



Escola de Sociologia e Políticas Públicas

Institucionalização e Culturas de Expertise em  
Análise Financeira em Portugal

Alexandre Manuel Roque Vianna e Silva

Tese especialmente submetida para obtenção do grau de

Doutor em Sociologia

Orientadora:

Doutora Maria Luísa Macedo Ferreira Veloso, Professora Auxiliar do ISCTE  
Instituto Universitário de Lisboa

Março, 2019



**Instituição e Culturas de Expertise em Análise Financeira em  
Portugal**

Alexandre Manuel Roque Vianna e Silva

Tese especialmente elaborada para obtenção do grau de  
Doutor em Sociologia

Júri:

Doutor Carlos Manuel da Silva Gonçalves, Professor Catedrático, FLUP  
Doutor Daniel Alexandre da Silva Seabra Lopes, Professor Auxiliar, ISEG-UL  
Doutora Paula Cristina Gonçalves Dias Urze, Professora Auxiliar, FCT-UNL  
Doutora Ana Cristina Narciso Fernandes Costa, Professora Auxiliar, ISCTE-IUL  
Doutora Maria Luísa Macedo Ferreira Veloso, Professora Auxiliar, ISCTE-IUL

Março, 2019



## **Agradecimentos**

Um conjunto de pessoas deram o seu contributo em várias fases do meu percurso para que fosse possível a concretização desta tese. Devo-lhes algumas palavras de agradecimento.

Agradeço à minha orientadora, a professora Luísa Veloso, a disponibilidade que sempre demonstrou para esclarecer as minhas dúvidas, o seu empenho em sugerir alternativas e encontrar soluções para as dificuldades da investigação e, sobretudo, agradeço-lhe o seu encorajamento à prossecução deste trabalho.

Agradeço às pessoas que aceitaram dispor de parte do seu tempo para conversar comigo e partilhar os dados empíricos necessários à investigação, algumas em contexto de entrevista e outras mais informalmente, e também a todos aqueles que me ajudaram no contacto com os entrevistados e a ultrapassar algumas barreiras à progressão no terreno.

Vários colegas e professores ajudaram a despertar ou alimentaram o meu interesse por esta área de investigação. Agradeço-lhes, e em particular à professora Luísa Oliveira, os conhecimentos que partilharam comigo.

A nível institucional agradeço à Fundação para a Ciência e Tecnologia a bolsa que me foi concedida e ao Centro de Investigação e Estudos de Sociologia as condições de acolhimento que me proporcionou.

Finalmente, agradeço à Elisa, minha companheira, o seu incentivo e apoio, que foram muito importantes para mim.



## Resumo

Este estudo pretende contribuir para o conhecimento sobre as formas de institucionalização da análise financeira enquanto expertise de avaliação do valor de títulos financeiros.

Identificando as principais contribuições teóricas da sociologia para o estudo dos mercados financeiros e seus profissionais, esta dissertação mostra como a análise financeira se enquadra na problemática da mediação das percepções sobre o valor, questão pertinente que atravessa as várias perspetivas da sociologia dos mercados. A análise financeira é considerada também enquanto expertise discutindo-se, com recurso a contributos da sociologia das profissões, a sua emergência e consolidação.

A investigação foca-se no caso do domínio de análise financeira *equities research* em Portugal, destinado a emitir recomendações públicas sobre decisões de investimento em ações. Adotando uma metodologia assente em entrevistas e análise documental, apresenta-se ao longo do trabalho as características desta expertise a partir de várias dimensões de institucionalização, desde o seu corpo de conhecimentos, à sua regulação enquanto atividade e ocupação, à sua prática profissional e respetivos contextos organizacionais.

Os resultados contribuem para a compreensão das novas formas de institucionalização da expertise, demonstrando-se que a análise financeira se caracteriza por uma dinâmica tendencialmente transnacional e por elementos de uma profissionalização típica e elementos de uma profissionalização de tipo empresarial. A investigação contribui também para literatura sociológica sobre culturas de avaliação, evidenciando que as os contextos organizacionais configuram diferentes articulações entre métodos e técnicas de avaliação, formas ocupacionais e reivindicações de legitimidade.

**Palavras-chave:** análise financeira, *expertise*, profissões, mercados



## **Abstract**

This study aims at contributing to the knowledge about forms of institutionalization of financial analysis as an expertise of valuation of financial securities.

Identifying the main theoretical sociological contributions for the study financial markets as its professional, we thereby show that financial analysis pertains to the domain of value perception mediation, a question addressed by different perspectives in the sociology of markets. Drawing from the sociology of professions, we also frame financial analysis as expertise and discuss its origins and development.

This work focuses on the Portuguese market of *equities research*, a type of financial analysis that issues public recommendations on investment decisions in *equity* securities. Adopting a methodology based on interviews and documental analysis we show the features of this expertise along dimensions of institutionalization, starting with its body of knowledge, its regulation as activity and occupation, its practice and the organizational contexts where it unfolds.

The obtained results contribute to the understanding of new ways of expertise institutionalization, and we demonstrate that financial analysis is mainly shaped by a transnational dynamic, as well as elements of a typical professionalization and of a new corporate professionalization. This *research* also contributes to the literature on evaluation cultures by showing that organizational contexts shape different sets of evaluation methods and techniques, different occupational forms, and legitimacy claims.

**Keywords:** financial analysis, expertise, professions, markets



# ÍNDICE

<b>Índice de Quadros</b> .....	<b>ix</b>
<b>Índice de Figuras</b> .....	<b>ix</b>
<b>Glossário de Siglas</b> .....	<b>xi</b>
<b>Introdução</b> .....	<b>1</b>
Analistas e Análise Financeira: delimitação do objeto de estudo .....	1
Métodos de Pesquisa .....	5
Estrutura da dissertação .....	10
<b>Capítulo I: Mercados e Valor na Sociologia</b> .....	<b>13</b>
Introdução .....	13
1.1. Mercados, ordem e cálculo.....	14
1.2. Redes e incrustação .....	16
1.3. Instituições .....	27
1.3.1. Mercados como culturas .....	29
1.3.2. Mercados como política .....	33
1.4. Estudos Sociais da Finança .....	40
1.4.1. Estudos Sociais da Ciência e agência distribuída .....	40
1.4.2. Agenciamentos de mercado, framing e performatividade .....	43
Síntese.....	53
<b>Capítulo II: Análise financeira: das molduras de avaliação às culturas de expertise...</b>	<b>55</b>
Introdução .....	55
2.1. Mediação da informação e molduras de avaliação.....	55
2.2. Culturas epistêmicas, culturas de expertise e culturas de avaliação .....	60
2.3. Profissionalização e institucionalização .....	65
2.4. Emergência e institucionalização da análise financeira .....	70
Síntese.....	75
<b>Capítulo III: O corpo de conhecimentos da análise financeira.....</b>	<b>77</b>
Introdução .....	77
3.1. Percursos de formação .....	77
3.2. Delimitação do universo de formação.....	80
3.3. Formação pós-graduada em análise financeira .....	82
3.3.1. Evolução e caracterização do funcionamento .....	83
3.3.2. Estrutura Curricular .....	90
3.3.3. Influência do contexto relacional das universidades nos padrões de referência dos programas curriculares. ....	98
3.4. Outras Formações.....	103
Síntese.....	106
<b>Capítulo IV: Regulação profissional .....</b>	<b>109</b>
Introdução .....	109
4.1. As principais associações e sistemas de certificação .....	109
4.1.1. APAF, EFFAS e CEFA .....	111
4.1.2. CFA Society, CFA Institute, CFA .....	114
4.1.3. ATM.....	116
4.2. Deontologia profissional e sanções disciplinares.....	117
4.3. Regulação pelo Estado .....	119
4.4. A relação entre Estado e organizações .....	128
4.5. Fechamento ocupacional e credencialismo .....	130
Síntese.....	134

<b>Capítulo V: Mercado Financeiro e Mercado de Trabalho .....</b>	<b>137</b>
Introdução .....	137
5.1. Mercado de análise financeira em Portugal .....	138
5.1.1. Analistas e empresas financeiras .....	138
5.1.2. A criação de um mercado de aconselhamento financeiro.....	149
5.2. Percursos profissionais e processos de recrutamento.....	153
5.2.1. Percursos profissionais.....	153
5.2.2. O recrutamento e seleção como processo de fechamento.....	156
Síntese.....	161
<b>Capítulo VI: Culturas de Expertise e Prática Profissional .....</b>	<b>163</b>
Introdução .....	163
6.1. A definição da ocupação .....	163
6.2. Papel do analista financeiro.....	169
6.2.1. Papel face à organização: divisão do trabalho e utilidade .....	170
6.2.2. Papel face aos clientes: rentabilidade e reflexão.....	173
6.2.3. Papel face aos mercados e sociedade: rentabilidade, eficiência de mercado e desenvolvimento económico .....	177
6.3. Perfis organizacionais .....	183
6.3.1. Departamento de <i>equity research</i> em banco de investimento .....	185
6.3.2. Gestão de ativos em bancos .....	191
6.3.3. Corretagem em empresas de pequena e média dimensão .....	197
Síntese.....	204
<b>Conclusão.....</b>	<b>207</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>219</b>
<b>Fontes .....</b>	<b>229</b>
<b>Anexos .....</b>	<b>I</b>
Anexo I – Guiões de entrevista.....	I
Anexo II - Categorias usadas na análise das entrevistas .....	XV

## ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 0.1 - Entrevistados na categoria profissionais.....	8
Quadro 0.2 - Entrevistados na categoria de representantes associativos.....	8
Quadro 0.3 - Entrevistados na categoria de coordenadores de curso.....	8
Quadro 0.4 - Entrevistados na categoria de jornalistas especializados.....	9
Quadro I.1 - Tipos de “market framing”.....	46
Quadro II.1 - Características da profissionalização empresarial face a modelos tradicionais de profissionalização.....	68
Quadro III.1 - Formação e certificação dos profissionais entrevistados.....	79
Quadro III.2 - Formação pós-graduada na área financeira por sistema de ensino e grau.....	81
Quadro III.3 – Formação pós-graduada por grau e designação do curso.....	82
Quadro III.4 - Duração e ECTS, segundo o grau.....	86
Quadro III.5 - Regime de horário, segundo o grau.....	87
Quadro III.6 - Valor da propina, segundo o grau.....	87
Quadro III.7 - N° de cursos por tema de unidades curriculares (U.C.).....	91
Quadro IV.1 – Sistemas de certificação em análise financeira.....	110
Quadro IV.2 - Filiação associativa e certificação dos profissionais entrevistados.....	111
Quadro V.1 - Recomendações de investimento por nacionalidade do intermediário financeiro .....	141
Quadro V.2 - Intermediários financeiros segundo o tipo de entidade e capital social (euros) .....	141
Quadro V.3 - Número de analistas financeiros e consultores de investimento ao serviço dos estabelecimentos, por atividade económica do estabelecimento e sexo.....	145
Quadro V.4 – Analistas financeiros empregados, por ramo de atividade económica.....	148

## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura III.1 - Centralidade e sobreposição de temas das unidades curriculares.....	96
Figura V.1 - Intermediários registados na CMVM em consultoria para investimento ou análise financeira, segundo o tipo de entidade.....	143
Figura V.2 – Número de analistas financeiros ao serviço dos estabelecimentos na (código 2413 CPP/2010), segundo o escalão etário.....	147
Figura V.3 - Peso da capitalização bolsista no PIB, para o mercado nacional – 1976 - 2000150	
Figura V.4 – Percursos profissionais.....	153
Figura VI.1 - Critérios da definição de analista financeiro nos códigos deontológicos das associações filiadas na EFFAS.....	166



## **GLOSSÁRIO DE SIGLAS**

AACSB - Association to Advance Collegiate Schools of Business

ACIIA - Association of Certified International Investment Analysts

AMBA - Association of MBA's

ANT – Actor-Network Theory

ANT- Actor-Network Theory

APAF – Associação Portuguesa de Analistas Financeiros

APB – Associação Portuguesa de Bancos

ASIF - Asian Securities and Investments Federation

ATM – Associação de Investidores e Analistas Técnicos

BBVA - Banco Bilbao Vizcaya Argentaria

BPI – Banco Português de Investimento

CAPM – Capital Assets Pricing Model

CEFA – Certified European Financial Institute

CESPC - Codes of Ethics and Standards of Professional Conduct

CFA – Chartered Financial Analyst

CFAI – Chartered Financial Analyst Institute

CFO – Chief Financial Officer

CIIA – Certified International Investment Analyst

CMVM – Comissão de Mercado e Valores Mobiliários

CPP – Classificação Portuguesa das Profissões

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DCF – Discounted Cash Flows

DGES – Direcção Geral do Ensino Superior

DMIF – Directiva de Mercados e Instrumentos Financeiros

EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

ECTS – European Credit Transfer System

EFFAS – European Federation of Financial Analysts Societies

EFMD - European Foundation for Management Development

EUA – Estados Unidos da America

FAF – Financial Analysts Federation

FMI - Fundo Monetário Internacional

FRM - Financial Risk Manager

GARP - Global Association of Risk Professionals  
HME – Hipótese dos Mercados Eficientes  
IDEFE - Instituto para o Desenvolvimento e Estudos Económicos, Financeiros e Empresariais  
IEFP – Instituto do Emprego e Formação Profissional  
IFB – Instituto de Formação Bancária  
IFRS - International Financial Reporting Standards  
IFTA - International Federation of Technical Analysts  
ISCAC - Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra  
ISCTE-IUL – Instituto Universitário de Lisboa  
ISEG – Instituto Superior de Economia e Gestão  
ISGB - Instituto Superior de Gestão Bancária  
ISPA – Instituto Superior de Psicologia Aplicada  
MBA – Master in Business Administration  
NES – New Economic Sociology  
NYSE - New York Stock Exchange  
PBS - Porto Business School  
PIB – Produto Interno Bruto  
RPPC - Rules of Procedure for Professional Conduct  
S.G. - Sociedades Gestoras  
UCP – Universidade Católica de Lisboa  
UE – União Europeia  
UNL – Universidade Nova de Lisboa  
VIX – Chicago Board Options Exchange Volatility Index





# INTRODUÇÃO

## **Analistas e Análise Financeira: delimitação do objeto de estudo**

A conceção dos mercados como ordens geradas espontaneamente pela ação voluntária de seres humanos motivados por uma propensão natural para a troca, mesmo no caso de mercados simples de troca direta de mercadorias, foi muito desafiada empiricamente no quadro da antropologia e da historiografia no início do século XX (Polanyi, 1944). Nos mercados atuais, em que as transações assentam em infraestruturas de elevada sofisticação, essa visão é particularmente despropositada, dada a saliência do enorme esforço humano para os construir e manter.

Os estudos sociológicos sobre os mercados têm mostrado como em lugar de uma ordem espontânea e natural, a possibilidade de existência de trocas mercantis de forma continuada e estável é apenas possível na medida em que ocorrem no quadro de estruturas de relações que promovem a confiança (Granovetter, 1985), normas e crenças institucionais (Fligstein, 1998), assim como teorias e tecnologias que definem agentes e objetos de transação (Callon, 1998; MacKenzie, 2006). Apesar de vários pontos de divergência<sup>1</sup> entre as várias perspetivas teóricas que têm incidido sobre os mercados, é possível encontrar uma problemática comum em torno das questões da ordem e do cálculo (ver capítulo I), problemática que tem sublinhado a existência de elementos mediadores que estruturam as perceções sobre agentes e produtos nos mercados – e que podem ser de natureza muito diversa, tais como as características morfológicas das redes em que se inserem os agentes (White, 1981), intermediários de informação (Zuckerman, 1999), ou a grelhas de leitura criadas por normas, crenças (Abolafia, 1998) ou teorias e objetos (MacKenzie, 2006). Uma destas formas de mediação que cremos ser particularmente relevante é a que diz respeito à avaliação<sup>2</sup> de produtos, ou seja, à apreciação do valor das mercadorias que, no caso dos mercados financeiros, embora distribuída por vários atores e saberes, está explicitamente identificada enquanto expertise sob a designação de análise financeira.

---

<sup>1</sup> Para uma exposição dos principais pontos de divergência e convergência entre as várias perspetivas da sociologia dos mercados ver Fligstein & Dauter, 2007.

<sup>2</sup> Em inglês existe uma distinção entre avaliação no sentido geral (*evaluation*) e avaliação no sentido restrito de apreciação do valor (*valuation*). É a este último sentido do termo avaliação que nos referimos ao longo desta dissertação.

Na última década, a análise financeira tem sido objeto de alguma atenção no quadro da sociologia dos mercados, sobretudo a partir de perspetivas que se aproximam da sociologia do conhecimento e da ciência. Estes estudos têm procurado descrever como é que a análise financeira se caracteriza enquanto conhecimento aplicado, enfatizando aspetos como a construção de categorias de análise e analogias (Beunza & Garud, 2007) ou o carácter interpretativo do seu projeto epistémico (Knorr-Cetina, 2011). Essa linha de análise, sustentada em investigações de frequente orientação etnográfica, tem fornecido importantes pistas sobre o papel funcional da análise financeira nos mercados financeiros, mas também sobre a forma como o conhecimento é produzido pelos profissionais, contribuindo simultaneamente para o corpo de perspetivas e reflexões da sociologia económica e da sociologia do conhecimento. No entanto, com poucas exceções (Wansleben, 2012; Fogarty & Rogers, 2005) este conjunto de estudos da sociologia dos mercados tem ignorado a longa produção teórica sobre as profissões que tem como uma das suas preocupações centrais precisamente a análise da institucionalização do conhecimento enquanto expertise profissional. Essa lacuna torna-se especialmente visível a partir da perspetiva de Preda (2009)<sup>3</sup>, o qual atribui um papel importante a determinados grupos ocupacionais, com destaque para os analistas, na construção de fronteiras de observação e de legitimidade nos mercados financeiros e que estabelece uma relação de mútua sustentação entre a legitimidade dessas fronteiras e o estatuto profissional dos profissionais que as constroem. Além disso, a análise financeira é sempre um conhecimento institucionalizado, ou seja, existe enquanto conjunto de preposições de ligação entre conceitos e indicadores, mas também regras para a sua utilização e mecanismos de reprodução e atualização de conhecimento, que são elementos socialmente reconhecidos e relativamente estáveis no tempo.

A fim de delimitar o objeto desta pesquisa importa começar por definir brevemente o que se entende por análise financeira, e de que forma as designações de análise financeira e analista financeiro comportam elas próprias uma tensão que é consonante com a dupla perspetiva profissão/expertise que se irá utilizar.

O termo análise financeira era no início da década de 1980 utilizado com um sentido muito abrangente e referia-se a qualquer atividade de análise de informação financeira em qualquer tipo de sector de atividade. Um sentido um pouco mais restrito está patente na definição que é utilizada pela Associação Portuguesa de Analistas Financeiros (APAF):

(...) actividade que, a título profissional, envolva a elaboração e emissão de recomendações de investimento, através de relatórios de análise financeira ou de outros

---

<sup>3</sup> Este aspeto é desenvolvido na secção 2.1.

documentos informativos, que se destinem a canais de distribuição ou ao público. (APAF, 2016).

Já o termo inglês *financial analysis*, ou em alternativa *securities analysis*, refere-se especificamente à atividade de avaliação de ativos financeiros. É este último sentido do termo que é, mesmo em Portugal na atualidade, mais utilizado na legislação, e refere-se aos profissionais que realizam esta atividade no domínio financeiro, especificamente os que avaliam ativos financeiros. A avaliação de ativos financeiros é um aspeto central dos programas curriculares que se destinam a formar analistas financeiros em Portugal ou dos programas de certificação internacionais mais procurados. É nesta aceção mais restrita que se irá utilizar o termo análise financeira ao longo da presente dissertação.

Enquanto prática profissional, a análise financeira corresponde a realidades diversas e de fronteiras permeáveis. Os conhecimentos sobre avaliação de ativos financeiros que são lecionados na formação universitária portuguesa são utilizados na prática profissional em várias ocupações. Vários profissionais do sector financeiro, como gestores de ativos ou *traders* usam a análise financeira no seu trabalho, mas não definem a sua ocupação como analistas. Por outro lado, os analistas financeiros que melhor correspondem ao arquétipo da profissão, os *equity research analysts*, realizam várias atividades que não são definidas como análise financeira. Acresce ainda que, além da análise financeira que identificamos como o padrão mais comum no ensino universitário, existem ainda outras modalidades de avaliação a que corresponde a função de analista financeiro.

O objeto de pesquisa desta dissertação não se encontra, portanto, isoladamente nas categorias "análise financeira" e "analista financeiro" (no sentido de *securities analyst*) mas no cruzamento das duas. No mesmo sentido, em termos teóricos, existindo evidentemente vantagens na separação analítica entre profissão e conhecimento, de forma e conteúdo, a análise simultânea dessas duas dimensões da expertise profissional permite a identificação de elementos de ligação entre a sua qualidade de conhecimento e a sua qualidade de instituição social<sup>4</sup>. Pretende-se assim beneficiar da conjugação de duas perspetivas para abordar simultaneamente os dois níveis de análise referidos: partir dos contributos da sociologia das

---

<sup>4</sup> Para usar uma analogia familiar: um sociólogo não poderia fazer nada sem as proposições teóricas e metodológicas que constituem o seu corpo de conhecimento e sem instituições como centros de investigação e associações profissionais que permitem definir qual é o papel social do sociólogo . Por outro lado, a forma como se organiza um centro de investigação em sociologia é também dependente dos objetivos de investigação e das metodologias que a disciplina, enquanto corpo de conhecimento, considera serem adequadas.

profissões como grelha de leitura do processo de institucionalização da análise financeira como atividade ocupacional; e tomar a sociologia dos mercados financeiros como grelha adicional, mais centrada na atividade de análise financeira enquanto dispositivo epistémico.

