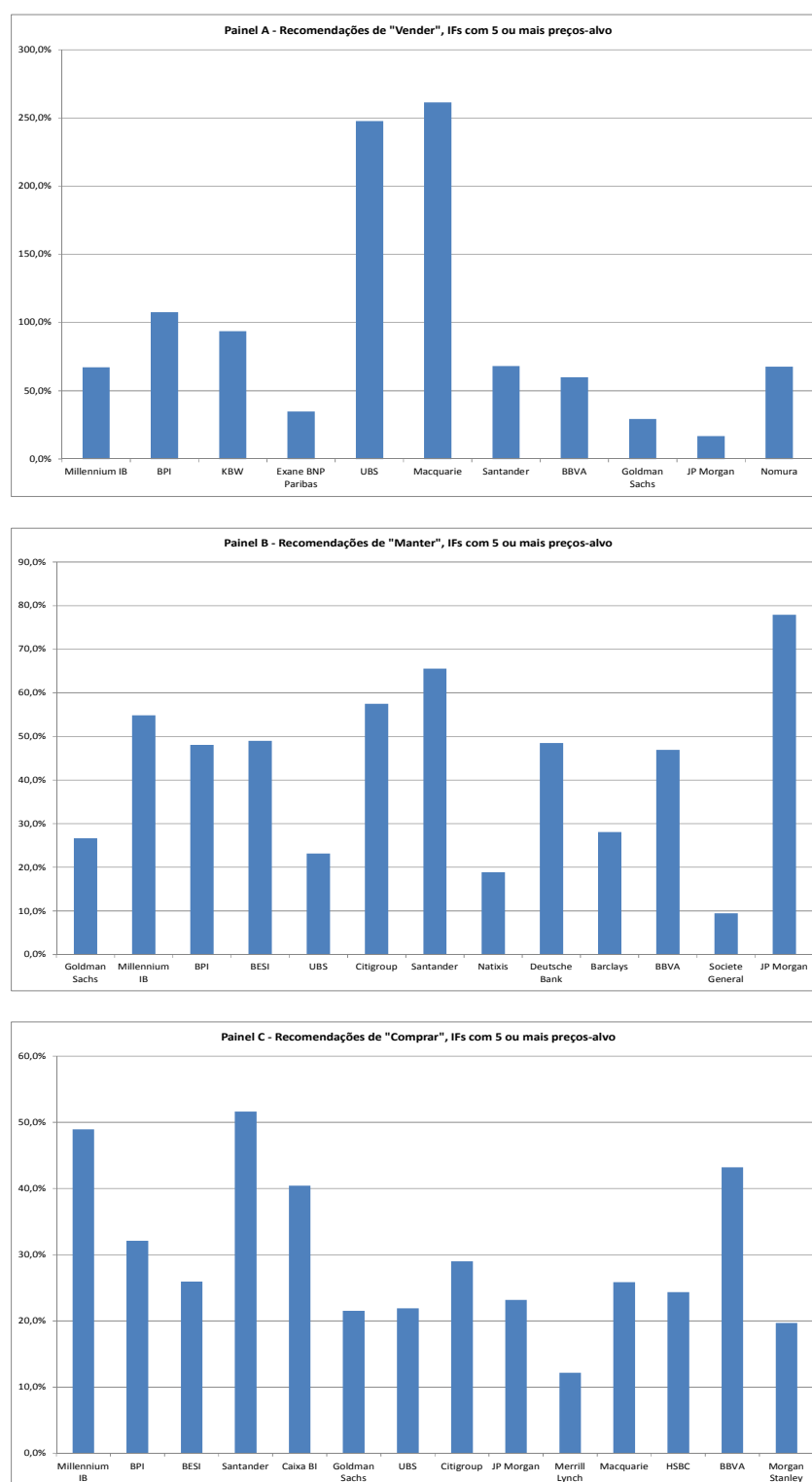
No gráfico seguinte apresenta-se o RMSE por analista e para os diferentes tipos de recomendações. Nas recomendações de vender (Painel A) o intervalo máximo de erro de previsão entre os analistas é elevado pela razão anteriormente explicitada relativamente à Macquarie. Neste tipo de recomendações, a JP 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.

---

<sup>14</sup> Foram apenas considerados os analistas que emitiram cinco ou mais recomendações de investimento.