O aspeto central destacado nos manuais de análise financeira, por exemplo Graham & Dodd (1934) ou Damodaran (2006), é a avaliação do valor. Podendo ter vários sentidos, a noção de valor do domínio financeiro comporta sempre uma dimensão comparativa do seu potencial, orientada para o futuro. No caso dos tipos de metodologias de análise financeira mais comumente associados aos programas de certificação do ensino universitário, o valor pode referir-se ao fluxo de receitas futuras que esse ativo é capaz de gerar<sup>5</sup>. Esse significado inclui um critério de aferição da desejabilidade de um possível investimento, permitindo a comparação entre investimentos, e uma definição de qual deve ser o objeto da “avaliação do valor”, que não é, segundo esta definição, uma qualidade estática, mas dependente de expectativas face ao futuro. É uma evidência que não precisa de mais justificação o facto de em muitos ativos (financeiros e não financeiros) as receitas passíveis de serem geradas poderem ser influenciadas por uma série de causas de elevadíssima complexidade e algumas delas de natureza não antecipável. A formação de expectativas na base das quais se podem desenhar cursos de ação no domínio financeiro caracteriza-se por isso por aquilo que Knight (1971) designa por risco e incerteza (risco cuja probabilidade não é calculável). Os possíveis cursos de ação disponíveis para um agente que se posiciona no quadro desta definição de valor são, assim, determinados pela identificação das características relevantes de um ativo e pela estimativa das probabilidades, em sentido estrito e num sentido mais trivial<sup>6</sup>, associadas a vários acontecimentos futuros que podem influenciar os fluxos de receitas geradas.

A partir desta aceção de valor é possível introduzir mais claramente uma definição prévia de análise financeira que servirá para expor o objeto desta pesquisa.

---

<sup>5</sup> A discussão sobre se os agentes realmente agem na base desta definição de valor não pode ser excluída à partida e deve ser tomada como uma questão de grande relevância a ser respondida por estudos empíricos, mas não é relevante neste contexto. Aqui toma-se essa definição de valor como parte constitutiva da representação dos mercados financeiros que é mobilizada pela noção de análise financeira.

<sup>6</sup> Como se irá argumentar no capítulo VI embora o cálculo de probabilidades seja uma importante ferramenta viabilizada pela matematização da teoria financeira, a probabilidade de alguns acontecimentos tem de ser estimada, por vezes até de forma intuitiva.

Análise financeira consiste numa atividade e domínio de conhecimento institucionalizado que incide sobre a aferição das características relevantes dos ativos financeiros e estimativa de possíveis acontecimentos futuros que influenciem a rentabilidade desses ativos. O uso do qualificativo institucionalizado refere-se sobretudo a duas dimensões: primeiro, ao facto de se tratar de um domínio de conhecimento cujos traços fundamentais são transversalmente reconhecíveis, por exemplo nos vários programas de formação existentes a nível internacional, e estáveis, no sentido em que se mantêm ao longo do tempo; segundo, ao facto de esse conhecimento e prática se reproduzir com recurso a dois mecanismos principais, a saber, a formação académica e certificação profissional e os padrões de prática profissional que vigoram em várias organizações e têm em comum um conjunto de expectativas relativamente ao que é a análise financeira e o que são as ocupações profissionais que utilizam esse domínio de conhecimento.

As questões de pesquisa que orientam esta tese podem, portanto, ser formuladas da seguinte forma:

Quais as condições de institucionalização da análise financeira enquanto expertise profissional em Portugal?

Como é que essas condições criam uma cultura epistémica de construção social do valor?

Do ponto de vista da definição do objeto empírico importa ainda ter em conta que à pluralidade de ativos financeiros passíveis de serem avaliados correspondem algumas metodologias comuns e outras diferenciadas. Por esse motivo, e também devido a constrangimentos de acesso ao terreno de pesquisa<sup>7</sup>, de forma a limitar o universo alvo de inquérito, propomo-nos considerar a análise financeira de ações, seja esta exercida em exclusividade ou em acumulação com outros títulos, por exemplo no caso de fundos de investimento que incluem várias classes de ativos.

## **Métodos de Pesquisa**

A estratégia metodológica foi definida tendo em consideração as questões colocadas na secção anterior sobre a delimitação do objeto de estudo e alguns dados recolhidos a nível exploratório.

O primeiro passo realizado em concomitância com a revisão da literatura foi a realização de contactos exploratórios, incluindo a recolha não sistemática de legislação, leitura de

---

<sup>7</sup> Notámos por exemplo que a análise de obrigações era um domínio de mais difícil acesso.

documentos no site da Comissão de Mercado e Valores Mobiliários (CMVM) e da APAF, e também a realização de duas entrevistas, uma com um *trader* de um banco de investimento e outra com um coordenador de um mestrado de finanças que voltámos a entrevistar mais tarde no quadro do programa de entrevistas posteriormente definido.

Esta fase permitiu identificar genericamente as principais áreas de intervenção dos analistas nos mercados financeiros, assim como os principais atores intervenientes nesta área a nível de regulação, formação e certificação. Foi identificada a necessidade de obter um conjunto de informação não só sobre a prática profissional dos analistas, mas também sobre a formação em análise financeira, a regulação profissional, incluindo o papel do Estado e das associações.

A opção por uma estratégia qualitativa ou quantitativa não teve nenhuma orientação necessária à partida, já que o facto de se considerar atores diversos e diferentes níveis de análise, determina que essa opção se faça de acordo com as requisitos de cada momento. A nível da formação e regulação, a dimensão do campo empírico suscitou desde logo a opção por um tratamento qualitativo já que estava em causa um número pequeno de instituições universitárias e associativas.

No caso dos elementos relativos à prática profissional, a escolha por uma metodologia qualitativa requer maior justificação. Em primeiro lugar as questões de partida remetem para a identificação de uma diversidade de dinâmicas sociais associadas à prática profissional. A prática profissional é entendida neste contexto como a aplicação de um conjunto de competências, recursos físicos e organizacionais à resolução de problemas ou a tarefas comuns. O grau de variabilidade da prática profissional assim entendida era presumível<sup>8</sup> mas essencialmente desconhecida. O tipo de pesquisas que se têm produzido no domínio da prática profissional e em especial a partir da noção de culturas de expertise, que se abordará nos próximos capítulos, têm-se caracterizado por um elevado detalhe da recolha de informação obtida em geral através de métodos etnográficos, mas tratam-se de estudos que têm um enfoque empírico mais restrito. Inicialmente tinha sido planeada a realização de trabalho etnográfico, sobretudo dirigido para a produção de informação relacionada com a prática profissional que se explora no capítulo VI. Dois motivos ditaram o abandono desta componente. Em primeiro lugar a dificuldade em obter o acordo para esse efeito, sendo importante notar que o domínio do investimento financeiro se regula por uma atenção particular a questões de sigilo e quebra de confiança que tornam difícil o acesso. Em segundo lugar a reorientação da investigação que,

---

<sup>8</sup> No sentido em que existe alguma informação sobre a prática profissional em biografias, fóruns de internet, artigos em jornais e nas próprias descrições da literatura sociológica.

estando primeiramente focada mais nas questões sobre molduras de avaliação (ver capítulo II) suscitadas pela literatura da sociologia dos mercados financeiros, passou a ter uma componente maior ligada às questões da profissionalização, o que requeria mais atenção a informação obtida por via de análise documental e de realização de entrevistas.

Foram definidos quatro tipos de destinatários a entrevistar: profissionais, coordenadores de programas de pós-graduação em análise financeira, representantes de associações e jornalistas da área financeira. Os guiões de entrevista foram produzidos de acordo com os quatro tipos de entrevistado, sendo constituídos por um corpo de questões comuns e um conjunto de questões específicas<sup>9</sup>.

Nas entrevistas a profissionais, (ver quadro 0.1) foi necessário ter em consideração os seguintes critérios de seleção orientados pelo princípio de aceder a uma diversidade de entrevistados: tipo de instituição (banco, empresa de investimento), tipo de negócio (*buy side*, *sell side*), tipos de ocupação (não especificado inicialmente), idade, (menores e maiores de 35 anos)<sup>10</sup>. Foram realizadas nove entrevistas a profissionais, tendo adicionalmente um deles (EP10) também sido entrevistado na qualidade de representante associativo.

Relativamente às entrevistas a representantes associativos (ver quadro 0.2) não havia necessidade de seleção por se ter determinado com a recolha exploratória existirem duas associações e que estas representavam também os dois principais sistemas de certificação em Portugal. Adicionalmente identificou-se uma outra associação, mas menos ligada aos processos de certificação. Existem ainda várias associações que intervêm no domínio financeiro mas não têm uma relação com delimitação ocupacional como as duas selecionadas. Após contacto com as duas associações, cada uma indicou um membro que foi entrevistado na qualidade de informante privilegiado relativamente ao funcionamento da associação e certificação associada.

---

<sup>9</sup> Os guiões de entrevista estão incluídos no anexo 1.

<sup>10</sup> Além disto procurou-se selecionar profissionais de ambos os sexos, mas à exceção de uma analista financeira que insistiu em responder por escrito, não foi possível cumprir esse critério. Do ponto de vista dos objetivos da investigação era útil ter pessoas de várias idades, de modo a, a partir daí, poder obter alguma informação acerca da evolução da ocupação em Portugal. Mas no que respeita ao género os objetivos de investigação não requeriam a necessidade de adotar esse critério.

### Quadro 0.1 - Entrevistados na categoria profissionais

Código	Idade	Sexo	Ocupação (designação formal)	Organização	Nível de habilitações
EP1	56	M	<i>Head of equities</i>	Banco de investimento	Pós-graduação
EP2	41	M	Gestor de fundos	Banco (SGFIM)	Pós-graduação
EP3	40	M	Gestor de ativos	Banco de investimento	Pós-graduação
EP4	40	M	Analista	Banco de investimento	Frequência de licenciatura
EP5	38	M	Corretor	Sociedade de corretagem	Licenciatura
EP6	34	M	Analista de <i>equity</i>	Banco de investimento	Pós-graduação
EP7	30	M	Analista de <i>equity</i>	Banco de investimento	Licenciatura
EP8	30	M	Gestor de fundos	Banco (SGFIM)	Licenciatura
EP9	28	M	Gestor de conta/ analista de mercado	Sociedade de corretagem	Licenciatura
EP10	36	M	Gestor de risco	Sociedade Gestora de Patrimónios	Licenciatura

Legenda: SGFIM – Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário

### Quadro 0.2 - Entrevistados na categoria de representantes associativos

Código	Ocupação	Organização
EA1	Membro da Direção	APAF
EP10	Membro fundador	CFA Society Portugal

No caso das entrevistas aos coordenadores, o único fator de orientação foi a diversidade cursos e instituições universitárias, tendo-se usado os seguintes critérios: região (Lisboa, Porto e resto do país), tipo de instituição (privada, pública), grau do curso (pós-graduação, mestrado), designação do curso (finanças, análise financeira).

### Quadro 0.3 - Entrevistados na categoria de coordenadores de curso

Código	Curso/ estabelecimento de ensino	Tipo de curso	Designação	Região
EC1	MAF-ISCAC	Mestrado	Análise Financeira	Coimbra
EC2	MIF-ISGB	Mestrado	Finanças	Lisboa
EC3	MIF-UCP	Mestrado/ Mestrado Executivo	Finanças	Lisboa
EC4	PGAF-ISEG	Pós-graduação	Análise Financeira	Lisboa
EC5	PGAF-PBS	Pós-graduação	Análise Financeira	Porto

Foram ainda realizadas duas entrevistas a jornalistas da área financeira. Apesar de menos utilizadas como fontes de citação ainda assim estas entrevistas foram fundamentais para a investigação por instigarem várias pistas de inquirição, e apontarem fontes para outros tipos de informação.

#### **Quadro 0.4 - Entrevistados na categoria de jornalistas especializados**

<b>Código</b>	<b>Ocupação</b>
EJ1	Editor da secção mercados em jornal
EJ2	Editor de economia em jornal

As entrevistas foram gravadas e transcritas integralmente. A análise foi efetuada com recurso a programa informático MaxQDA, através do qual se associaram excertos das entrevistas e respetivas notas primeiro a um grupo de categorias correspondentes a dimensões de análise (ver anexo 2) e depois a subcategorias que emergiram no decurso do processo. Posteriormente esses grupos de excertos e notas foram novamente considerados à luz das necessidades analíticas decorrentes da organização e escrita da dissertação.

Outra componente do trabalho empírico consistiu em análise documental. Neste âmbito foi recolhida legislação considerada diretamente pertinente para a regulação da análise financeira, assim como estatutos e códigos deontológicos das associações e entidades de certificação. Foram também recolhidos dados sobre número de inscritos, brochuras e programas curriculares dos cursos universitários de nível pós-graduado em análise financeira e finanças, assim como dos programas de certificação. Além disso foi ainda recolhido de forma não sistemática um conjunto de informação com o objetivo de complementar ou colmatar lacunas na informação e que incluiu páginas *web* de intermediários financeiros e de empresas cotadas em bolsa, literatura financeira e sobre analistas, estudos da CMVM<sup>11</sup> e relatórios de análise financeira.

Finalmente, usaram-se também alguns dados estatísticos relativos aos analistas, em particular a partir dos Censos 2011 e Quadros de Pessoal (GEP/MTSSS) tendo os dados sido obtidos a pedido, dado o nível de desagregação. Outro conjunto de dados quantitativos utilizados refere-se aos registos da CMVM, a partir dos quais se obteve informação sobre o número e tipo de intermediários financeiros, e número de analistas e consultores para investimento.

---

<sup>11</sup> Incluídos na bibliografia.

## **Estrutura da dissertação**

O decorrer da investigação conduziu frequentemente à constatação, nada invulgar, de que as várias dimensões de análise se entrecruzam e que aspetos de uma dada dimensão têm de ser relacionados com outra que definimos à partida como autónoma. Para dar um exemplo, o fechamento ocupacional é um tema no qual se cruza a regulação pelo Estado, a intervenção das associações e sistemas de certificação, assim como as dinâmicas de recrutamento no mercado de trabalho. Essa lógica de ramificação da análise, que é uma característica comum das investigações, adequa-se por vezes facilmente a uma lógica de leitura sequencial. Em certas ocasiões isso não acontece e nessas a mera reprodução em escrita da lógica da análise conduziria rapidamente a constantes repetições de blocos de texto, de elementos que fazem parte de dada dimensão, mas também daquela outra. Assim sendo, o corpo da dissertação começa por situar o problema num quadro teórico geral e depois de forma mais particular, seguindo-se a apresentação de resultados empíricos organizada de acordo com quatro temas que, não correspondendo exatamente a dimensões de análise, constituem uma solução de compromisso entre a organização analítica e a sua legibilidade.

No primeiro capítulo faz-se um enquadramento geral das principais correntes teóricas e investigações empíricas que no quadro da sociologia dos mercados se têm dedicado aos temas financeiros. Esse enquadramento procura também focar-se especialmente na problemática das molduras de interpretação (Preda, 2007) e situar a análise financeira nessa problemática. No segundo capítulo aprofunda-se a problemática das molduras de avaliação, inserindo-a numa discussão sobre as culturas de expertise e integrando-a na literatura sociológica sobre ocupações e profissões, estabelecendo uma ligação teórica entre esta e a sociologia dos mercados financeiros. Por fim faz-se um enquadramento da institucionalização da análise financeira complementando a descrição da literatura com pesquisa própria. No terceiro capítulo faz-se uma caracterização da formação em análise financeira em Portugal identificando as principais instâncias de reprodução de conhecimento, em particular o ensino pós-graduado em finanças e análise financeira, e descrevendo a relação entre estas instituições e os sistemas de certificação. No quarto capítulo aborda-se o tema da regulação profissional explicando a relação entre organizações associativas, organizações de certificação e o Estado, e interpretando estas dinâmicas no que respeita ao fechamento ocupacional. No quinto capítulo, centrado no mercado de trabalho e organizações empregadoras parte-se de um enquadramento providenciado pelos percursos profissionais dos entrevistados e pelo desenvolvimento histórico do aconselhamento financeiro em Portugal para depois se caracterizar quantitativamente o domínio empresarial e

ocupacional da análise financeira e focando-nos por fim nos processos de recrutamento. No capítulo sexto aborda-se a prática profissional em análise financeira e culturas de expertise. Nesta parte centramo-nos primeiramente nas definições de analista, enquanto classificações formais e identitárias e depois enquanto conjunto de expectativas que orientam a função do analista face à organização onde trabalha, aos clientes e aos mercados e sociedade em geral, aspetos que se cruzam também com questões relacionadas com a ideologia profissional e legitimidade. De seguida apresentam-se três perfis organizacionais que procuram mostrar como os enquadramentos organizacionais, a sua dimensão e orientação de negócio, a diferenciação interna e autonomia funcional e as várias combinações de metodologias, modos de interpretação e recursos constituem formas diferentes de análise. Por fim, na conclusão sumarizam-se os principais resultados da investigação a partir da noção de institucionalização da análise financeira e as implicações da investigação no quadro de uma discussão sobre a noção de culturas de expertise.



# CAPÍTULO I: MERCADOS E VALOR NA SOCIOLOGIA

## Introdução

Neste capítulo pretende-se expor as linhas gerais de uma sociologia dos mercados especificamente interessada no domínio financeiro, daquilo que partilha com a sociologia dos mercados em geral e daquilo que lhe é específico<sup>12</sup>. O conjunto definido desta forma é, contudo, ainda assim, impraticável de considerar na sua totalidade sem ser resumido ao ponto da superficialidade, uma vez que, quer a nível teórico, quer empírico, é suficientemente diferenciado para que as categorias que se possam utilizar na sistematização desse corpo façam justiça ao que nelas se inclui. Além disso, o propósito da revisão da literatura que se segue é, além de expor um domínio de estudos (o que, dada a estranheza do objeto no panorama da sociologia em Portugal, pode ser considerado também um objetivo por si próprio), situar o nosso objeto avançando com a estruturação de dimensões de análise e conceitos que sejam pertinentes para o modelo de análise utilizado.

Assim, a exposição da revisão da literatura segue a seguinte organização: em primeiro lugar no ponto 1.1, uma vez que os mercados são um domínio de análise ocupado por várias disciplinas, explica-se em que consiste uma visão sociológica dos mercados, o que lhe é específico e o que motiva a sua génese e desenvolvimento nos últimos 30 anos; em segundo lugar, nos pontos 1.2 a 1.4, mantendo alguma coerência com a sistematização que tem sido utilizada na maior parte das sínteses que têm sido feitas sobre o tema da sociologia dos mercados, são expostos os principais fundamentos teóricos de cada perspetiva e referidos alguns exemplos da sua aplicação ao estudo dos mercados financeiros. Esta organização permite traçar uma revisão geral da literatura sociológica sobre mercados financeiros - seguindo em geral a apresentação sequencial de autores - e ir introduzindo os conceitos e contributos de cada autor mais úteis para definir a problemática central e transversal aos três conjuntos de perspetivas apresentadas na qual se situa o nosso objeto de estudo, realizando-se sínteses pontuais que procuram articular as posições de vários em autores relativamente à problemática central. Além disso, ao longo das várias secções será dada especial atenção aos elementos que

---

<sup>12</sup> Isto significa que, ao circunscrevermo-nos ao domínio empírico financeiro se exclui à partida uma grande quantidade de produção da sociologia económica e dos mercados e que, ao centrarmos-nos teoricamente no universo da sociologia dos mercados, excluimos uma parte da produção de literatura sobre temas financeiros, como é o caso, por exemplo, da sociologia do dinheiro e do crédito de inspiração simmeliana (Zelizer, 1998).

são particularmente relevantes para o nosso objeto empírico, a análise financeira, ou seja, a mediação dos mercados, a noção de molduras de percepção partilhadas e a categorização de agentes e produtos.

### **1.1. Mercados, ordem e cálculo**

Acompanhando a classificação proposta por Fligstein & Dauter (2007) e que nos parece ser a mais consensual – e relativamente próxima das sínteses de Preda (2007a) e também de Fourcade, (2007) – consideramos que a sociologia económica e mais especificamente a sociologia dos mercados tem-se socorrido maioritariamente de três grelhas teóricas principais para conceptualizar os mercados: redes e incrustação, com foco nas relações entre atores; instituições, focadas na contextualização do conhecimento e ação por regras de mercado, poder e normas; performatividade, concebendo a ação económica como resultado de processos de cálculo envolvendo tecnologias e artefactos. Apesar das diferenças entre estas várias grelhas teóricas no que respeita à forma de teorizar os mercados, é possível identificar duas questões comuns a todas elas, que estão diretamente relacionadas com a problematização sociológica da análise financeira, e que podem ser expressas da seguinte forma: a) Como se mantém uma ordem de mercado, ou seja, o que é que torna possível a coordenação dos agentes e a estabilidade dos mercados? b) Como é que os agentes calculam as suas decisões, em particular a avaliação de outros agentes e produtos?

Nas respostas a estas questões, as várias correntes sociológicas têm procurado conceptualizar os mercados partindo de pressupostos diferentes dos que têm sido comumente utilizados na maior parte da literatura económica na sua vertente neoclássica, que de acordo com Portes (2010:14) recorre a um conjunto de pressupostos simplificadores da natureza humana e que possibilitam a construção de modelos matemáticos complexos. Na sua discussão sobre o que define a economia neoclássica, Lawson (2013:949) cita algumas interpretações sobre quais são esses pressupostos mostrando que, apesar de ênfases diferenciadas por parte de vários autores, existem alguns temas comuns, sobretudo relacionados com as noções de agência e racionalidade. Segundo este autor, Weintraub identifica três postulados:

1. People have rational preferences among outcomes.
2. Individuals maximize utility and firms maximize profits.
3. People act independently on the basis of full and relevant information. (Weintraub, 2002, cit. por Lawson, 2013).

Já Arnperger e Varoufakis (2006, cit. por Lawson, 2013) consideram a existência de três fundamentos da economia neoclássica: individualismo metodológico, instrumentalismo

metodológico e equilíbrio metodológica. A partir de Gary Becker, Hodgson (1999, cit. por Lawson, 2013) a identifica os seguintes traços:

(1) assumes rational, maximizing behaviour by agents with given and stable preference functions, (2) focuses on attained, or movements towards, equilibrium states, and (3) is marked by an absence of chronic information problems. (Lawson, 2013: 949).

Para os objetivos desta reflexão, destaca-se destas três listas o consenso dos autores em imputar à economia neoclássica o pressuposto da existência de agentes independentes e racionais que maximizam a utilidade a partir de informação relevante e disponível. Assim, postula-se que os agentes são racionais no sentido em que as suas decisões procuram maximizar a utilidade a partir de uma ordem de preferências pré-estabelecida, e postula-se que a agência é independente no sentido em que os agentes são individualmente maximizadores a partir dessa ordem de preferências estável.

Ao tomarmos as mencionadas três abordagens sociológicas sobre os mercados financeiros como constituindo um objeto de estudo que se contrapõe ao objeto que é criado por estes pressupostos, importa ressaltar que, ao centrarmo-nos em duas visões sobre agência e racionalidade, apesar de uma ser dominante na economia e outra dominante na sociologia, está-se a ignorar a multiplicidade de perspetivas alternativas existentes em ambas as disciplinas. Os pressupostos referidos anteriormente não são subscritos por alguns autores da economia pós-Keynesiana, da economia institucionalista (antes do novo institucionalismo), da economia marxista e mesmo da economia comportamental. Além disso, a atribuição de racionalidade maximizadora e de agência independente aos indivíduos é uma propriedade de algumas áreas da sociologia, sobretudo inspiradas na teoria da escolha racional (Boudon, 2003) e na sociologia computacional, como no caso dos *agent based models* (Bianchi & Squazzoni, 2015).

O que as três perspetivas sociológicas sobre os mercados oferecem em alternativa são conceções em que a agência individual não é independente do contexto e a racionalidade é complexa e situada, variando por exemplo de acordo com a posição na rede de relações, com a cultura das instituições, ou, radicalmente, o próprio contexto é considerado como sendo constitutivo do agente. Ao longo deste capítulo pretende-se dar conta de como estas várias abordagens sociológicas têm respondido às questões enunciadas anteriormente sobre os mercados e quais as consequências dessas respostas para a forma como se pode entender a análise financeira.

## 1.2. Redes e incrustação

A primeira abordagem corresponde ao que se convencionou designar por Nova Sociologia Económica e que tem como elementos fundamentais da sua conceptualização dos mercados a noção de incrustação das relações económicas nas relações sociais e a figura da rede como metáfora para as relações entre agentes de um mercado. Apesar de a maior parte dos estudos que se enquadram nesta designação incidirem sobre a economia não financeira, esta perspectiva é não só importante por ter relançado o interesse da sociologia pelos mercados e criado um argumento a favor da reclamação destes enquanto objetos de estudo da sociologia, como constitui uma base sobre a qual os estudos mais focados no domínio financeiro puderam aprofundar conceptualizações, mesmo quando, como se irá ver, se posicionam criticamente face a esta. Do ponto de vista teórico, há duas ideias fundadoras que vão guiar os quase todos os trabalhos nesta área durante os anos 80 e grande parte dos anos 90:

1 - As relações económicas têm lugar no quadro de uma estrutura de relações sociais que as condicionam.

2 - Os mercados podem ser conceptualizados como redes sociais em que os agentes se observam reciprocamente de forma a obter informação sobre preço, qualidade e fiabilidade dos produtos.

A ideia referida na primeira ideia fundadora referida foi articulada numa formulação influente no artigo de 1985 da autoria de Mark Granovetter que é habitualmente considerado como o momento fundador da Nova Sociologia Económica. Neste texto o autor recupera o debate<sup>13</sup> entre a antropologia formalista, que afirma a autonomia dos mercados face à variação das especificidades históricas e culturais, e a antropologia substantivista, que afirma o carácter histórica e culturalmente situado dos mercados, criticando a primeira pela sua interpretação associal da ação económica ilustrada pela noção de *homo economicus* e criticando a segunda por entendê-la como uma conceção sobressociológica em que a ação económica seria subsumida num *homo sociologicus* igualmente simplificador. Associando os excessos do formalismo à economia neoclássica e à Nova Economia Institucional e os excessos do substantivismo à sociologia parsoniana e ao papel de uma moral generalizada nas perspetivas de economistas como Keneth Arrow, Granovetter inicia a discussão constatando que as perspetivas que critica partem de soluções opostas ao problema da ordem originalmente

---

<sup>13</sup> Callon & Çalıřkan (2009) recuperam também este debate a propósito da sua proposta de um programa de investigação sobre o que designam por “economização”.

formulado por Hobbes<sup>14</sup>, que no caso da esfera económica implica explicar porque é que os mercados não colapsam sob o efeito do recurso generalizado a meios coercivos e fraudulentos na prossecução do interesse egoísta dos agentes económicos. A solução para o problema da ordem segundo a perspectiva subsocializadora é que a anulação das relações sociais consubstanciadas por exemplo em mercados anónimos e concorrenciais garantem que os interesses egoístas dos participantes geram uma ordem eficiente e sem conflitos, ou ainda, na perspectiva da Nova Economia Institucional, existem arranjos institucionais (contratos, por exemplo) que evoluem a fim de resolver problemas de eficiência, providenciando incentivos e limites ao comportamento. Na perspectiva sobressocializadora a ausência de coerção e fraude generalizada seria o resultado de uma ordem moral, da orientação da ação para valores e de uma eficaz socialização normativa que constrange os agentes.

Na crítica do autor, ambas pressupõem uma interpretação atomística das decisões económicas<sup>15</sup> em que os indivíduos agem por decisão individual com o objetivo de maximizar a utilidade face a uma ordem de preferências determinada pela sua socialização:

That the internalized rules of behavior are social in origin does not differentiate this argument decisively from a utilitarian one, in which the source of utility functions is left open, leaving room for behavior guided entirely by consensually determined norms and values as in the oversocialized view. Under- and oversocialized resolutions of the problem of order thus merge in their atomization of actors from immediate social context. (Granovetter, 1985: 485).

A proposta do autor face às críticas a ambas posições do debate recorre a uma reinterpretção do conceito de incrustação (*embeddedness*), anteriormente utilizado por Karl

---

<sup>14</sup> Referimo-nos à noção de que o ser humano no seu estado natural é impelido por motivos egoístas que levam necessariamente ao conflito e destruição, sendo necessária uma ordem institucional que imponha constrangimentos à ação individual e pacifique a sociedade em nome de um bem comum. Seguindo a pista de Hirschman (1997), que mostra como a tradição do liberalismo reinterpretou o problema de Hobbes a partir da ideia de que através do “doce comércio” os interesses egoístas materiais constituem um elemento apaziguador das paixões dos indivíduos, Granovetter refere como nesta tradição e nas escolas clássica e neoclássica da economia, a atomização e ausência de relações sociais são encaradas como um pré-requisito para a existência de mercados eficientes, constituindo as relações de confiança um elemento de fricção que perturba o funcionamento dos mercados.

<sup>15</sup> Na crítica de Granovetter as duas posições são de certa forma complementares pois a posição atomista acaba por reificar categorias sociais para determinar a ordem de preferências dos atores, e a posição sobressocializada assume que os agentes estão de tal forma condicionados pela internalização das normas que podem ser considerados atomisticamente, agindo, segundo o mesmo argumento, independentemente do contexto.

Polanyi<sup>16</sup>. Na sua reinterpretação, afirma que o domínio económico não se encontra tão desincrustado do resto da sociedade, como supõe a crítica de Polanyi (1944) ao processo de autonomização (*disembeddedness*) da economia de mercado nas sociedades modernas industriais, nem, como acreditam os formalistas, a economia é uma esfera independente do social em todos os contextos. Mas a incrustação social que o autor pretende afirmar não só exclui a atomização advogada no quadro da economia neoclássica como é também contrária a uma visão determinística das normas sociais, acrescentando uma dimensão que o autor considera não ter sido anteriormente equacionada: a do papel das relações sociais imediatas, ou seja, a rede de interações entre os agentes económicos cujas características estruturais (como por exemplo a sua complementaridade ou sobreposição) influenciam o processo de decisão racional. Assim, as decisões económicas devem ser analisadas mantendo o pressuposto de racionalidade, mas tendo em conta que os agentes económicos têm em consideração o seu contexto social imediato<sup>17</sup>. A solução pretende ir além dos incentivos ou da conformidade,

---

<sup>16</sup> Polanyi refere-se à desincrustação (*disembeddedness*) para sublinhar que o modelo de ação formalista não é universal em todas as sociedades e apenas é conforme ao funcionamento das economias de mercado porque as sociedades capitalistas modernas estão organizadas de forma a possibilitar o funcionamento de uma economia nesses termos. Tal como referem afirmam Krippner & Alvarez (2007:222) enquanto Polanyi utiliza o conceito para sublinhar que a economia e a sociedade são mutuamente constituídas, o uso do termo por Granovetter acentua que os resultados económicos são condicionados por relações sociais.

<sup>17</sup> O argumento da incrustação tem sido alvo de críticas contraditórias. Callon & Çaliskan (2009) por exemplo consideram que ao diluir o económico no social, o argumento da incrustação esbate todas as especificidades do económico e visa aplicar à economia o mesmo conjunto de ferramentas que são utilizadas para estudar o resto da sociedade, quando o que é necessário é precisamente dar conta dos processos que permitem qualificar algo como económico. Stark (2000) considera, ao contrário, que a noção de *embeddedness* preserva no essencial aquilo que designa como o pacto parsoniano de divisão do trabalho (economistas estudam o valor, os sociólogos estudam os valores) e que é necessário romper essa divisão nos termos em que White (2001) a propôs: os mercados não estão incrustados em relações sociais, mas são, eles próprios, relações sociais. Uma outra perspetiva crítica é a de Bourdieu (2005) que considera que a incrustação se insere numa perspetiva interacionista que acaba por ignorar a relação entre a estrutura de relações do campo económico e as disposições, focando-se na forma das relações sociais imediatas (consubstanciada por exemplo pelo uso preferencial da análise de redes) e não no seu conteúdo.

concedendo maior importância às estruturas ou redes de relações concretas em que a ação económica está incrustada.

Um dos temas principais que é introduzido no programa da Nova Sociologia Económica a partir desta discussão é o do papel das relações sociais como elemento de ordem nos mercados. Assim, e partindo da pista empírica de que os agentes económicos preferem promover transações económicas com parceiros conhecidos, o autor estabelece uma relação entre a promoção da confiança possibilitada pelas relações de proximidade e o desencorajamento do oportunismo: “The embeddedness argument stresses instead the role of concrete personal relations and structures (or “networks”) of such relations in generating trust and discouraging malfeasance.” (Granovetter, 1985:490).

Com referem Krippner & Alvarez (2007: 223) ao entender como fundamental o papel das redes sociais, Granovetter estabelece o projeto de análise sociológica da economia na continuidade com o que designa por *structural sociology* referindo-se à tradição norte-americana que tinha vindo a desenvolver investigações empíricas sobre mercados tais como White (1981), Burt (1992) e Baker (1984).

O artigo de Baker de 1984, que é um dos primeiros estudos enquadráveis numa sociologia da finança, concede à configuração das redes um papel importante na transmissão de informação nos mercados, assim como na formação da perceção que os agentes têm dos outros agentes e dos produtos. No seu estudo sobre uma praça financeira de troca de opções (ainda em sistema de viva voz) o autor testou um modelo de predição do volume de transações comparando os resultados de dois modelos, um modelo “convencional” (neoclássico) e um outro baseado da ideia de racionalidade limitada. O autor parte, contra o pressuposto neoclássico acerca da disponibilidade da informação, da intuição segundo a qual os agentes num mercado não têm acesso a toda a informação e têm limitações na sua capacidade de a interpretar em tempo útil. De acordo com a sua proposta, os agentes têm de tomar decisões em

contexto de incerteza<sup>18</sup>, incluindo a possibilidade de haver comportamentos oportunistas que podem não conseguir antecipar. A conclusão do autor é a de que o posicionamento dos agentes na rede (a proximidade, na sua aceção), condiciona o acesso à informação e que por esse motivo à medida que o número de participantes cresce, os *traders* de opções, confrontados com mais incerteza provocada pela dificuldade em obter informação fiável, vão restringindo as suas transações aos pares mais próximos, formando pequenos grupos dentro dos quais a informação flui mais eficazmente e onde é possível haver um controlo social dos comportamentos oportunistas.

O tema da confiança e do acréscimo de fiabilidade que representa relativamente a outras formas de obter informação é também realçado por Uzzi (1999) num estudo sobre o mercado de crédito, no qual concluiu haver taxas de financiamento mais baixas para empresários com relações sociais imediatas com banqueiros, uma vez que as relações incrustadas incluem normas de reciprocidade e confiança que fazem diminuir as incertezas associadas à concessão de crédito:

The ability to meet financial selection criteria is a product of a firms' characteristics as well as the socially arranged opportunity structures within which it is embedded. Firms with embedded relations and high network complementarity are more likely to be deemed credit eligible and to receive lower cost financing. (Uzzi, 1999:502).

Este exemplo é bem demonstrativo da posição destes autores face à racionalidade dos agentes: a racionalidade não é um atributo universal imputável a qualquer agente em abstrato

---

<sup>18</sup> A razão pela qual a incerteza é um fator de interesse para grande parte dos sociólogos dos mercados é facilmente interpretável à luz do que foi referido no início do capítulo a propósito da procura em afirmar uma conceção da agência nos mercados alternativa ao consenso neoclássico. Os temas da incerteza, confiança e oportunismo são áreas onde é mais eficaz contrapor uma visão sociológica dos mercados não só porque permitem marcar uma distinção relativamente a conceções de agência e racionalidade como, além disso, se situam em domínios menos estudados por parte da economia. Pelo facto de que grande parte da economia neoclássica partilhar da ideia de que os agentes económicos dispõem de toda a informação relevante, o problema da incerteza, implicando a ideia contrária, é de difícil compatibilização com esse paradigma. É curioso que o tema da incerteza é também comum na economia comportamental, uma área disciplinar de génese contemporânea da Nova Sociologia Económica e que visa afirmar uma conceção de base psicológica que disputa as imputações de racionalidade do paradigma neoclássico. Outras duas características destes estudos como os de White (1981) e Baker (1984) que são compatíveis com esta ideia de demarcação disciplinar são: a) o facto de ambos se focarem em explicar a variação de resultados económicos e b) exibirem uma formalização matemática pouco comum na sociologia.

como pressupõem algumas tendências da economia neoclássica, nem o comportamento dos agentes se caracteriza por uma racionalidade limitada como postula a economia comportamental<sup>19</sup>. No quadro da sociologia económica, considera-se tipicamente que os agentes tomam decisões racionais no quadro de relações sociais, tal como os banqueiros estudados por Uzzi (1999) decidem racionalmente conceder crédito preferencialmente a empresas relativamente às quais as expectativas de reciprocidade lhes permitem assumir menos riscos.

Mas além da confiança como mecanismo através do qual as ligações sociais favorecem a limitação do oportunismo e permitem uma ordem estável, uma outra dimensão destacada nestes estudos diz respeito às redes como canais de transmissão de informação que medeiam a forma como os agentes percebem o mercado. Esta dimensão, que se encontra bastante explícita no trabalho de Baker (1984) no qual a fiabilidade da informação é precisamente um dos fatores que está subjacente à emergência de nichos de *traders*, é, no domínio financeiro, retomada particularmente por Podolny (1993), a partir de uma argumentação iniciada com White (1981).

No seu artigo de 1981, White propõe um modelo em que a teoria neoclássica da empresa é incrustada numa visão sociológica dos mercados. Nesta, a estrutura da rede de relações dos agentes é separável dos seus atributos individuais, ou seja, mesmo que tenham atributos diferentes (sociais ou económicos) os agentes podem, a nível das suas ligações na rede, ocupar posições equivalentes. Um outro elemento desta teorização é que os agentes se observam mutuamente, ou como diz o autor, vigiam a competição em termos de observáveis (o autor considera pares compostos por receitas segundo o volume de produção) e, comparando a sua posição com a dos seus concorrentes, inferem os ajustes que necessitam de efetuar para se manterem no mercado. Ao replicarem continuamente as ações que observam, os agentes vão reproduzindo posições ou diferentes papéis sociais, entendidos como lugares estruturais que

---

<sup>19</sup> A propósito da noção de racionalidade limitada que é utilizada pela economia comportamental vale a pena referir Bourdieu (2005:211): “Reason (or rationality) is 'bounded' not only, as Herbert Simon believes, because the human mind is generically bounded (there is nothing new in that idea), but because it is socially structured and determined, and, as a consequence, limited”. Note-se que o uso que Baker (1984) e Abolafia (2001) fazem do termo é precisamente neste sentido. O enfoque nos limites individuais caracterizariam a primeira enquanto o enquadramento social da racionalidade caracterizaria a segunda.

podem ser ocupados por agentes diferentes em momentos diferentes no tempo. White define, por conseguinte, um mercado da seguinte forma:

Markets are self-reproducing social structures among specific cliques of firms and other actors who evolve roles from observations of each other's behavior. I argue that the key fact is that producers watch each other within a market. (White, 1981:518)

As empresas tenderiam, segundo o autor, a produzir identidades reconhecíveis e a posicionar-se em nichos de mercado nos quais os parâmetros observáveis relativamente ao ajustamento da produção são comparáveis e possíveis de avaliar pelos participantes. Numa expansão deste argumento (White, 2001) o autor entende que os agentes de mercado enviam continuamente sinais uns aos outros que, pelo seu posicionamento em nichos, são avaliáveis por critérios semelhantes. Na interpretação de Preda (2007a: 508) essa partilha de critérios, que White (2001) designa por discurso, é designada por partilha de molduras de perceção, traduzindo o argumento de White para uma terminologia que o torna mais compatível, conforme se irá verificar mais à frente, com o argumentário produzido pela sociologia da finança.

Partindo desta conceptualização em que White (1981) considera os mercados como estruturas socialmente construídas e definidas nos termos das perceções dos participantes e na qual é separável o agente da sua posição no mercado, Podolny introduz a ideia de que os mercados constituem uma ordem de status mediada por redes de relações sociais, testando um modelo com evidência empírica do mercado de dívida empresarial (1993) e do capital de risco (2001).

O conceito de status é empregue por Podolny, à semelhança de Weber (1978) para se referir a um sistema de estratificação baseado em critérios como a estima social ou o estilo de vida mas, enquanto no sentido original do termo os grupos de status se referem a um fenómeno societal, para Podolny trata-se de uma hierarquia de participantes de mercado<sup>20</sup>. O autor define status de mercado como a qualidade percecionada dos produtos de um produtor em relação com a qualidade percecionada dos produtos dos concorrentes desse produtor. Antes de realizarem uma transação, os agentes não têm informação suficiente (seja pela sua disponibilidade ou pelos custos que a sua obtenção implica) para avaliar a qualidade de todos os produtos de um mercado, pelo que recorrem a sinais de qualidade indiretos. O status de um produtor no

---

<sup>20</sup> Uma outra diferença assinalável é que enquanto os grupos de status de Weber são grupos deliberadamente fechados (através de práticas como o casamento endogâmico), o fechamento das zonas de status de Podolny é uma consequência da durabilidade da associação realizada pelos outros participantes (empresas e consumidores) de uma identidade de mercado a uma dada reputação.

mercado, i.e., a percepção generalizada que os participantes no mercado têm de um determinado produtor, a sua reputação, poderíamos dizer, é utilizada como um indicador de qualidade. Além disso, a relação entre qualidade efetiva e percepção da mesma é indireta e desfasada por vários motivos, entre os quais Podolny (1993) destaca o papel mediador da rede de relações de um produtor (com compradores, outros produtores e fornecedores): primeiro, porque a rede de relações condiciona o acesso à informação como White (1981) e Baker (1984) já tinham mostrado, o que faz com que os agentes não estejam tão atentos a alterações na qualidade dos produtos que se situam fora da zona de status em que competem; segundo, porque a associação de um produtor a outros participantes fora da sua zona de status altera a percepção que os outros têm dele (Podolny, 1993, 2001). O argumento principal de Podolny é próximo da ideia já referida de que a rede de relações medeia as leituras do mercado e pressiona os agentes a conformarem-se com essas leituras, por exemplo partindo da ideia que já estava implícita no trabalho de White (1981) de que a rede de relações direciona a atenção dos agentes para zonas específicas do mercado.