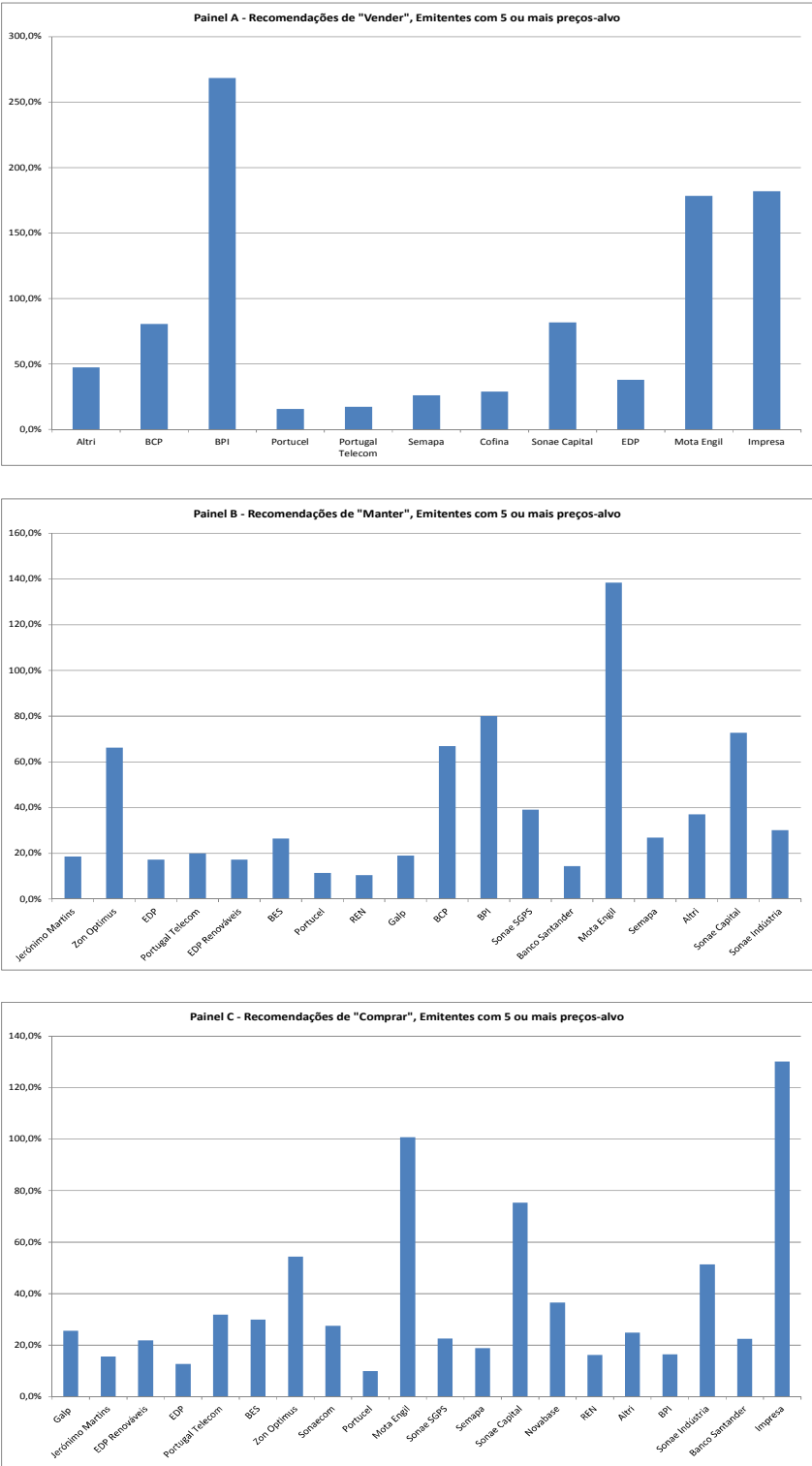
**GRÁFICO 10 – ROOT MEAN SQUARE ERROR POR INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO**



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)**

	<b>Abaixo do Consensus</b>	<b>Acima do Consensus</b>
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**

<b>Intermediários Financeiros</b>		<b>Títulos</b>	
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 emittentes 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**

	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Máximo</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Desvio-Padrão</b>	<b>Coef. de Variação</b>
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**

	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Máximo</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Desvio-Padrão</b>	<b>Coef. de Variação</b>
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**

	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Máximo</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Desvio-Padrão</b>	<b>Coef. de Variação</b>
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**

	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Máximo</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Desvio-Padrão</b>	<b>Coef. de Variação</b>
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.