A consequência a nível macro destas características das redes de relações sociais é a emergência de uma ordem de status hierárquica, coerente com a segmentação dos mercados em grupos fechados como no caso de Baker ou em nichos, como no caso de White. Esta segmentação é causa e resultado do facto de os produtores estarem particularmente atentos aos agentes que percecionam como concorrendo dentro do mesmo patamar de qualidade. Acresce a isto que os agentes reproduzem a ordem de status ao procurar posicionar-se em espaços do mercado aos quais têm acesso e que o facto de ocuparem uma determinada posição (papel social em White, e status em Podolny) lhes dá vantagens económicas que lhes permite manter as operações dentro de um determinado patamar de competitividade: “the substantive implication of the sociological view is that not only does actual quality determine perceived quality, but the latter has a reciprocal effect on the former.” (Podolny, 1993:843). Aos produtores de mais baixo status é difícil competirem em zonas de status mais elevado por não terem as mesmas vantagens dos agentes que já se situam nesse espaço e, por outro lado, é também difícil aos produtores de status mais elevado expandirem as suas operações para baixo, porque isso implicaria uma penalização na sua reputação que lhes faria perder as suas vantagens iniciais. No caso do mercado de dívida empresarial que Podolny (1993) analisou, entre outros motivos, pelo facto de considerar que o seu relativo anonimato serviria de teste inequívoco do seu modelo baseado em relações sociais, a posição de status dos vários intermediários financeiros que concorriam sobretudo pelo preço na tentativa de ganhar uma operação de emissão de títulos de dívida,

correspondia de forma sistemática a vantagens económicas que lhes permitia cobrar comissões mais baixas e, logo, estar em posição preferencial na competição.

Podolny argumenta que as relações entre bancos de investimento não são só importantes por implicarem a transferência de recursos entre instituições, mas também porque essas relações constituem uma base para uma hierarquia de status que os emitentes de títulos financeiros e os investidores utilizam para fazer inferências sobre a qualidade dos bancos e avaliarem os seus produtos (2001:34). Como explica Preda:

Networks are seen not only as uncertainty processing arrangements that provide market actors with routines and stable perception frames, but also as channeling and even generating transaction-relevant information: a social tie is not only a pipe through which information flows, but, when viewed by a third-party observer, information in itself. (Preda, 2007a: 511).

A relevância destes desenvolvimentos teóricos na sociologia económica para o estudo da análise financeira é mais visível introduzindo os contributos de Ezra Zuckerman (1999) sobre o papel dos sistemas de classificação na geração e manutenção de molduras de perceção partilhadas. Se Podolny chama a atenção para a forma como as redes reproduzem padrões de observação do mercado, Zuckerman introduz na explicação três elementos – classificações, intermediários e legitimidade – que permitem ir além dos mecanismos explicativos usados pela Nova Sociologia Económica, fazendo uma ligação com a literatura sobretudo oriunda da sociologia das organizações que visa trazer o papel das instituições para a investigação sobre os mercados.

Partindo da conclusão de que as observações do mercado configuram uma estrutura de papéis sociais ou ordem de status que se autorreproduz, como afirmam White e Podolny, Zuckerman sugere que essas observações configuram um sistema de classificação de produtos que possui igualmente um carácter inercial e autoreprodutor. Tal como aqueles autores sugerem que existe uma pressão para a conformidade das empresas a papéis e posições de status mantida por mecanismos de incentivo e penalização, o trabalho de Zuckerman, inspirando-se na teoria do marketing que sublinha a importância das categorias de produto, aponta no sentido de essa pressão para a conformidade agir também sobre agentes e produtos que não são reconhecidos como pertencendo a categorias legítimas. Ou seja, os mercados não se caracterizam apenas por uma ordem que limita a mobilidade dos agentes e produtos ao longo da hierarquia de papéis sociais ou de status, como os constrange a ocuparem categorias conhecidas, penalizando os casos de indeterminação, falta de correspondência ou de dificuldade em identificá-los como parte de uma categoria estabelecida: “unclassifiable actors and objects suffer social penalties because they threaten reigning interpretive frameworks.” (Zuckerman, 1999:1399).

Um outro aspeto relevante da abordagem do autor é o de procurar localizar e separar entre as várias agências nos mercados os pontos específicos responsáveis pela emergência e manutenção dos sistemas de classificação. Se em abordagens anteriores a procura por uma resposta à questão da ordem nos mercados envolvia a identificação da homogeneidade das práticas de classificação como emergindo genericamente da interação entre agentes ligados por laços sociais, Zuckerman encontra também a partir da teoria do marketing uma pista para discutir mais detalhadamente a origem dessas práticas como estando especialmente localizadas em atores específicos dos mercados que agem como mediadores. O papel destes intermediários na teoria sociológica dos mercados de Zuckerman passa de certa forma a ocupar o papel preponderante que autores anteriores concediam às redes sociais como mediadores entre uma realidade incerta, e por vezes imensurável, e esquemas de perceção estáveis.

No caso do mercado de ações que o autor usou como referente empírico, em que produtos trocados são títulos de capital de empresas, alguns desses mais importantes intermediários a nível da informação, os analistas de ações, encontram-se explicitamente identificados a nível organizacional e na divisão do trabalho. O mercado de ações, assim como de outros títulos financeiros é, portanto, um “mercado mediado” (Zuckerman, 1999) no sentido em que os analistas funcionam como críticos ao providenciarem avaliações dos produtos, as ações, confrontando um conjunto de indicadores relativos às empresas emitentes em causa com métricas esperadas para a categoria em que estas estão inseridas, no caso a categorização por sectores de atividade ou indústrias. Um mercado mediado deste tipo caracteriza-se por uma relação específica entre os produtores e os intermediários que realizam a mediação. Como refere o autor:

For a product to compete in any market, it must be viewed by the relevant buying public as a player in the product categories in which it seeks to compete. In the case of mediated markets, this requires reviews from the critics who follow those categories.” (White, 1999: 1428-1429).

Seguindo a mesma orientação dos outros autores referidos da Nova Sociologia Económica que procuram usar variáveis sociológicas para explicar resultados económicos, o autor procurou demonstrar que o grau de coincidência das características dessas empresas com as expectativas associadas ao sistema de classificações usado pelos analistas tem efeitos sobre a própria cotação destas ações, revelando que, mais uma vez, existem incentivos e penalizações que pressionam as empresas a conformarem-se aos papéis sociais, i.e. as categorias sectoriais, que são prescritas pelo sistema de classificação. O autor designa por “desconto de ilegitimidade”, as penalizações na cotação bolsista em que incorrem as empresas que não se enquadram suficientemente nas categorias usadas pelos analistas. Esta expressão pretende

evidenciar uma segunda dimensão de importância dos mediadores: é que o grau de cobertura assegurado por analistas de uma dada empresa, ou seja a quantidade de analistas que seguem a ação dessa empresa, é interpretada pelos investidores como um sinal ou uma certificação de credibilidade ou de legitimidade dessa empresa, o que, podemos acrescentar, acaba por funcionar como um substituto nos mercados caracterizados por maior anonimato e menor intensidade dos laços sociais (*arm's length ties* na terminologia de Uzzi, 1999) e do papel que a confiança desempenha em mercados em que as transações se desenrolam entre partes que se conhecem e mantêm relações próximas.

Os problemas da coordenação e do cálculo colocados no início do capítulo são amplamente discutidos no quadro da sociologia económica mais próxima da análise de redes. A coordenação entre agentes não decorre de uma propensão natural para o comércio pacífico nem apenas devido a incentivos estruturais. Ela é possível, porque as relações sociais nas quais as trocas económicas estão incrustadas mantêm uma ordem nos mercados, desincentivam o oportunismo e permitem a difusão de informação relevante. A manutenção de relações de confiança é um dos aspetos mais importantes neste domínio, conferindo fiabilidade e melhor qualidade a essa informação. Esta coordenação é também, pelo mesmo motivo, restrita, uma vez que as configurações possíveis das redes de relações sociais imediatas geram diferenças no acesso à informação. Pela mesma medida, agentes económicos (individuais ou coletivos) calculam as suas decisões no quadro de uma racionalidade limitada, em que o acesso à informação é diferenciado e onde se defrontam com dificuldades na antecipação do futuro. A posição na rede e a configuração dessa rede de relações influencia não só a informação disponível como a forma de a interpretar, pelo que posições similares geram molduras de perceção partilhadas, critérios de avaliação que os participantes num mercado utilizam para comparar preços, volumes e qualidades.

Apesar de serem largamente compatíveis, as perspetivas dos autores destas correntes enfatizam aspetos diferentes a nível da função das redes. Fourcade (2007:1020) resume bem este ponto ao referir que se para White o importante nas redes é a sinalização de posições de mercado a concorrentes com localizações estruturais semelhantes, para Granovetter é a organização da confiança e benevolência, para Burt a forma como os padrões de relações sociais estruturam não só as oportunidades de mercado mas também as relações de dependência, enquanto para Podolny e Zuckerman é como esses padrões criam e reproduzem hierarquias de status e sistemas de classificação. O estudo dos sistemas de classificação é um tema que tem sido tratado também pelo próprio Zuckerman e outros autores como elemento de uma ordem institucional dos mercados, o que sublinha a existência de alguma continuidade e intersecção

temática entre a abordagem baseada nas redes e incrustação e a abordagem baseada nas instituições, que será tratada de seguida.

### 1.3. Instituições

O segundo grupo de trabalhos sobre os mercados financeiros do qual pretendemos debater algumas ideias está associado a autores influenciados pela sociologia das organizações e que são comumente agrupados sob a designação de neoinstitucionalismo<sup>21</sup>. Procurando dar conta de uma crescente homogeneização das formas e práticas organizacionais no quadro da racionalização burocrática (Weber, 1978) das sociedades contemporâneas<sup>22</sup> autores como DiMaggio e Powell (1983) desenvolveram a ideia de campo organizacional, definido como um conjunto de organizações que formam “a recognized area of institutional life: key suppliers, resource and product consumers, regulatory agencies, and other organizations that produce similar services or products” (DiMaggio & Powell, 1983: 148)<sup>23</sup>. Segundo a sua argumentação, a estruturação (Giddens, 1984) dos campos organizacionais atua como mudança institucional

---

<sup>21</sup> Note-se que apesar de algumas proximidades entre alguns destes autores e a corrente neoinstitucionalista da economia (por exemplo Nee, 2005) o neoinstitucionalismo na sociologia não partilha nem da mesma conceção de agência nem da predileção pelo formalismo matemático que a corrente homónima na economia. Por esse motivo, e para evitar a confusão entre as duas opta-se aqui por prescindir dessa designação.

<sup>22</sup> DiMaggio & Powell (1983) argumentam que enquanto no início do século XX a lógica competitiva funcionava como propulsor de uma crescente racionalização burocrática do Estado e das firmas, no final do século XX essa tendência seria causada em larga medida por uma homogeneização das práticas organizacionais limitadora da sua eficiência e conduzida primordialmente pelo Estado e pelas profissões (1983:147).

<sup>23</sup> O uso do termo campo na sociologia dos mercados influenciada pela sociologia das organizações é, como salienta Fourcade, distinto da noção de campo bourdieusiano, na medida em que tem um alcance definido à partida no domínio organizacional particularmente centrado na ideia de espaço de institucionalização de práticas através de acordos tácitos. Na aceção de Bourdieu o campo, apesar de ser também um espaço de institucionalização de práticas, implica uma dimensão conflitual que se sobrepõe na análise aos acordos tácitos acerca das regras do jogo (a doxa, na terminologia do autor) (Fourcade, 2007:1023).

isomórfica<sup>24</sup>, tornando mais semelhantes as práticas e formas organizacionais de um dado campo.

A sociologia dos mercados influenciada por estas ideias concebe que os mercados, além de redes de interação, são também constituídos por organizações cuja ação é orientada por interesses e recursos distintos e pressupõem práticas sociais regulares que se reproduzem. Assim, enquanto um conjunto destacado de autores da Nova Sociologia Económica se centram sobretudo nas ligações entre agentes como forma de contestar uma visão atomística da competição nos mercados, estes autores focam-se nos consensos locais, nas formas institucionais e nas práticas informais que emergem dessas ligações (Fourcade, 2007:1024), razão pela qual o principal foco de investigação empírica são as organizações e menos as ligações entre os participantes no mercado.

Podem identificar-se duas orientações teóricas principais dentro desta perspetiva, uma mais vocacionada para um nível microssociológico que enfatiza uma incrustação cultural no sentido em que se centra nos rituais e sistemas de crença utilizados pelas organizações como forma de justificar a sua existência e assegurar a sua reprodução e estabilidade, e que tem considerado os mercados a partir dos contextos intra e inter organizacionais. (Preda, 2007a: 512). Outra, de vocação mais macrossociológica, que sublinha a incrustação política e a dimensão conflitual da interação entre atores individuais e coletivos como forma de negociação de consensos locais e que tem tratado da relação dos mercados com outros domínios sociais, em particular o político. Apresentam-se aqui dois temas exemplares de cada uma dessas orientações, respetivamente, a racionalidade oportunista e o controlo empresarial, como estratégia de exposição das suas principais características a nível teórico, para de seguida nos referirmos ao tema das classificações sobre o qual há contributos de ambas orientações.

---

<sup>24</sup> Os autores referem três mecanismos de mudança institucional isomórfica: “1) coercive isomorphism that stems from political influence and the problem of legitimacy; 2) mimetic isomorphism resulting from standard responses to uncertainty; and 3) normative isomorphism, associated with professionalization” (DiMaggio & Powell, 1983: 150)

### 1.3.1. Mercados como culturas

Especificamente centrados nos mercados financeiros, os estudos que por analogia podemos designar em conjunto como “incrustação cultural”<sup>25</sup> têm mostrado que em lugar de uma racionalidade individual, estrita e universal, a ação dos participantes é orientada por sistemas de crença e rituais e tem em consideração as expectativas associadas ao desempenho de papéis sociais. É o caso do estudo etnográfico conduzido entre o final da década de 1980 e princípio da década de 1990 de Abolafia (2001) sobre as culturas dos mercados de ações, obrigações e de títulos de futuros em bancos de investimentos de Wall Street, no qual analisou a forma como os contextos organizacionais (que inclui incentivos estruturais e regras institucionais) criam formas locais de interesse individual e racionalidade, o que designa por estratégias de oportunismo e de híper-racionalidade.

O autor chama a atenção para o facto de que os *traders* iniciam a sua atividade no quadro de uma realidade institucional pré-existente que inclui: a) incentivos estruturais criados pela regulação e pela política interna das organizações (que incluem reduzidas possibilidades de progressão na carreira, compensação baseada na performance, anonimato recíproco, entre outros); e b) as regras institucionais que definem a identidade dos indivíduos e os padrões apropriados de ação e que incluem uma autonomia expressa numa relação adversarial entre *traders*<sup>26</sup> e uma identidade empreendedora; o uso estratégico da manipulação de outros *traders*; a procura do risco associado a benefícios elevados; e a riqueza como medida de estatuto, ou seja, não apenas o dinheiro em si mas o prestígio que confere dentro da comunidade<sup>27</sup>.

---

<sup>25</sup> Note-se que Abolafia (1998: 84), designa a sua abordagem por “*markets as cultures*” o que é uma resposta à designação “*markets as networks*” (Baker, 1984) e, dentro da chamada perspetiva institucionalista, à designação “*markets as politics*” (Flstein, 1996)

<sup>26</sup> O próprio autor considera que estas regras institucionais e incentivos estruturais são específicas do contexto organizacional e que a autonomia e relação adversarial que caracteriza os *traders* de obrigações *over-the-counter* não ocorre da mesma forma no *trading floor* de interação presencial da New York Stock Exchange (NYSE) onde a interação presencial e onde a confiança e as relações próximas são valorizadas. Note-se também que, como refere Preda (2007b), os procedimentos e estratégias de *trading* foram consideravelmente afetados pelas tecnologias computadorizadas de *trading* desde a etnografia de Abolafia realizada entre o final de 1980 e o princípio de 1990.

<sup>27</sup> O autor refere a ideia de “*deep play*” de Geertz, para se referir aos ganhos simbólicos que resultam do jogo adversarial em que estão envolvidos.

As estratégias que os *traders* desenvolvem são assim condicionadas pela socialização e aprendizagem no quadro de incentivos estruturais e regras institucionais, aspetos que resultam da continuação dessas estratégias:

These rules have come to have external force in the lives of *traders*. They are experienced as objective standards of behavior, even though they are derived from habituation to the most salient strategies. (Abolafia, 2001:28).

Esta problematização responde diretamente às questões orientadoras deste capítulo: o problema ordem de mercado é nesta perspetiva considerado a partir da relação entre um autointeresse oportunista potenciado por regras formais e informais, que, por sua vez, também contém os mecanismos de controlo e manutenção da estabilidade:

Though market forces certainly exist, the behavioral realities of power, trust, and legitimacy are also present. A complex system of formal and informal restraints is invoked to inhibit the use of power, to maintain trust, and to restore legitimacy, when necessary, to exchange relations” (Abolafia, 2001: 99).

A questão do cálculo é colocada na caracterização da estratégia que o autor designa por racionalidade local<sup>28</sup> para se referir a um tipo de racionalidade limitada (*bounded rationality*) em que para além das técnicas analíticas, os *traders* usam elementos de julgamento intuitivo e vigilância no seu processo de decisão. A rapidez e a incerteza associada às decisões de *trading* implica a necessidade de desenvolver uma capacidade intuitiva de decisão que se aprende por “exposição” continuada e não por “transmissão”.

A vigilância diz respeito à noção segundo a qual, existindo poucas diferenças de acesso à informação relevante sobre o mercado, os *traders* têm de estar particularmente atentos a oportunidades de diferenças de informação. Existe assim um esquema rotinizado que é copiado e imitado pelos novos *traders* e que prescreve: a) processos de ordenação da informação e que privilegia certas fontes e interpretações em detrimento de outras; b) processos de verificação na rede de relações de como os outros participantes interpretam uma dada informação; e c) processos que definem qual o valor de um determinado instrumento financeiro.

---

<sup>28</sup> Enquanto no seu livro de 1996 a expressão utilizada é “hiperracionalidade”, opta-se aqui pela designação “racionalidade local” que o autor utiliza no seu capítulo do livro “The Laws of the Markets” de 1998 e que nos parece que ter um sentido mais autoevidente.

Partindo de uma perspectiva bourdieusiana<sup>29</sup> mais atenta à relação entre a origem e trajetória social dos indivíduos e as disposições que mobilizam numa dada racionalidade financeira, Godechot (2000, 2005, 2008) procurou caracterizar a pluralidade de estratégias, as suas sequências, computações e associações, utilizadas por operadores financeiros (*traders* e comerciais). A sua conceptualização é particularmente inovadora por considerar as diferentes formas de racionalidade a partir das disposições adquiridas na socialização. Assim, enquanto que atores mais bem situados, quer na estrutura organizacional, quer no volume e estrutura do capital que possuem, estariam mais dispostos a recorrer a qualquer técnica em função da sua rentabilidade, os restantes têm preferências mais rígidas em função da estrutura do capital que possuem<sup>30</sup>. Para além da dimensão disposicional, Godechot concede alguma atenção aos constrangimentos organizacionais na produção e organização daquilo que designa por bazar da racionalidade, ou seja, o conjunto de estratégias diferentes de apropriação do lucro no contexto de uma sala de mercados e da forma como essas estratégias estão de certo modo enquadradas na divisão funcional e hierárquica da organização. Um dos exemplos é a separação entre centros de lucro e centros de custo, isto é, a divisão intencional entre as partes da organização que são diretamente responsáveis pela geração de lucro e aquelas que servem de suporte e cujo contributo é indireto. Esta divisão está associada a diferentes mecanismos de incentivo, como no caso da atribuição de um salário mais elevado e variável em função do desempenho para os primeiros. A dimensão organizacional que Godechot refere, à semelhança de outros autores da

---

<sup>29</sup> Segundo a recolha bibliográfica realizada trata-se do único autor que situado claramente nesta perspectiva tem estudado sistematicamente temas financeiros. Não se tratando de um autor rigorosamente enquadrável na categoria dos “mercados como instituições” parece-nos que o seu trabalho permite mais pontes para a discussão da racionalidade e dos papéis sociais com autores desta categoria do que com qualquer outra perspectiva que se enquadra na sociologia dos mercados.

<sup>30</sup> A preferência por arbitragem matemática, análise económica ou análise técnica seria motivada pelos aspetos com os quais os operadores teriam maior afinidade e para os quais teriam mais capital e disposições. Assim, na sala de mercado que estudou, os indivíduos que preferem a arbitragem matemática ou a análise técnica distinguem-se dos que preferem a análise económica pelo menor volume de capital de que dispõem. Entre estes, aqueles que possuem maior capital cultural (e que terão realizado um maior investimento no seu percurso escolar) encontram-se maioritariamente em posições que fazem maior uso de competências matemáticas, enquanto que aqueles que provêm de uma origem mais popular ou da pequena burguesia económica, (têm, por comparação com os anteriores, mais capital económico) procuram as posições mais vantajosas do ponto de vista económico e usam mais a análise técnica.

perspetiva “institucional”, implica considerar a forma como o “governo das pessoas”, que inclui desde os processos de recrutamento à organização espacial das diversas funções na sala de mercado, se efetua de modo a que a pluralidade de papéis, estratégias e disposições, estejam organizacionalmente orientadas para a prossecução coletiva do lucro<sup>31</sup>. Também em proximidade com Abolafia, o autor relata o carácter lúdico da atividade de *trading* associado à presença de metáforas masculinizadas<sup>32</sup> como a caça (em contraste, por exemplo com a atividade comercial, associada a um universo de sedução e à presença maior de mulheres) e de como a competição entre os vários indivíduos, impulsiva e ao mesmo tempo racional, se orienta para ganhos económicos e simbólicos que se refletem numa hierarquia social.

Estes trabalhos de pendor etnográfico apontam em dois sentidos aparentemente contraditórios. Por um lado, o carácter ritualístico e simbólico que enquadra algumas atividades nos mercados financeiros como o *trading* demonstra que a racionalidade dos agentes não se orienta estritamente para a maximização de benefícios económicos, mas também ganhos simbólicos que se refletem numa hierarquia social de prestígio. Por outro, quer os incentivos estruturais e normas institucionais (Abolafia, 2001), quer a organização das pessoas e o universo simbólico do *trading* (Godechot, 2005) orientam os cursos de ação para um modelo de competição individualista<sup>33</sup> próximo da noção de *homo economicus*. Ou seja, resolvendo a contradição, a questão aqui não é de que a racionalidade financeira não se possa caracterizar nos termos de uma agência individualista e de maximização económica, mas a de que é precisamente a existência de condições (simplificando, objetivas e simbólicas) como estas avançadas por Abolafia e Godechot, que permitem a existência de modalidades de decisão próximas das de um *homo economicus*.

O outro aspeto que importa destacar é o carácter convencional do conhecimento a que ambos os autores dão alguma atenção e que remete para a questão do cálculo como ancorado nas perceções acerca dos outros participantes. Assim, Abolafia fazendo referência a White

---

<sup>31</sup> É curioso como partindo de uma grelha teórica completamente diferente Godechot sublinha dimensões presentes nos estudos da performatividade. É o caso desta questão da organização da pluralidade que se encontra desenvolvida na noção de organização heterárquica (Stark; 2000, 2009) e do papel da teoria na configuração das estratégias que é central para a maior parte desses estudos.

<sup>32</sup> Sobre o universo marcadamente masculino e das mitologias associadas ao *trading* ver: Klaes et al., (2007).

<sup>33</sup> Mais uma vez note-se a proximidade com os estudos da performatividade a propósito da produção do *homo economicus*, como Callon (2008).

(1981) refere que um dos elementos do que designa “*script for vigilance*” é a inclusão das crenças dos outros participantes nas estratégias dos *traders*:

(...) they work hard, through sorting and checking, to stay apprised of what others are hearing and thinking. This is shown by their constant recharting of the yield curve, an indicator that reflects what others have most recently been willing to pay for bonds at a range of interest rates and maturities. Market rivals make buy and sell decisions by watching each other. (Abolafia, 2001: 25).

Mais genericamente, Godechot refere que ainda que alguns *traders* tenham inclinações keynesianas como preferências pessoais, adotam raciocínios de associação da economia neoclássica (por exemplo associando uma subida do endividamento público a uma queda dos preços dos ativos) e que, ainda que tenha encontrado uma pluralidade de opiniões a este nível, essa adoção do saber mais convencional cresce com os anos de experiência e com o salário auferido<sup>34</sup> (Godechot, 2005). A proposta de Godechot é especialmente original porque, além do fenómeno local, considera a estrutura social a nível societal por intermédio das disposições produzidas pela origem e trajetória dos indivíduos (ou seja, incorporando a ideia de classe como proposta por Bourdieu). Já a proposta de Abolafia é coerente, mesmo na terminologia, com as dos autores da orientação mais política dos mercados como instituições que se irá abordar de seguida. No seu caso, a racionalidade é local, mas os fatores que identifica a nível microssociológico, postos em evidência pela sua abordagem dos mercados como culturas, dependem também de fatores macrossociológicos:

Groups within the market, based on such factors as markets segment, region, or the buy or *sell side* of the market, compete for the ability to define the culture. Those groups with the most power will have the greatest influence in reconfiguring of rules, roles, and rationalities. (Abolafia, 1998:77).

### **1.3.2. Mercados como política**

Na segunda vertente, mais atenta à dimensão política dos mercados, existem alguns trabalhos de pendor mais historiográfico, dedicados a temas como as redes internacionais da finança (Swedberg, 1990), a influência das ligações partidárias na procura de parceiros de transação de títulos financeiros na Inglaterra do século XVIII (Carruthers, 1990) ou sobre a estrutura social da liquidez (1999). As estruturas regulatórias têm também sido alvo de atenção especialmente no quadro da crise financeira de 2007 como é o caso de Halliday & Carruthers

---

<sup>34</sup> Uma crítica importante à ideia de consenso nos mercados e que é referida também por um dos nossos entrevistados é que se todos os intervenientes tiverem a mesma opinião acerca da evolução do preço de um ativo não existiria troca possível.

(2009) e também Fligstein & Goldstein (2010), que destacam a influência que atores institucionais como bancos, agências de rating e o governo federal americano tiveram na configuração do mercado de crédito imobiliário.

Mas o tema que tem sido de longe o principal agregador de investigação empírica neste domínio é o do controlo empresarial<sup>35</sup>, ou seja, o das alterações nas estruturas de governação das empresas ligadas a uma mudança na relação de forças entre gestores por um lado e acionistas e investidores por outro<sup>36</sup>. Apesar de ser relativamente periférico face ao nosso objeto de estudo e de ser mais rigorosamente enquadrado no cruzamento entre a sociologia das organizações e a sociologia económica, este tema é, ainda assim, pertinente quer do ponto de vista das questões do cálculo e coordenação nos mercados financeiros, quer da discussão do papel dos analistas financeiros nestes mercados.

O controlo empresarial tem sido um domínio particularmente útil como terreno de aplicação do conceito de “conceções de controlo” no âmbito da proposta teórica que Neil Fligstein designou por “mercados como política”<sup>37</sup> e que se tem focando no papel do Estado na construção dos mercados<sup>38</sup>, argumentando o autor, num sentido reminescente de Polanyi, que a emergência e manutenção dos mercados não pode ser dissociada dos processos de reconfiguração dos próprios Estados na sua relação com as lutas entre grupos com interesses divergentes para impor quadros regulatórios que lhes sejam favoráveis (Fligstein, 1996: 657).

Importa por isso caracterizar esta proposta em traços gerais, explicando o que se entende por instituições, conceções de controlo e campo organizacional neste domínio teórico, antes de

---

<sup>35</sup> Veja-se que nos dois livros editados por Karin Knorr-Cetina e Alex Preda em 2005 e 2012 que procuram compilar as várias tendências da sociologia dos mercados financeiros, os textos que cabem nesta perspetiva são quase exclusivamente centrados no problema do controlo empresarial.

<sup>36</sup> Esta tendência é uma das dimensões do processo de cariz societal designado por financeirização: a crescente importância de motivos, mercados e atores e instituições financeiras na operação de economias domésticas e internacionais. (Epstein 2005: 3).

<sup>37</sup> A metáfora dos mercados como política tem, segundo o autor um duplo sentido: sublinhar o papel dos Estados na construção e manutenção dos mercados e sublinhar a dimensão conflitual de luta pelo poder entre grupos e empresas pelo controlo dos mercados.

<sup>38</sup> O texto de Luísa Oliveira “A (in)sustentável leveza do Estado na construção dos mercados” insere-se nesta perspetiva ao procurar mostrar que os mercados (no caso os mercados internacionais regulados pela Organização Mundial do Comércio) não são uma ordem espontânea, mas o resultado de um processo de institucionalização, envolvendo disputa política e negociação (Oliveira, 2012).

avançar para as questões do controlo empresarial onde se integra esta abordagem com contributos de outros autores.

A ideia central de instituição nesta perspetiva refere-se às regras partilhadas, sejam leis ou consensos, mantidos por tradição, acordo explícito ou tácito, que permitem a organização da cooperação e competição nos mercados e a estabilidade necessária à sua manutenção. Mais detalhadamente o autor considera como instituições relevantes os seguintes tipos: i) direitos de propriedade; ii) estruturas de governação, que definem relações de competição e cooperação, tais como leis e práticas informais; iii) regras de troca, que definem quem pode transacionar com quem e em que circunstâncias se processam as transações; iv) e conceções de controlo. Importa dar alguma atenção à ideia de conceções de controlo na medida em que permite fazer a ligação com a noção de molduras de perceção avançada anteriormente a propósito das redes e *embeddedness*. Fligstein define a conceções de controlo como:

Understandings that structure perceptions of how a market works and that allow actors to interpret their world and act to control situations. A conception of control is simultaneously a worldview that allows actors to interpret the actions of others and a reflection of how the market is structured. (Fligstein, 1996:658).

São, portanto, formas de observação e interpretação, estruturas cognitivas, partilhadas por vários atores dentro de uma mesma ou em várias organizações e que dizem respeito a princípios de organização interna, táticas de cooperação e competição e a hierarquia de status das firmas de um dado mercado (Fligstein, 1996: 658). Esta definição torna visível a proximidade da noção de “conceções de controlo” com outras estruturas cognitivas de mediação que designámos, seguindo Preda (2007a) como molduras de perceção. No entanto, apesar da proximidade com as ideias de White, Baker e Podolny sobre a forma como os agentes se observam uns aos outros e os consensos que daí emergem, nesta perspetiva esses consensos além de poderem ser transversais às organizações e restritos a determinadas áreas funcionais, emergem no decurso de lutas políticas em que cada grupo ou firma procura afirmar a sua visão do mercado<sup>39</sup>. A criação deste tipo de consensos (por exemplo acerca de uma conceção de controlo) e sua capacidade de influenciar, através da ação dos estados mas não só, os outros tipos de instituições referidas, i.e., direitos de propriedade, estruturas de governação e regras de troca, é que permite a estabilidade de uma dada ordem de mercado.

---

<sup>39</sup> O próprio Fligstein refere que o processo teorizado por White, de que as estruturas de mediação emergem através de empresas que se observam mutuamente com o objetivo de diferenciar os seus produtos, é essencialmente económico, enquanto na sua proposta esse processo é fundamentalmente político.

A utilização do conceito de campo por Fligstein está mais próxima do sentido utilizado por Bourdieu (2005) do que a de outros autores desta corrente, na medida em que comporta igualmente uma estrutura hierárquica de posições de poder em que os atores dominantes (ou atores incumbentes, na designação mais comum), sejam firmas ou atores transversais às organizações, procuram conservar a sua posição de domínio face a atores desafiadores que procuram alterar o *status quo* institucional através da institucionalização das suas conceções de controlo. Assim, tal como frisa Fourcade (2007:1024), enquanto para a maior parte dos autores que se inserem na perspetiva “mercados como instituições” os consensos emergem da interação entre os atores, na perspetiva de Fligstein, mais atento à dimensão política e conflitual, atores especialmente competentes e poderosos conseguem estabilizar um dado campo ao conseguir que outros atores concordem com a sua definição de um dado domínio social, ou seja, conseguem impor uma conceção de controlo sobre um dado campo organizacional. Esta tensão entre consenso e conflito é bem resumida na frase de Fourcade: “The field is thus primarily a game whose rules actors both tacitly abide by and struggle to alter” (2007:1022).

Os estudos sobre o controlo empresarial têm procurado explicar a alteração observada na última década do século XX em que as empresas americanas passaram a adotar um modelo de negócio mais centrado na maximização do valor acionista, de forma a gerar mais receitas para os seus acionistas em detrimento dos interesses de outros atores (Fligstein & Shin, 2005; Dobbin et al, 2003; Zuckerman, 1999, 2000). Antes desta alteração o campo do controlo empresarial encontrava-se estabilizado e dominado pela figura do gestor de empresas até que um choque exógeno (uma das principais fontes de instabilidade de um campo estável nesta literatura) potenciador de alterar a estabilidade do campo criou as oportunidades para outros agentes procurarem impor conceções de controlo alternativas. Esse choque exógeno, argumenta Fligstein (2015), foi propiciado durante a década de 1970, com uma crise económica caracterizada por elevadas taxas de inflação e de juro, que afetou a capacidade de as grandes empresas norte-americanas produzirem crescimento, lucros, ou valorização acionista. Consequentemente:

Outside challengers, principally different kinds of institutional investors who used the capital markets to raise funds to upset sitting management teams and reorganize corporations, invaded the market for corporate control. This invasion shifted those in control of the field of corporate control from managers to institutional investors.” (Fligstein, 2015: 241) <sup>40</sup>.

---

<sup>40</sup> Jung & Dobbin (2012), assim como Zorn et al. (2012) pelo contrário, apontam as alterações nos planos de pensões como o principal fator de alteração do poder dos investidores institucionais, apesar de concordarem nos impactos desta alteração sobre as estruturas de controlo empresarial.

A alteração das relações de força no campo do controlo empresarial foi acompanhada de uma mudança na própria conceção dos objetivos das empresas e em especial do papel das equipas de gestão e do âmbito dos seus mandatos. Isto porque os atores (sobretudo os investidores institucionais) - que, aproveitando um contexto de oportunidade excepcional, vieram, à semelhança de um movimento social<sup>41</sup> (Fligstein, 2011), pôr em causa o domínio da conceção vigente da firma - tinham formas próprias de encarar a função das empresas e conceções próprias de como torná-las rentáveis. Um fator importante (Dobbin & Jung, 2010; Jung & Dobbin, 2012; Fligstein, 2015) na articulação desta nova conceção de controlo foi a emergência da *agency theory* (Jensen & Meckling, 1976)<sup>42</sup> na economia, que identificou como problemática e causa da estagnação empresarial da década de 1970 a descoincidência de interesses entre os donos das empresas e os seus agentes (os executivos). Adotando as prescrições da *agency theory* os grupos desafiadores propunham reformular as estruturas de governação das empresas ligando os interesses dos administradores aos dos acionistas, por exemplo através da indexação do pagamento de bónus ao valor das ações ou do pagamento parcial em capital da empresa. Esta nova conceção de controlo incentivava as administrações a focarem as empresas num *core business*, vendendo as áreas de negócio periféricas e privilegiando as fusões com empresas do mesmo sector, procurando reduzir a diversidade das suas atividades, assim como a reduzirem os seus custos com o trabalho (Fligstein & Shin, 2005). A pressão para as administrações das empresas se conformarem com a nova conceção de controlo através da de-diversificação e corte de custos foi reforçada com as alterações regulatórias que passaram a permitir as aquisições hostis, uma vez que as empresas cuja cotação das ações fosse entendida como substancialmente abaixo das expectativas dos investidores passaram a poder ser alvo de aquisição não solicitada. Zorn et al. (2004) quantificaram estas alterações a nível do peso dos investidores institucionais no capital das empresas e do aumento das aquisições hostis. Na sua amostra verificaram que nos EUA a percentagem média de ações controladas por investidores institucionais, que era de pouco mais de 20% em 1980, cresceu

---

<sup>41</sup> Fligstein refere um conjunto de literatura que analisa as organizações e os movimentos sociais como instâncias de ação coletiva e argumenta que, apesar se tratarem de categorias tipológicas diferentes, se tratam do mesmo tipo de fenómeno: ação coletiva estratégica orientada para o controlo de um campo de ação estratégica.

<sup>42</sup> Note-se que o papel da teoria, que aqui tem um carácter ideológico no sentido em que procura articular uma dada conceção de mercado com os interesses de determinados grupos, é algo que é central nas teorias da performatividade, que serão referidas no capítulo seguinte.

quase três vezes em 20 anos e que as aquisições hostis entre 1980 e 1990 representaram um terço do total de aquisições deste período. Acrescentam ainda que, no final dos anos 1990, houve uma grande diminuição das aquisições hostis, uma vez que as empresas se conformaram com a nova concepção de controlo vigente e passaram elas próprias a fazer o trabalho de vender as áreas de negócio não relacionadas com o seu *core business* e cortar custos. A emergência e consolidação desta “*finance conception of control*” (Fligstein, 2002) ancorada na *agency theory* e que privilegia o valor acionista teve ainda outras consequências importantes para o nosso objeto de estudo. Designadamente, uma crescente importância das áreas financeiras das empresas e da ligação entre as empresas e os investidores, consubstanciada na crescente influência dos diretores financeiros (*Chief Financial Officers*) e no desenvolvimento de profissões especializadas na gestão das relações públicas das empresas com os investidores, como os *Investor Relations*, procurando interagir com os analistas financeiros no sentido de gerir as expectativas dos investidores (Zorn, 2004). Como referem Fligstein & Shin (2005) os gestores passaram a ver as suas empresas segundo as mesmas grelhas de leitura que os investidores e os analistas financeiros. Este aspeto é também referido por autores da área da gestão como zu Knyphausen-Aufsess et al. (2011) que referem, num trabalho sobre a influência dos analistas financeiros nas estratégias empresariais, que estes são um elemento central da cadeia de comunicação entre empresas e investidores e foram sendo cada vez mais ouvidos e interpelados pelas equipas de gestão e pelos departamentos de estratégia empresarial (zu Knyphausen-Aufsess et al., 2011:1154). Por conseguinte, passou a existir um forte incentivo a uma maior correspondência entre as áreas de negócio das empresas e as categorias utilizadas pelos analistas – aspeto que é coerente com o argumento sobre o “desconto de ilegitimidade” referido anteriormente – valorizando a importância dos analistas financeiros como destinatários, ou principal audiência (Zuckerman, 1999) das decisões dos gestores de empresas.

Todos estes aspetos sublinham a relevância, enquanto elementos de mediação, quer das grelhas de avaliação, quer daqueles que, no quadro da divisão do trabalho nos mercados financeiros, estão particularmente envolvidos na sua produção e reprodução. Retomamos assim o ponto em que concluímos a parte sobre redes e *embeddedness* que é bem exemplificativo de algumas semelhanças e diferenças mais profundas entre as duas perspetivas. As respostas às questões da ordem e cálculo acabam por envolver nos dois casos o recurso à ideia de mediação, ou seja, num sentido mais abstrato, a ideia de que a ordem e o cálculo nos mercados são possibilitados por mecanismos de produção, filtragem e interpretação de informação. Mas se do ponto de vista dos autores mais próximos da “*structural sociology*” ligada à análise de redes, esses mecanismos são, por um lado, um dado adquirido, ou, em alternativa, o resultado não

intencional das interações dos agentes condicionadas por uma dada morfologia das redes de relações e, por outro, a solução ao problema funcional da incerteza, no caso dos autores ligados à ideia de mercados como instituições, esses mecanismos não só são muitas vezes intencionais e centrais nos conflitos entre grupos como podem até, do ponto de vista funcional, não gerar equilíbrios eficientes. A perspectiva dos mercados como instituições parece estar especialmente vocacionada para o estudo deste tema uma vez que as grelhas de avaliação podem ser pensadas, quer como sistemas de crenças (enfatizando a dimensão cultural dos mercados) (Abolafia, 2001; Smith, 1989), quer como conceções de controlo (sublinhando a dimensão política dos mercados) (Fligstein, 1996). Num estudo sobre as categorias utilizadas na classificação de fundos de investimento americanos, Lounsbury & Rao (2004) referem que atores incumbentes (dominantes no seu campo) conseguem forçar a manutenção de categorias, mesmo quando a sua ambiguidade e variabilidade interna deveriam levar à sua substituição. Esta linha de argumentação segue de perto a abordagem política que entende que os atores incumbentes preservam a sua posição ao implementarem e garantirem um dado sistema de crenças e práticas associadas para manter a estabilidade dos mercados e a sua posição de domínio.

A orientação para os sistemas de classificação enquanto interfaces cognitivas que estruturam as perceções dos agentes de mercado presente na abordagem de Lounsbury & Rao aproxima-se dos estudos que tomam a informação e cognição nos mercados como seu objeto (Preda, 2007a). Exemplo disto é o trabalho de Carruthers & Stinchcombe (1999) que argumenta que a liquidez nos mercados financeiros não emerge da ausência de regulações, mas sim de mecanismos institucionalizados de standardização:

Our central argument is that this standardization is a social and cognitive achievement, and that buyers, market makers, and sellers all have to share a deep conviction that the "equivalent" commodities in a large flow of (say) financial instruments are really all the same. (Carruthers & Stinchcombe. 1999: 353-354).

A produção destas interfaces cognitivas – “organizational work to simplify, stratify, homogenize, and standardize the asset” (Carruthers & Stinchcombe, 1999: p.378) – emerge daqui como um objeto de análise situado no cruzamento da sociologia do conhecimento e da sociologia dos mercados, espaço que, apesar de largamente ocupado pela corrente “performativista”, abrange autores de diversas perspectivas teóricas. Zuckerman (1999), por exemplo, refere que uma vez que o valor dos ativos financeiros é inerentemente incerto, a sua avaliação é necessariamente um exercício interpretativo e que, logo, os preços dos ativos financeiros refletem as teorias de avaliação prevalentes entre os agentes de mercado (Carruthers & Stinchcombe, 1999:1431). Assim sendo a sociologia dos mercados, especialmente em mercados mediados e de elevada incerteza como é o caso dos mercados financeiros, deve estar

atenta ao papel que as próprias teorias desempenham nas atividades de avaliação<sup>43</sup>. Importa ainda referir que esta orientação, quase transversal da sociologia dos mercados para o estudo dos sistemas de classificação e avaliação, sobretudo a partir do final da década de 1990, tem sido recentemente organizada com a inclusão de contributos de outras áreas disciplinares como a economia das convenções (Órlean, 2006, 2011, 2012), ou a sociologia económica das convenções (Thévenot, 2002) sob a designação de “*valuation studies*” ou “*sociology of worth*” (Beckert & Aspers, 2011; Lamont, 2013; Stark, 2000;)<sup>44</sup>.

## 1.4. Estudos Sociais da Finança

### 1.4.1. Estudos Sociais da Ciência e agência distribuída

O último grupo de estudos sobre mercados que cabe nesta revisão da literatura tem sido por vezes designado por corrente "performativista" (Fourcade, 2007; Fligstein & Dauter, 2007) ou "estudos da performatividade" (Preda, 2007) referindo-se estes termos a um dos principais conceitos desta abordagem, que é também um dos seus argumentos mais debatidos. Uma outra designação que tem sido usada no nome de organismos associativos ligados a esta perspetiva é a de Estudos Sociais da Finança (ESF). Ambas as designações são pouco satisfatórias: a primeira exclui muitos trabalhos e autores que trabalham a partir desta perspetiva sem se focar especificamente no tema da performatividade; a segunda procura transcender as fronteiras disciplinares no estudo da finança, mas estabelece poucas ligações com a sociologia dos mercados na qual, cremos, deve estar integrada. Entre as três correntes a que nos temos vindo a referir, esta é não só aquela que mais tem produzido reflexão e análise sobre mercados financeiros, como, dentro da própria perspetiva, estes se tornaram nos últimos 15 anos um dos principais pontos de interesse. Contudo, tal como nas outras perspetivas, os mercados financeiros são um de vários terrenos de aplicação do seu dispositivo teórico-metodológico, que gera pistas interrelacionáveis, como no caso do trabalho fundador de Michel Callon sobre a produção de vieiras em França (1984) ou de Koray Çalışkan (2007) sobre o mercado de

---

<sup>43</sup> Nesse sentido o mesmo autor propõe uma discussão sobre três tipos (realista, relativo e contrário) de perspetivas sobre a eficiência dos mercados e as suas consequências para a interpretação do valor (Zuckerman, 2012), que é coerente com a tipologia utilizada por Smith (1999) para classificar as grelhas que os *traders* utilizam para avaliar instrumentos financeiros.

<sup>44</sup> O periódico semestral online “Valuation Studies”, iniciado em 2013 é exemplo da tentativa de institucionalização deste campo de estudos: <http://valuationstudies.liu.se>.

algodão de Izmir, na Turquia<sup>45</sup>. Independentemente do estado instável e insatisfatório da sua designação, o que une este grupo de estudos são os seus alicerces teóricos comuns na Teoria do Actor-Rede (ANT)<sup>46</sup> e cujos efeitos vão muito para além da sua distinta visão dos mercados, apresentando uma crítica profunda à ciências sociais, em particular da sociologia, propondo uma epistemologia (Latour, 2007) e até uma ontologia alternativa<sup>47</sup>.

O termo Estudos Sociais da Finança permite fazer uma relação etimológica importante, uma vez que evoca o domínio dos Estudos Sociais da Ciência no qual a ANT se desenvolveu (Law, 2008), em particular em estudos sobre laboratórios (Latour & Wolgar, 2013). Inicialmente próximos do programa forte em sociologia do conhecimento (Bloor, 1976) de inspiração kuhniana (Kuhn, 1970) e que procurou demonstrar a importância de fatores sociais e políticos na atividade científica, os autores fundadores da ANT mais tarde afastaram-se da ideia de ciência como construção social<sup>48</sup> defendendo, contudo, um construtivismo sem a explicação pelo social, uma distinção explicada por Latour:

(...) ‘constructivism’ should not be confused with ‘social constructivism’. When we say that a fact is constructed we simply mean that we account for the solid objective reality by mobilizing various entities whose assemblage could fail: ‘social constructivism’ means, on the other hand, that we replace what this reality is made of with some other stuff, the social in which it is ‘really’ built. (Latour, 2007:91).

Nesta linha, a ANT mantém a assunção segundo a qual o saber científico é um processo dependente de associações pontuais e frágeis (no sentido de contingentes) mas afasta-se do tipo de construtivismo que, como refere Latour, reduz esse resultado ao "social" como se tratasse de uma substância imaterial, um stock ou um capital<sup>49</sup> (Latour, 2007): o social seria assim aquilo que tem de ser explicado e não a explicação. Segundo esta perspectiva, que Law (2008) designa de forma mais clara como semiótica-material, aquilo a que os sociólogos

---

<sup>45</sup> O algodão é uma mercadoria estandardizada e transacionada nos mercados financeiros pelo que este estudo trata-se situa no cruzamento do estudo dos mercados financeiros e dos mercados de produção.

<sup>46</sup> Usamos aqui o acrónimo ANT que é comumente utilizado e advém da designação em inglês “Actor-Network Theory”.

<sup>47</sup> A este respeito veja-se a interessante crítica de Elder-Vass (2015) à ontologia proposta pela Teoria do Actor-Rede a partir da perspectiva do realismo crítico.

<sup>48</sup> Este afastamento ocorre no seguimento da controvérsia das "Science Wars", gerada pela reação preocupada de alguns cientistas com o que consideravam ser a desvalorização do seu trabalho e um ataque à ideia de objectividade científica por parte de autores ligados à perspectiva construtivista (Hacking, 1999).

<sup>49</sup> Frequentemente o alvo destas críticas de Latour e Callon é Bourdieu.

chamam social não reside nas relações entre indivíduos ou em estruturas imateriais de constrangimento, mas é antes composto por uma articulação de elementos materiais e discursivos ligados por processos de tradução. São essas ligações entre elementos de naturezas diversas que constituem o objeto da ANT ou, como diz Law:

The enactment of materially and discursively heterogeneous relations that produce and reshuffle all kinds of actors including objects, subjects, human beings, machines, animals, nature, ideas, organizations, inequalities, scale and sizes, and geographical arrangements" (Law, 2008: 141).

Ao invés da leitura estratificada da realidade, a ANT propõe abdicar de quaisquer classificações à partida e adotar uma estratégia de análise que coloca todos os elementos no mesmo plano ontológico, aquilo que Latour (2007) designa por topografia plana, e que se traduz num agnosticismo relativamente a distinções como humano e não humano, sentido e materialidade, micro e macro, técnico e social, ou natureza e cultura (Law, 2008).

Esta proposta aponta para uma conceptualização da agência invulgar, ao lidar com o problema do dualismo agência-estrutura criticando não só as perspetivas coletivista e reducionista (Archer, 1995) mas também as soluções de síntese (Pires, 2007) apresentadas por Bourdieu (1990), Giddens (1984), ou Archer (1995). Na teoria da agência articulada pela ANT, a agência está descentrada do indivíduo. Não é uma propriedade nem do indivíduo nem de estruturas que agem através deste, nem ainda da interação entre as duas, mas de uma rede de associações, rede esta que, em proximidade com a noção de dispositivo de Foucault (Deleuze & Guatari, 2004), configura as próprias identidades dos elementos envolvidos. Ou seja, a rede de associações é que constitui o actante e não cada um dos seus elementos considerados isoladamente. Nesta conceptualização, dispositivo, agenciamento ou rede sociotécnica são termos mais ou menos substituíveis entre si e que evocam três influências teóricas: o conceito de dispositivo que no sentido original foucauldiano já se referia a um sistema de relações entre elementos discursivos e não discursivos; a reinterpretação deste conceito por Deleuze e Guatari (2004) que sublinha a organização desses elementos num "arranjo", ou seja, num conjunto articulado; e ainda a ideia de mercados como redes de White (1981), mas neste caso não redes de relações entre humanos mas redes sociotécnicas, ou seja ligações entre elementos discursivos e materiais. Considere-se o exemplo do trabalho de Latour (1993) sobre a criação da vacina contra o Antraz, em que a própria identidade de Louis Pasteur como um herói nacional de França é apresentada como um "efeito relacional" de uma rede de elementos heterogéneos tais como quintas, laboratórios, veterinários, estatísticas e bacilos, rede essa à qual é atribuída a agência relevante na criação da vacina. De acordo com a perscrição da ANT do ponto de vista

metodológico importa sobretudo seguir estas associações, abdicando da noção de causalidade e preferindo-se a descrição à explicação, ou como diz Law:

"Sociology is usually interested in the whys of the social. It grounds its explanations in somewhat stable agents or frameworks. Actor network's material semiotics explore the hows." (2008: 148).

Consequente com esta ideia é a máxima que pretende caracterizar a metodologia dos estudos de laboratórios associados à ANT como "*follow the scientists*", ou seja, e à semelhança da etnometodologia, o investigador deve abdicar de quaisquer categorizações *a priori* para descrever as associações que encontra no laboratório.

#### **1.4.2. Agenciamentos de mercado, framing e performatividade**

A peculiar conceptualização dos mercados a partir desta perspetiva é bem capturada a partir de dois conceitos que são particularmente adaptáveis aos mercados financeiros e que refletem a insistência em considerar no mesmo plano os elementos materiais e discursivos: o conceito de agenciamento ou dispositivo sociotécnico e a ideia de performatividade da economia. Callon define agenciamento como um "arranjo" (no sentido deleuziano que referimos anteriormente):

I use the french word *agencement*, instead of *arrangement*, to stress the fact that agencies and arrangements are not separate. *Agencements* designate socio-technical arrangements when they are considered from the point view of their capacity to act and to give meaning to action. (Callon, 2005: 4).

A aplicação desta noção aos mercados, que influenciou toda uma perspetiva da sociologia económica, comporta uma crítica dos reducionismos ao *homo economicus* e *homo sociologicus*, tal como a que já tinha sido articulada por Granovetter (1985) mas afasta-se também da ideia de incrustação social. Enquanto para Granovetter os mercados são um dado adquirido dentro de um contexto social que os condiciona, para Callon o contexto técnico e social é ele próprio configurador da definição de mercado (Callon et al., 2007). O mercado não é uma realidade claramente definida, mas um processo, ou aquilo que Çalıřkan e Callon (2009) designam por "mercadorização", entendida como um caso de "economização", i.e. um processo de configuração de relações entre elementos híbridos que permitem considerar algo como económico ou algo como parte do mercado: "Nothing is inherently economic, (...) but everything can become economic" (Callon, 2015: 2). Deste ponto de vista, a tarefa da sociologia económica não deve ser a de mostrar como os mercados dependem ou são constringidos por dinâmicas sociais, mas a de descrever as associações de elementos que permitem qualificar algo como económico ou como parte do mercado. Ao mesmo tempo é de particular importância sublinhar que se as próprias identidades dos agentes são configuradas nos agenciamentos, isto

implica considerar as identidades como contingentes, efeitos provisórios de uma dada configuração. Logo, qualquer caracterização *a priori* do comportamento dos agentes económicos como egoísta, altruísta, racional, instrumental etc. deve ser abandonada e pensada antes como construída pela articulação específica dos elementos de um dado agenciamento, o que nos interpela a reconsiderar todo o debate relativo à configuração do *homo economicus*, ampliando o alcance do movimento de desnaturalização do comportamento económico seguido por Hirschman (1997), Polanyi (1944) ou Granovetter (1985). Como explica Callon:

There is as much artificiality in the altruistic gift, in the interpersonal relationship (based on trust, for instance) as in the striving to maximize profits. Both forms of agency imply huge investments, especially material. Neither of the two is more human or anthropologically correct than the other. (Callon, 2005: 5).

Este ponto de vista apela, portanto, a considerar a forma como os agentes estão equipados (Callon, 2008)<sup>50</sup> do ponto de vista material e discursivo e como isso delimita cursos possíveis de ação. No caso da ação económica, isto significa que é possível admitir que em determinadas condições os agentes podem de facto comportar-se segundo o modelo egoísta do *homo economicus*, mas que essas condições são específicas e criadas pela articulação entre os elementos do agenciamento. Este aspeto constitui um afastamento de toda a tradição da sociologia económica que considera a ação económica a partir de um contexto social (Granovetter, 1985), cultural (Abolafia, 2001) ou político (Fligstein, 1996). Se Abolafia (2001), por exemplo, explica que os *traders* que estudou tendem a comportar-se de forma competitiva e individualista porque, entre outros motivos, existem normas culturais que incentivam e legitimam esse comportamento orientado para a obtenção de ganhos simbólicos, mostrando assim que os *traders* se comportam como os outros atores noutros domínios sociais, Çalişkan e Callon (2009) consideram que o modo de ação dos agentes nos mercados é específico e não é escrutinável com as mesmas ferramentas com que se analisam outros domínios. Para esta sociologia dos mercados, o processo de formação de agências económicas é um processo de autonomização do económico do resto da sociedade, não a nível macro como o descrito por Polanyi (1944), mas a nível micro. Focando a análise no agenciamento, para estes autores, importa descrever como os agentes de mercado estão equipados com ferramentas que configuram a cognição de forma a dar lugar a modos de cálculo específicos nos quais não só a direção da ação, mas também o seu sentido é configurado por agenciamentos. A apreciação do

---

<sup>50</sup> Callon (2008) faz uso da literatura sobre deficiência para explicar como esses elementos materiais e discursivos constituem elementos próstéticos do ponto de vista do agente.

valor não é assim determinada por pressupostos culturais acionados automaticamente pelos agentes, é antes específica e contingente, ou como referem os autores:

Valuation is no longer the effect of structures or regimes, which affect the value through (passive) intermediaries, but it is a consequence of how competent and active people engage with specific things. (Çalışkan e Callon, 2009:388)

Trata-se, portanto, de considerar que os agentes não reproduzem meramente representações sobre o valor. O cálculo torna-se por isso um elemento central da proposta destes autores. Callon e Muniesa (2005) definem o que entendem por cálculo referindo-se a um processo de três passos:

a) establishing distinctions between things or states of the world, and by imagining and estimating courses of action associated with those things or with those states as well as their consequences; b) the entities considered (taken ‘into account’) are associated with one another and subjected to manipulations and transformations; c) (...) a result has to be extracted (...) but it has to be able to leave the calculative space and circulate elsewhere in an acceptable way (without taking with it the whole calculative apparatus). Callon e Muniesa (2005:1231).

A formação de um “espaço de cálculo” (Callon & Muniesa, 2005), consiste assim num movimento em que objetos e agentes são separados (*detached*) das suas ligações habituais complexas e religados (*attached*) a elementos inteligíveis e calculáveis:

“Market agencements detach things from other things and attach them to other things. The same is done to persons (physical or moral), to their reciprocal duties and to their relations to things”. (Muniesa et al., 2007:4).

Este processo é também designado por *market framing*, conceito desenvolvido a partir da perspectiva dramaturgica de Goffman (1974) na qual *framing* diz respeito ao estabelecimento de uma fronteira dentro da qual as interações se processam com uma relativa autonomia face ao exterior, estabelecendo padrões apropriados de ação autoevidentes para os participantes, mas mantendo ligações ao exterior: “framing puts the outside world in brackets, as it were, but does not actually abolish all links with it.” (Callon, 1998: 4). *Market framing* corresponde à definição de agentes, objetos e mercadorias enquanto entidades perfeitamente identificáveis e separáveis umas das outras estabelecendo uma fronteira entre os elementos contidos dentro dos limites do mercado (*framed*) e os que extravasam esses limites (*overflow*)<sup>51</sup> (Callon, 1998). Çalışkan & Callon (2010) identificam cinco tipos de “*market framing*” que podem constituir agendas de investigação (ver quadro I.1). Na prática, os objetos de estudo estão frequentemente situados na intersecção entre vários tipos, como, por exemplo, os mecanismos de *price-setting*, que podem estar envolvidos na habilitação de agências de mercado.

---

<sup>51</sup> No seu capítulo do livro “Laws of the markets” Callon discute a proximidade da noção de *overflow* com a de externalidade (Callon, 1998).

**Quadro I.1 - Tipos de “market framing”**

<b>Tipos de market framing</b>	<b>Definição</b>	<b>Exemplos de objetos de estudo</b>
<i>Pacifying goods</i>	Estabilização das propriedades de um objeto de forma a que o seu valor possa ser decidido externamente	Direitos de propriedade, estandardização das propriedades dos objetos
<i>Marketizing agencies</i>	Habilitação dos agentes no sentido de os dotar de capacidades de cálculo	Equipamentos matemáticos e informáticos, regulação da competição
<i>Market encounters</i>	Organização dos contactos entre as partes para a realização de transações	Infraestruturas de telecomunicações, organização das praças financeiras
<i>Price-setting</i>	Processos de cálculo do valor	Fórmulas de <i>pricing</i> , convenções de avaliação
<i>Market design and maintenance</i>	Construção dos mercados como terreno de experimentação económica (performatividade da economia), mecanismos que asseguram a conclusão das transações	Desenho do mercado de carbono, mecanismos de <i>settlement</i> e <i>clearing</i>

Fonte: elaborado pelo autor a partir de (Çalışkan & Callon, 2010).

Um dos tópicos mais frequentes da discussão sobre o *market framing* incide sobre os processos de separação e estabilização das propriedades dos objetos que são condição necessária para que seja possível um julgamento sobre o seu valor, o que na terminologia de Çalışkan & Callon (2010) é designado por “pacificação de objetos”. Para que algo possa ser trocado como uma mercadoria, é necessário que os seus vários atributos sociais particulares e qualquer princípio localizado de consideração do seu valor sejam cortados, para que este possa ser decidido externamente, apenas segundo o conjunto de critérios que fazem parte do cálculo necessário à transação. Nesta dissociação entre os elementos da transação e o restante mundo social, designada por *dis-entanglement*, os agentes e os objetos são continuamente desligados do seu contexto e significado extra-mercado, para que depois de uma transação as partes fiquem quites e possa existir um novo processo de "*entanglement*" (Callon, 1998). Esta operação é comum a mercadorias e agentes, pois se as primeiras necessitam de ser convertidas em conjuntos estáveis de atributos mensuráveis e, portanto, calculáveis, é também necessário que os segundos sejam desligados das práticas de cálculo contingentes à sua posição social

específica e sejam enquadrados na *frame* de mercado, em que essas práticas são comuns <sup>52</sup>. Essa noção, contraintuitiva, no quadro da sociologia, é explicitada por Çalışkan & Callon (2009) a propósito da distinção entre dádiva e mercadoria e do processo de descontextualização e recontextualização que caracteriza a segunda: “A gift circulates while preserving the presence of its giver embedded within it, while a commodity erases that connection.” (Çalışkan & Callon, 2010:387).

Um elemento frequentemente considerado neste domínio cruza-se com o tópico referido anteriormente da classificação e categorização e diz respeito à homogeneização e estandardização de produtos como condição para a sua constituição como objetos de cálculo. É o caso de Carruthers & Stinchcombe (1999), que argumentam que a possibilidade de liquidez num mercado<sup>53</sup> depende da capacidade de considerar os produtos a trocar como homogéneos e equivalentes dentro de uma determinada categoria. No caso de produtos financeiros, cujo valor está associado a fluxos financeiros futuros, é necessário que os factos relativos a esses fluxos futuros estejam suficientemente homogeneizados e formalizados para que os agentes os possam considerar. Para este efeito, é necessário todo um trabalho que permita produzir essa informação de estandardização:

(...) social knowledge about exchangeable things, built on a foundation of commitments, certifications, guarantees, endorsements, and other risk-reducing and epistemically simplifying mechanisms. (Carruthers e Stinchcombe, 1999: 378).

Analisando o desenvolvimento histórico dos mercados financeiros a partir da noção de *framing*, Preda (2009) considera a criação da tecnologia do *stock ticker* no séc. XIX como um elemento de estandardização que permitiu que as observações de preço no mercado de capitais se estruturassem num tempo contínuo, e que essas variações de preço passassem a ser tomadas como observações das transações em tempo real, separando-as dos seus contextos locais e transformando-as em informação abstrata e visível para todos os participantes. Esta tecnologia, ao mesmo tempo que abriu caminho para novas modalidades de cálculo (por exemplo a emergência de técnicas de previsão da evolução de preços baseadas na análise de gráficos), permitiu a coordenação de ações dispersas, no sentido em que os agentes, mesmo espacialmente

---

<sup>52</sup> O binómio *entangled/disentangled* é frequentemente usado na literatura no mesmo sentido que *framing/overflowing* ainda que este último tenha outras vezes uma conotação mais abrangente que o primeiro. A possibilidade de realização de um *disentanglement* bem sucedido é um dos aspetos essenciais da polémica entre Callon e Miller que refere mais à frente no texto.

<sup>53</sup> Liquidez refere-se neste contexto à situação na qual produtos são trocados de forma contínua a um preço conhecido por todos os participantes (Carruthers & Stinchcombe, 1999)

afastados, passaram a ter acesso em simultâneo ao mesmo dispositivo de observação. Deste modo a argumentação de Preda (2009) reforça a posição de Knorr-Cetina & Bruegger (2002) a propósito da forma como a infraestrutura tecnológica medeia a interação entre participantes no mercado cambial. Knorr-Cetina & Bruegger (2002) caracterizam os encontros de mercado como “*face-to-screen*” que, embora distinguindo-se dos encontros “*face-to-face*” estudados por Abolafia (2001) ou Zaloom (2006), preservam marcas de sociabilidade e tornam os participantes geograficamente dispersos presentes do ponto de vista da interação, o que os autores designam por “*response present*”. Neste sentido, a infraestrutura tecnológica, ou mais especificamente o ecrã de computador, é para os participantes ele próprio constitutivo do mercado e não apenas uma representação, ou seja, na terminologia dos autores, é um dispositivo “apresentacional” que permite aos participantes relacionarem-se num estado de intersubjetividade através da observação simultânea do mesmo acontecimento (Knorr-Cetina & Bruegger, 2002). Ao mesmo tempo o ecrã é também um exemplo óbvio de um dispositivo de *framing* que orienta o olhar dos *traders* para os elementos relevantes.

O trabalho sobre a configuração de agenciamentos de mercado tem incluído também outros aspetos materiais além da infraestrutura tecnológica. Beunza & Stark (2004) observaram a organização do trabalho dentro de uma sala de mercado, mostrando que a coexistência de diferentes princípios de avaliação de financeira e a disposição espacial das secretárias condiciona a circulação de informação de forma a manter-se uma certa diversidade de perspetivas de interpretação. O tipo de arbitragem<sup>54</sup> sofisticada praticada na sala de mercado observada pelos autores baseia-se na construção, através de engenharia financeira, da equivalência entre propriedades de diferentes ativos, em que os negócios são construídos isolando todas as características que se pretendem ignorar (através de *hedging*) e mantendo a exposição apenas aos fatores que se pretende associar entre dois títulos. Para Beunza & Stark (2004), este tipo de organização heterárquica da colaboração na sala de mercado, facilita a descoberta de associações de propriedades, formas de comparação inesperadas entre ativos e a operacionalização de uma ideia inicial vaga em estratégias de *trading* automatizado. Este processo é ele próprio um processo de *disentanglement* no sentido em que separa os aspetos relevantes de um objeto (neste caso um ativo financeiro) dos que não são relevantes ou não são tidos em conta na transação. Do ponto de vista do “*market framing*” este é ainda um exemplo

---

<sup>54</sup> Arbitragem é a estratégia de investimento que se baseia na compra e venda simultânea de um activo a preços diferentes obtendo o lucro da diferença, por exemplo comprando e vendendo o mesmo activo em mercados diferentes.

relevante do carácter distribuído do cálculo, ou o que Hutchins (1995) designa por cognição distribuída, isto é, o cálculo não é efetuado por um indivíduo, mas encontra-se distribuído por um arranjo de elementos, ou dispositivos coletivos de cálculo (Callon & Muniesa (2005).

Além da preocupação com o domínio material, em particular a tecnologia, a ANT sublinha que os agenciamentos são também compostos por elementos discursivos. É o caso das teorias e modelos usados nas experiências em laboratório que a ANT considera não enquanto discursos sobre a realidade, mas parte integrante da experiência. Ou seja, os discursos não estão fora do que descrevem, mas são parte do que procuram descrever. Esta questão é habitualmente tratada sob o tópico da performatividade, conceito originário da filosofia da linguagem, em particular da reflexão de John Austin, sobre os *speech acts*, ou seja, sobre a capacidade da linguagem de agir sobre a realidade<sup>55</sup>. O conceito de performatividade tem sido utilizado muito para além do seu sentido original (Mäki, 2013) no quadro dos ESF e por esta razão MacKenzie (2006) argumenta que é preferível designá-la por performatividade barnesiana<sup>56</sup> para distinguir da performatividade austiniana, restringindo-se este último termo ao domínio da linguagem e o anterior a um sentido mais lato que engloba vários tipos de discurso.

No caso da sociologia dos mercados inspirada pela ANT a noção de performatividade refere-se ao papel da economia (na aceção inglesa de *economics*), entendida em sentido lato como respeitando a todas as atividades que procuram compreender, analisar e equipar os mercados (Callon, 2005) na formatação e configuração da economia (na aceção inglesa de *economy*), ou seja, este conjunto de disciplinas não diz apenas respeito à mera observação e representação dos mercados, mas é ele próprio o que faz funcionar, ou executa (*performs*), os mercados. (Callon, 1998; MacKenzie, 2006). Assim, alguns estudos neste domínio procuram demonstrar como um determinado aspeto, modelo ou teoria económica é incorporado num determinado agenciamento criando uma configuração específica de mercado. Exemplos disto são o estudo sobre a configuração de um mercado de morangos numa região de França em modelos Walrasianos (Garcia-Parpet, 2007): foram criadas separações físicas entre compradores e vendedores e distribuídas folhas de dados sobre a qualidade dos morangos, o que criou condições para romper com ligações sociais pré-estabelecidas e equipar os participantes com as ferramentas necessárias para efetuarem os seus cálculos, e,

---

<sup>55</sup> Por exemplo dizer "eu prometo" constitui o acto de prometer algo, ou seja, a própria frase executa o acto a que se refere.

<sup>56</sup> Barnesiana refere-se ao trabalho do sociólogo Barry Barnes a propósito de *feedback loops* que se autovalidam (MacKenzie, 2006).

consequentemente, criou-se um mercado cujo funcionamento corresponde às previsões da teoria que lhe deu origem. No domínio financeiro, MacKenzie (2006) procurou demonstrar como as inovações da economia financeira produzidas em contexto académico no início da década de 1970 transformaram decisivamente as práticas nos mercados. O seu livro com o título bem exemplificativo do argumento principal "An engine, not a camera", debruça-se mais detalhadamente sobre o mercado de opções nos EUA, e explica como o modelo Black-Scholes-Merton de avaliação de opções foi incorporado nas práticas dos *traders*, fazendo como que os preços das opções, inicialmente longe das previsões do modelo, se fossem aproximando dos seus valores teóricos.

Uma conceptualização das teorias como agentes de transformação que se autovalidam não é nova na sociologia, como Aspers (2007) refere, exemplificando com a dupla hermenêutica de Giddens (1984). A esse respeito Callon (2006) discutiu o exemplo das profecias autorrealizadas de Merton (1948), avançando com uma distinção relativamente à performatividade que é extensível aos outros casos. É que enquanto o cumprimento das profecias de Merton (1948) depende exclusivamente da crença e, portanto, resulta de um mecanismo do domínio ontológico do mental e humano, a hipótese da performatividade admite não só a possibilidade de uma teoria alterar a realidade contra as crenças dos envolvidos, o que Mackenzie designa por contraperformatividade (MacKenzie, 2006), como também concebe que isso acontece porque o mecanismo que torna a teoria eficaz, e este é o ponto que é válido para as outras distinções, inclui outros elementos além do humano, ou seja, "deploys all the materialities comprising the socio-technical agencements that constitute the world in which these agents are plunged" (Callon, 2006:17).

Este tópico particular dos Estudos Sociais da Finança tem sido amplamente discutido e tem ocupado o lugar central no debate teórico e nas críticas a esta abordagem da sociologia dos mercados. Um primeiro tipo de reações centra-se na afirmação de que, até certo ponto,<sup>57</sup> a economia não observa o real<sup>58</sup>, ou seja, que é mais prescritiva do que descritiva. Mas a maior parte da discussão teórica à volta do tema centra-se no papel das dinâmicas institucionais e políticas, assim como dos enquadramentos normativos na criação de condições para que

---

<sup>57</sup> Um dos problemas deste uso genérico do termo economia é o ignorar toda a sua diversidade. Por outro lado, esta crítica não é de todo exclusiva da teoria da performatividade e até é comum em correntes críticas na própria disciplina (Lawson, 2015).

<sup>58</sup> Aspers (2007), por exemplo, afirma que Walras construiu a sua teoria dos leilões a partir da observação da Bolsa de Paris.

determinados modelos económicos possam ser implementados na construção dos mercados (Henriksen, 2009).

Aa preponderância concedida pela corrente da performatividade à teoria económica na formatação dos mercados acaba por inverter a lógica Polanyiana que está na base de grande parte da sociologia económica, o que é ilustrado pela frase provocatória "the economy is embedded not in society but in economics" (Callon, 1998:30). A este propósito, Fine (2003) argumenta que a sociologia de Callon é contrária a uma economia política do capitalismo, porque ignora o poder e as estruturas sistémicas e Santos & Rodrigues (2009) referem que a performatividade, entendida no sentido mais estrito de autorrealização, exclui que a construção dos mercados é um processo de "constant negotiation and compromise in the collective effort to work out the various cognitive, technical and political problems that emerge when attempting to design an operational market" (Santos & Rodrigues, 2009:14).

A nível empírico, Mirowski & Nik-Khah (2007) produziram um poderoso ataque à tese da performatividade ao revisitarem o trabalho de Guala (2001, 2006) sobre o processo de criação do mercado de leilão de largura de banda eletromagnética nos EUA Enquanto Guala (2001) relata o processo como uma instância de construção de um mercado nos moldes propostos pela teoria dos jogos, em que o mercado é um resultado performativo da teoria, Mirowski & Nik-Khah (2007) evidenciam que os vários protagonistas, como a entidade reguladora governamental, grandes empresas de telecomunicações e dois grupos de economistas (os teóricos dos jogos e os experimentalistas) possuíam cada um o seu conjunto distinto de objetivos e que o formato final do mercado de leilão resultou do jogo político entre estes grupos. Do ponto de vista metodológico, a ideia de "seguir os cientistas" fundada nos Estudos Sociais da Ciência, adaptada a "seguir os economistas" na sociologia dos mercados inspirada pela ANT, é criticada também por estes autores por gerar relatos que se conformam apenas à representação que um grupo particular de agentes faz do processo de construção de um mercado, ignorando, quer a multiplicidade de agendas, quer o carácter ideológico dessa representação. Num debate com Callon (2005), Miller (2002) argumenta que os mercados idealizados da economia neoclássica não têm existência para além do plano abstrato em que se situam, estando em contradição com o mundo real. Partindo desta conceção, que o autor designa por virtualismo, Miller afirma que a teoria da performatividade não dá conta dos processos mediante os quais os modelos económicos, mesmo quando são irrealistas, dispõem da autoridade suficiente para transformarem os mercados e que, ao contrário da proposta de Callon (2005), as trocas económicas nunca se encontram isoladas dos laços sociais ao nível que a economia neoclássica e a ANT consideram.

Apesar do radicalismo aparente da proposta teórica da performatividade, no sentido de continuar no domínio dos mercados uma certa rutura com a sociologia económica que Latour (2007) advogou para a epistemologia das ciências sociais, importa argumentar a favor da compatibilidade com a restante produção sociológica. Em primeiro lugar, é possível integrar no quadro das outras sociologias económicas a preocupação da ANT com as várias disciplinas académicas ligadas aos mercados na construção e manutenção dos mesmos, e com a materialidade, em especial da tecnologia, na configuração da ação económica, aspetos que estavam insuficientemente desenvolvidos. Em segundo lugar, é importante notar que muitos trabalhos empíricos afiliados na ANT, ao mesmo tempo que estão atentos a esses elementos, não ignoram dimensões mais próximas da sociologia económica na sua vertente política, por exemplo dando conta de dinâmicas de negociação na determinação de preços (Çalışkan, 2007), ou de processos de legitimação de práticas nos mercados (Preda, 2009). Um caso particularmente exemplificativo desta compatibilidade é o do já referido estudo de MacKenzie (2006) que, pretendendo ser um teste empírico à teoria da performatividade nos mercados financeiros, relata com muito detalhe a série de negociações entre grupos com interesses divergentes no estabelecimento de uma moldura institucional que permitiu a criação da bolsa de derivados de Chicago. Esta inesperada aproximação é notada por Fourcade (2007):

The relevance of "contextual" factors is particularly well displayed by MacKenzie's (2006) demonstration that the construction of the financial derivatives market presupposed not only the mobilization of a whole network of people with interests in the implementation of the technology at hand, but also on specific cultural assumptions about ways to make money, as well as on enabling political, legal, and economic conditions. It is perhaps not a coincidence, for instance, that these financial developments happened in Chicago rather than in Paris! (Fourcade, 2007: 1026-1027).<sup>59</sup>

---

<sup>59</sup> Curiosamente esta descoincidência entre o nível teórico e empírico da ANT corresponde a uma quase inversão do diagnóstico feito por Çalışkan e Callon (2009: 384) acerca da sociologia económica: "At the theoretical level, the sociology of economy prefers to focus on sociology's favourite objects: networks and social relations, institutions, rules, conventions, norms and power struggles. Yet the empirical research that it has generated increasingly points to the decisive role played by techniques, sciences, standards, calculating instruments, metrology and, more generally, material infrastructure in market formation."

## Síntese

Ao longo deste capítulo identificaram-se as principais perspetivas teóricas que no quadro da sociologia têm trabalhado sobre os mercados financeiros. Um primeiro aspeto a destacar é que os estudos que têm sido agrupados sob a designação de sociologia dos mercados financeiros (Knorr-Cetina & Preda, 2005) ou sociologia da Finança (Knorr-Cetina & Preda, 2012), partem exatamente do mesmo tipo de enquadramento teórico que tem sido utilizado na sociologia dos mercados em geral. A divisão entre perspetivas tóricas dessa possível sociologia dos mercados financeiros é exatamente a mesma que podemos identificar para a sociologia dos mercados, não existindo desse ponto de vista uma autonomia relativa à abordagem teórica sobre os mercados financeiros. Apesar disso é importante frisar que a sociologia dos mercados próxima dos Estudos de Ciência e Tecnologia e da Teoria do Ator-Rede tem de facto incidido especialmente sobre os mercados financeiros e é aqui que tem existido maior especialização da produção sociológica. Apesar de os Estudos Sociais da Finança terem aparecido no panorama da sociologia económica de forma explosiva, no sentido da rapidez com que este grupo de estudos se organizou enquanto campo subdisciplinar quase autónomo<sup>60</sup> e no sentido da sua propensão para a polémica e da abrangência da crítica à sociologia em geral, existem instâncias de influência mútua entre as várias perspetivas e fundamentos para a sua complementaridade.

Mostrou-se também ao longo do capítulo que apesar das diferenças entre as várias perspetivas, existem questões de fundo a que todas procuram responder e que se prendem com problemas relativos à conceção de agência e racionalidade. Ao mesmo tempo foi possível constatar que o ressurgimento de um domínio na sociologia preocupado com estes temas está relacionado com um diálogo crítico com a economia e as soluções que esta disciplina tem encontrado para esses problemas.

Além destes aspetos mais gerais de caracterização do corpo teórico da sociologia dedicada aos mercados financeiros, procurou-se também mostrar como, através de todas as perspetivas, passa uma preocupação com o que genericamente podemos designar por mediação da observação, e que tem ganho uma definição cada vez mais precisa ao longo das várias problematizações. No capítulo seguinte parte-se dessa noção ainda vaga e procura-se defini-la

---

<sup>60</sup> Este aspeto é notório em programas de conferências em que frequentemente esta é a única perspetiva teórica presente.

em relação com análise financeira em particular e argumentar no sentido de uma ligação a questões de outro domínio de estudos, o das profissões, ocupações e expertise.

## **CAPÍTULO II: ANÁLISE FINANCEIRA: DAS MOLDURAS DE AVALIAÇÃO ÀS CULTURAS DE EXPERTISE**

### **Introdução**

Este capítulo pretende focar a atenção da dissertação a nível do seu objeto, passando a centrar-se mais especificamente no tema da análise financeira, situando-o na problemática da mediação da informação que atravessa as várias perspetivas da sociologia dos mercados. Além disso, as próximas secções pretendem ainda incorporar os contributos da sociologia das profissões para uma discussão da análise financeira enquanto expertise institucionalizada.

O capítulo inicia-se, portanto, como uma secção em que se mostra como no quadro de alguns trabalhos sociológicos a problemática da mediação da informação tem sido associada a formas de expertise em avaliação de títulos nos mercados financeiros e de como os analistas financeiros são participantes especializados nessa mediação através da construção do que se designa por molduras de avaliação. Na segunda secção argumenta-se a partir de uma discussão das semelhanças entre os conceitos de culturas de avaliação, culturas epistémicas e culturas de expertise, que a afirmação de determinadas estruturas de mediação nos mercados - como a análise financeira - está associada à valorização de determinadas formas de expertise e pode ser entendida enquanto processo de institucionalização dessa expertise e das ocupações relacionadas. Na terceira secção apresentam-se os principais contributos da sociologia das profissões e ocupações para esta discussão e propõe-se, a partir de dois contributos recentes uma grelha de análise do processo de institucionalização ocupacional da análise financeira. Na quarta secção expõe-se os traços principais das primeiras fases de institucionalização da análise financeira nos EUA situando esse processo no quadro de um projeto de profissionalização.

### **2.1. Mediação da informação e molduras de avaliação**

Os anteriores capítulos de revisão de literatura procuraram mostrar como, mesmo partindo de grelhas distintas, as diferentes perspetivas apresentadas confluem para a atribuição de um papel importante para o que Preda (2007a: 511) designa por esquemas partilhados de perceção e de interpretação da informação na resposta às questões do cálculo e da coordenação. As redes de relações sociais influenciam a circulação de informação nos mercados (Baker, 1984; White, 1981) agindo como fatores de mediação das perceções de qualidade e pressionando os agentes a conformarem-se (White, 1981; Podolny, 2001) a determinadas interpretações sobre o valor de produtos. As organizações dos mercados enquanto ambientes de socialização são espaços de reprodução de normas culturais nas quais se incluem

procedimentos de avaliação (Abolafia, 2001), mas estes estão também dependentes de conceções de controlo mobilizadas pelos atores sociais no sentido de obter o domínio sobre um campo institucional, tais como prescrições sobre quais as orientações desejáveis para a gestão das empresas e de como é que a rentabilidade destas deve ser avaliada (Fligstein, 1996). Estas conceções justificam e prescrevem formas de calcular o valor nos mercados que são apenas possíveis na medida em que se baseiam num trabalho de standardização e quantificação prévio (Carruthers & Stinchcombe, 1999) materializado em dispositivos tecnológicos de medição, registo e comunicação de informação (Preda, 2006). Estes dispositivos permitem aos agentes, mesmo na ausência de interações presenciais e de relações interpessoais, coordenarem-se através da observação simultânea de um mesmo acontecimento (Knorr-Cetina & Bruegger, 2002) e definem a cada momento o que é calculável e faz parte do mercado e o que lhe é exterior (Callon, 1998; Preda, 2009).

A emergência de esquemas partilhados de perceção diz respeito ao carácter mediado dos mercados (Zuckerman, 1999), ou seja, ao facto de os julgamentos ou as apreciações de qualidade de produtos e agentes não decorrerem muitas vezes de um encontro direto entre agentes ou entre agentes e produtos, mas de um encontro indireto, no sentido em que é filtrado e modificado por algum tipo de estrutura mediadora. Assim, conceitos diversos como *framing* (Beunza & Garud, 2007), status (Podolny, 1993), redes (Baker, 1981), dispositivos de julgamento (Karpik & Scott, 2010), dispositivos de mercado (Muniesa et al., 2007), circuitos de comércio (Leyshon et al. 2005), ou convenções (Orléan, 2012) têm sido utilizados, como referem Beckert & Aspers (2011), no sentido de investigar como é que os agentes de mercado produzem julgamentos de qualidade sobre produtos, ou aquilo que também foi designado como processos de qualificação, i.e. “the development of shared cognitive and normative understandings of the qualities of the products exchanged.” (Beckert & Aspers, 2011: 17).

Um dos aspetos que tem sido salientado neste domínio é o da emergência de intermediários de informação<sup>61</sup>, instituições e ocupações específicas envolvidas na produção e reprodução desses esquemas de perceção. É o caso das agências de *headhunting* no mercado de trabalho (Gautié et al., 2005), de consultores no mercado do vinho (Chauvin, 2010), *dealers* no mercado de arte (Velthuis, 2005) ou os analistas nos mercados financeiros (Beunza & Garud, 2007).

---

<sup>61</sup> A literatura sociológica sobre a intermediação nos mercados inclui vários tipos de ocupações de intermediação como distribuição, *matchmaking*, consultoria e avaliação (Bessy & Chauvin, 2013).

O trabalho de Beunza & Garud (2007) é especialmente pertinente no contexto do lançamento de uma agenda de investigação sobre os processos de qualificação nos mercados financeiros e da relação entre molduras de avaliação<sup>62</sup> e os intermediários que as produzem/reproduzem, tais como os analistas financeiros. O tema específico da sua investigação é o da controvérsia relativa ao enquadramento da empresa Amazon por vários analistas financeiros e a conseqüente discrepância entre as avaliações da empresa. Os autores descrevem as análises da empresa enquanto molduras de avaliação compostas por três dimensões: “categoria”, a Amazon seria uma empresa de internet ou um retalhista de livros; “analogia”, a Amazon deveria ser comparada à AOL ou à Barnes & Noble; e “indicador chave”, o aspeto a destacar das contas da Amazon deve ser as receitas ou lucro e *cashflows*. Ao longo destas dimensões contrastam-se diferentes pontos de vista sobre o mesmo conjunto de informação, com uma conseqüente avaliação da empresa mais favorável no primeiro caso e mais desfavorável no segundo, respetivamente. Os autores apresentam as seguintes conclusões: por um lado os analistas não são meros imitadores das avaliações dos seus pares, são agentes ativos na construção de molduras de cálculo, ou seja, como designam Beunza & Garud (2007) são *frame makers*; por outro lado isso significa que não são se comportam como processadores de informação bayesianos, ou seja, as molduras de avaliação perduram durante algum tempo, mesmo havendo nova informação. Ao longo do período de divergência entre analistas, os autores encontram o que designam por controvérsias de enquadramento (*framing controversies*), ou seja, a manutenção de avaliações díspares baseadas no mesmo conjunto de informação<sup>63</sup>. Os autores argumentam ainda que as molduras de cálculo podem estar ligadas ou aninhadas (*nested*) noutras mais genéricas e abrangentes, referindo que, por esse motivo, a degradação da reputação das empresas enquadradas na categoria “Nova Economia”, categoria

---

<sup>62</sup> Os termos moldura de cálculo e moldura de avaliação são equivalentes e o seu uso depende da dimensão que se pretende sublinhar.

<sup>63</sup> Neste caso particular o analista que de 1998 a 2000 avaliava positivamente Amazon, interpretando as perdas da empresa como investimento, não conseguiu persuadir os investidores e a partir de 2000 o preço das ações começou um declínio consonante com o domínio da moldura de cálculo contrária.

na qual a ideia da Amazon como “empresa de internet” estava inserida, levou à descredibilização desta moldura mais específica<sup>64</sup>.

Um processo semelhante é descrito por Wansleben (2013) a propósito da criação da categoria BRIC (Brasil, Rússia, Índia, China), termo inventado pelo economista chefe do banco de investimento Goldman Sachs Jim O’Neill. Enquanto destinos de investimento financeiro, este conjunto de países era usualmente considerado como pertencente a uma categoria de mercados emergentes e era, comparativamente com países dessa categoria, que se estabeleciam julgamentos de risco a propósito de avaliação de ativos, como dívida soberana ou ações de empresas nacionais. Num conjunto de publicações por parte de economistas da Goldman Sachs, recorrendo a uma seleção de indicadores económicos, estratégias narrativas e linguagem metafórica, este grupo de países é apresentado como fazendo parte de uma categoria de elevado potencial de crescimento de longo prazo, contradizendo a ideia associada à conceção anterior de elevado risco e potencial lucrativo de curto prazo. A criação desta categoria marcou uma alteração no regime classificatório financeiro de divisão regional e entre países desenvolvidos e em desenvolvimento, abrindo caminho para posteriores recomposições das classificações geográficas (Wansleben, 2013). É também um exemplo de *frame-making* no sentido em que se criou uma nova moldura de avaliação a partir da qual se passaram a realizar julgamentos de valor diferentes, o que mostra como uma moldura de cálculo tem um efeito performativo nos mercados, intervindo na própria construção do valor. Marca também a emergência de um “circuito cultural de capital” (Leyshon et al., 2005), através da criação de novos instrumentos

---

<sup>64</sup> Note-se que o facto de a Amazon se ter tornado entretanto um dos maiores negócios do mundo e o preço das suas ações ter subido para além do que as análises optimistas estudadas por Beunza & Garud (2007) é irrelevante no que respeita à apreciação da eficácia dessas análises. O que os autores argumentam vai precisamente no sentido que as molduras de avaliação têm um carácter convencional (Orleán, 2012) e performativo: “we view calculation as framed, material and social, in other words, as performed. Frame-making is thus consistent with the emerging performativity literature in economic sociology and its central claim that economic theories and artefacts format the economy by shaping the way in which value is calculated” (Beunza & Garud, 2007:33).

financeiros, como fundos de investimento desenhados para exposição ao risco específico destes países (Wansleben, 2013)<sup>65</sup>.

A produção de molduras de avaliação e a sua importância na construção do valor nos mercados financeiros tem sido considerada sobretudo como objeto microssociológico, estudando instâncias específicas de *framing* com atenção detalhada à forma como indicadores, categorias e analogias medeiam as percepções sobre o valor. Nos estudos que descrevemos anteriormente refere-se ainda uma dimensão mais externa das molduras de avaliação que podemos caracterizar em dois tópicos:

a) Por um lado, o facto de que a produção de uma determinada moldura de avaliação só tem eficácia se se tornar convencional, ou seja se um conjunto alargado de participantes num mercado a adotar. Beunza & Garud (2007) referem que a abordagem seguida por Zuckerman (1999) de considerar os intermediários como os analistas enquanto críticos, reproduzindo as conceções sobre valor prevalentes, não capta a dimensão autónoma do trabalho dos analistas no sentido em que, sem a criatividade e a capacidade de alteração dessas conceções, os relatórios dos analistas não teriam utilidade para os investidores que neles se baseiam. Contudo, sem a capacidade de se tornarem influentes (não necessariamente prevalentes) essas molduras de avaliação não teriam a mesma importância na construção do valor nos mercados. É neste sentido que apontam também Hardie & MacKenzie (2007), referindo que os investidores financeiros agem em antecipação da direção do investimento de outros participantes e que as próprias molduras de avaliação podem ser usadas como parte desta estratégia de antecipação:

Part of this process involves understanding the information to which other market actors pay attention. They seek to forecast the future market frame, and in doing so they validate one of the competing frames (which could, of course, be their own). (...) Because the movement in market prices is the primary concern, it is to those investors with 'market power', and therefore their framing, that market actors pay most attention. (Hardie & MacKenzie, 2007:400-401).

---

<sup>65</sup> Fourcade discute a este propósito a dimensão simbólica e carga moral dos próprios termos: “Who would you rather put your money on – the BRICs or the PIGS? The terms (which evocate, respectively, a sturdy material and a filthy porcine) are not irrelevant here: we think and feel through language. Qualifiers such as BRICS and PIGS, or even STUPID (Spain-Turkey-UK-Portugal-Italy-Dubai) remind us that the economy is always and everywhere a morality play, where actors – individuals, corporations, countries – are apprehended not only through numbers, formulas and charts aiming at precision, but also through rather coarse moral categories of virtue and vice, good and bad, high and low” (Fourcade, 2013: 262)

O caso apresentado por Beunza & Garud (2007) mostra o dilema associado ao papel dos intermediários: se o seu ponto de vista for meramente convencional, o seu papel é meramente reprodutor de classificações já existentes, mas se o seu julgamento sobre um determinado objeto não for adotado por um conjunto alargado de agentes de mercado (se não se tornar numa das convenções existentes) num espaço de tempo suficiente o seu julgamento torna-se irrelevante.

b) Por outro lado, as molduras de avaliação estão “aninhadas” (*nested frames*) em conceções mais gerais sobre o valor, que estão ligadas a formas de expertise legítimas. A possibilidade de existirem intermediários funcionalmente identificados nos mercados tais como os analistas e que as suas opiniões sejam consideradas, depende de uma apreciação de credibilidade da sua expertise. Ou seja, se as molduras de cálculo são configuradas localmente pelos elementos materiais e discursivos específicos, são ao mesmo tempo afetadas por quadros cognitivos mais genéricos, tais como conceções sobre o valor nos quais estão aninhadas, quer dizer, conceções das quais retiram elementos de cálculo como analogias ou categorizações e que são supervenientes no que respeita à credibilidade e legitimidade das molduras de avaliação. Uma das formas de dar conta destas estruturas conceptuais mais genéricas é considerá-las como culturas epistémicas (Knorr-Cetina, 2007) ou culturas de expertise (Wansleben, 2013).

## **2.2. Culturas epistémicas, culturas de expertise e culturas de avaliação**

Knorr Cetina define culturas epistémicas da seguinte forma:

It refers to those sets of practices, arrangements and mechanisms bound together by necessity, affinity and historical coincidence which, in a given area of professional expertise, make up how we know what we know. Epistemic cultures are cultures of creating and warranting knowledge.” (Knorr-Cetina: 2007:367).

Trata-se, portanto, de considerar a produção de conhecimento como contingente, dependente dos seus arranjos ou agenciamentos (Callon, 2008) específicos e, portanto,

necessariamente plural e diversa<sup>66</sup>. Procurando traçar o perfil epistémico da análise financeira, focando-se especificamente na análise fundamental de ações ligada aos designados departamentos de *equity research* dos bancos de investimento Knorr-Cetina (2011) identifica três características fundamentais da sua cultura epistémica<sup>67</sup>: a) o carácter temporalizado do conhecimento, que se refere ao facto de os analistas considerarem apenas informação segmentada temporalmente, como relatórios anuais de contas ou séries estatísticas anualizadas e ainda, contrariamente ao comum no projeto científico de obtenção de conhecimento abstrato, universal e permanente, produzirem informação temporária, particular ao caso que analisam (tal como o valor de uma empresa) e cuja validade é perecível no decurso da chegada de informação posterior; b) a análise financeira como uma “ciência afetiva”. Apesar de se ter afirmado como uma atividade de aconselhamento ao investimento baseada em métodos objetivos, por oposição ao tipo de práticas intuitivas que anteriormente cumpriam esse papel, realizando uma função de racionalização das emoções dos seus clientes, os analistas realizam também, em consequência de trabalharem para instituições que procuram promover as transações, cobrando comissões, o que Knorr-Cetina designa por funções de incentivo: “research and analysis build emotional energy for continued market activities (...) not only the numbers but the quality and semantics of the ‘stories’ analysts produce become important” (Knorr-Cetina, 2011:426); c) o carácter indireto (ou *proxy*, como designa a autora) dos dados que recolhem, motivado pelos requisitos temporais da sua função e que faz com que apenas utilizem fontes secundárias de informação e que, conscientes dos riscos de manipulação de informação, procurem desenvolver “etnografias indiretas” (*proxy ethnographies*), tais como visitas às empresas e contactos regulares com fontes das empresas como diretores financeiros e *investor relations*.

---

<sup>66</sup> Como especifica a autora: “Science and expertise are obvious candidates for cultural divisions; they are pursued by specialists separated off from other specialists by long training periods, intense division of labour, distinctive technological tools, particular financing sources, and so on. The notion of an epistemic culture takes up where this assessment leaves off. It brings into focus the content of the different knowledge-oriented lifeworlds, the different meanings of the empirical, specific constructions of the referent (the objects of knowledge), particular ontologies of instruments, specific models of epistemic subjects. Epistemic unity, then, is a casualty of the cultural approach to knowledge production.” (Knorr-Cetina: 2007:364)

<sup>67</sup> A autora refere que o seu texto não pretende caracterizar uma cultura epistémica na sua totalidade, mas tem antes um objetivo mais modesto de traçar um perfil epistémico.

Uma outra noção próxima da de cultura epistémica é de cultura de expertise. No seu trabalho sobre o mercado cambial, Wansleben (2013) considera as práticas dos analistas no quadro da evolução de culturas de expertise financeiras específicas do mercado de *foreign exchange* (FX) no qual os *traders* ocupam uma posição hegemónica. Aqui, a análise fundamental, por exemplo, respeitando aos indicadores macroeconómicos e decisões de bancos centrais é interpretada não como correspondendo a um valor fundamental, mas como uma informação que terá impacto se surpreender as expectativas dos agentes. Ou seja, o que importa para estes *traders* não são os dados fundamentais em si, mas a interpretação que os agentes fazem destes. Como descreve o autor, “fundamentals matter, but only when integrated into the FX knowledge cultures” (Wansleben, 2013: 11). A forma como constroem o seu conhecimento insere-se numa cultura específica do mercado de FX no qual a própria noção de fundamentais tem um sentido diferente daqueles. Fazem parte daquilo que MacKenzie (2011) designa como “culturas de avaliação” distintas para sublinhar o carácter performativo das culturas epistémicas sobre a construção do valor. A noção de cultura de avaliação corresponderia a uma interseção entre os conceitos de “cultura epistémica” e “moldura de avaliação”.

O autor parte do estudo sobre práticas diferentes de avaliação de instrumentos financeiros semelhantes para sublinhar que a diferença entre esses “clusters de práticas” origina diferentes perceções de valor desses instrumentos. É certo que estes “clusters de práticas” a que se refere o autor parecem próximos da noção de molduras de avaliação. Referem-se, porém, a escalas conceptuais diferentes. Recuperando a expressão de Beunza & Garud (2007), poderíamos conceber que molduras de avaliação diferentes podem estar “aninhadas” em outras molduras mais gerais, até ao nível em que as diferenças são suficientemente marcadas para podermos falar de culturas diferentes. Para podermos designar clusters de práticas de avaliação diferentes como tratando-se de culturas epistémicas de avaliação distintas MacKenzie (2011) propõe quatro critérios que têm a vantagem de ser suficientemente concretos para se prestarem a uma operacionalização quase direta:

1- Ontologias diversificadas: Existência de diferentes visões sobre o que é o valor económico e a natureza dos processos que o criam. Este ponto corresponde à especificidade referida por Wansleben (2013) relativamente à noção de valor fundamental entre analistas do mercado de FX e tem sido tratada frequentemente na sociologia a propósito da distinção entre valor intrínseco e valor de mercado, e as duas respetivas culturas de avaliação, a análise

fundamental e a análise técnica (Preda, 2006; Godechot, 2005; Knorr-Cetina, 2011; Wansleben, 2012) <sup>68</sup>.

2-Processo de socialização: Existência de formas através das quais os iniciados podem aprender essas ontologias e práticas. Notando que se trata de uma área pouco estudada, MacKenzie sugere aspetos como papel da aprendizagem informal no contexto da própria intervenção nos mercados enquanto investidores e, mais recentemente, o treino formal providenciado por organismos como o CFA Institute ou programas de MBA e mestrados na área financeira. A importância deste fator é que, refere o autor “learning evaluation practices either via apprenticeships or via these more formal routes is not simply a matter of acquiring narrow skills, but also of induction into wider ontologies and priorities.” (MacKenzie, 2011:16)

3- Mecanismos de interação que possam transcender fronteiras organizacionais, ou mais especificamente que promovam a interação através das fronteiras de competição, por exemplo, para além de culturas organizacionais.

4- Padrões de mudança *path-dependant*, quer dizer, em que práticas passadas condicionam atividades de avaliação atuais, levando a alguma permanência de formas de avaliação apenas no contexto de uma dada cultura de avaliação.

Além da produção de conhecimento em si, a noção de culturas epistémicas inclui também uma dimensão relativa aos mecanismos que garantem a fiabilidade desse conhecimento, tais como as instituições que Knorr-Cetina designa por atores macro epistémicos e que exemplifica a propósito do conhecimento económico e das culturas epistémicas dos mercados:

Examples of such institutions would be rating agencies that rate a country’s economic ‘worth’, thereby validating knowledge that circulates about the country; these would be the analyst departments of banks and investment companies, patent offices, accounting firms validating the worth of a company and price of its stock, and the like. The point is that some organisations outside the narrower fields of academic science can be seen to have specific epistemic roles and functions, for example observer roles, representing roles, validating roles. (Knorr-Cetina: 2007:367).

Neste sentido, uma cultura epistémica não diz apenas respeito ao conjunto de elementos materiais e discursivos que materializam um dado conhecimento, mas também a um outro tipo

---

<sup>68</sup> Do ponto de vista meramente paradigmático Zuckerman oferece uma distinção tripartida entre a posição “realista”, “construcionista” e “contrária” acerca do valor, que tenderiam a corresponder respectivamente com a Hipótese dos Mercados Eficientes (HME), a análise técnica e análise fundamental. Já Godechot considera esta distinção a partir de diferenças na estrutura do capital social e cultural (Godechot, 2005) e também nos tipos de legitimidade que sustentam cada uma das práticas de análise financeira (Godechot, 2005, 2008).

de elementos que justificam interna e externamente a validade desse conhecimento. Esta relação entre aquilo que é calculável e aquilo que é legítimo, já enunciada por Beunza & Garud (2007) numa escala menor a propósito da descredibilização da ideia de “Nova Economia” e das consequências para a avaliação da Amazon, é ainda mais explicitada por Preda (2009) quando refere que a construção das fronteiras dos mercados financeiros é um processo de construção do observável dentro de um mercado, ou seja do calculável que faz parte da *market frame* (Hardie & Mackenzie, 2007) , mas também do observável para fora, ou seja, daquilo que é acessível. A passagem dos investimentos financeiros de atividades ilícitas ou imorais – como o autor reporta a propósito da Inglaterra do século XIX – a atividades legítimas envolveu uma alteração nestas fronteiras de observação para o exterior, na representação destas atividades no espaço público, através da projeção de uma imagem de honorabilidade, seja pela restrição das atividades financeiras a um conjunto fechado de participantes que funcionam como um grupo de status (Preda, 2005) ou da associação crescente da economia financeira académica aos desenvolvimentos nos mercados financeiros (Preda, 2009; MacKenzie, 2006).

Para Preda, a construção dessas fronteiras de observação que definem o que é a cada momento calculável são também fronteiras de legitimidade, na medida em que valorizam algumas atividades e grupos profissionais e excluem outros. A emergência e declínio de vários tipos de conhecimento que configuram molduras de avaliação está associada, portanto, ao estatuto dos grupos especializados nesse tipo de conhecimento, ao reconhecimento que obtém enquanto especialistas:

What counts, then, is the group’s successful, legitimate monopolization of a domain of knowledge rather than its responding to a functional need of that domain. This monopolization requires control over access to knowledge production, but also the successful persuasion of users that they need a special form of knowledge in their activities. (Preda, 2009:152).

Esta discussão aponta-nos para a parte final da problematização teórica desta dissertação: as práticas de avaliação que constroem o valor nos mercados são também o resultado de processos de institucionalização de uma dada expertise como necessária e legítima. Neste sentido importa considerar a descrição que alguns autores (Preda, 2006; Knorr-Cetina, 2009; Godechot, 2008; MacKenzie, 2006; Fogarty & Rogers, 2005; Wansleben, 2012) têm avançado e que tem consistentemente apontado para fases distintas da relação entre culturas de expertise enquanto modos específicos de conhecimento e formas de controlo de determinados grupos ocupacionais sobre esses domínios de conhecimento.

Antes de considerarmos a emergência da análise financeira enquanto processo de institucionalização de um tipo particular de expertise na secção 2.4, importa referir alguns

contributos da sociologia das profissões que ajudam a entender o fenómeno, tarefa que se empreende de na secção seguinte.

### **2.3. Profissionalização e institucionalização**

O tema do profissionalismo é aquele que no quadro da sociologia tem estado mais envolvido na problematização do controlo dos grupos ocupacionais sobre formas de expertise. A origem destas questões surgiu ainda no início da década de 1930, tendo sido desenvolvida particularmente por autores como Parsons (1958) e Merton (1982) no quadro de uma conceção funcionalista, que considerava as ocupações a partir do seu papel de resposta a necessidade sociais e contribuição para a integração e coesão social (Gonçalves, 2007). A diferenciação entre ocupações segundo estes critérios produziu um conjunto de esquemas classificatórios que procuravam distinguir as ocupações designadas por profissões que correspondiam a um tipo particular de função social, tomando como exemplos os advogados e os médicos das ocupações comuns. As profissões teriam, assim, um tipo particular de características distintivas tais como a detenção de conhecimentos científicos, racionais, complexos e especializados, obtidos pela frequência de formação universitária. A prática profissional desenrolar-se-ia no quadro de uma disposição altruísta, orientada por princípios éticos e deontológicos. Neste sentido, segundo as posições funcionalistas, as profissões seriam orientadas fundamentalmente para o benefício público, o que as distinguiria das outras ocupações organizadas em trabalho assalariado e de orientação mercantil e empresarial.

A partir da perspectiva interacionista emergiu uma reformulação crítica da noção de profissão, colocando as questões do poder, do conflito e do monopólio sobre as áreas de conhecimento, na análise das profissões. Rejeitando uma definição apriorística de profissão, esta perspectiva considerava a pluralidade de formas e contextos ocupacionais e os processos de legitimação social, a partir da interação entre as ocupações. Desde a década de 1960, as leituras interacionistas sobre as profissões começaram a ser mobilizadas no quadro de uma crítica mais sistemática sobre as teses funcionalistas, oriunda de uma pluralidade abordagens, entre as quais as teses do poder e monopólio profissional ganharam maior destaque (Gonçalves, 2007). É o caso de Johnson (1972) que argumenta, ao contrário do modelo funcionalista, que as relações entre profissionais e clientes são muitas vezes assimétricas, caracterizadas por uma distância social acentuada pela posse diferenciada de conhecimentos. O autor analisa as relações entre ocupações e clientes no quadro de formas de controlo ocupacionais que sistematiza em três tipos: o controlo colegial, que corresponde ao modelo do profissionalismo no qual o profissional tem a capacidade de definir as necessidades do consumidor e as soluções para as

satisfazer; o patrocínio, em que é o consumidor, pela sua posição social ou organização coletiva que define as necessidades e soluções; e o controlo mediado, no qual o Estado intervém na definição das necessidades mediando a relação entre profissionais e clientes.

Numa abordagem mais inspirada em teses marxista e weberianas, Larson (1977) propõe a noção de projeto profissional, que utiliza para analisar a forma como as ocupações adquirem um monopólio legal sobre certas atividades, obtendo garantia exclusiva por parte do Estado para o exercício da profissão em mercados fechados, reclamando exclusividade de posse de determinados conhecimentos codificados e abstratos atestados por credenciais universitárias e, desta forma, beneficiando do acesso a privilégios materiais e simbólicos. Nas palavras da autora: “professionalization is thus an attempt to translate one order of scarce resources - special knowledge and skills - into another - social and economic rewards” (Larson, 1977: xvii). A aplicabilidade da noção de monopólio profissional é um dos focos de crítica sobre esta perspetiva, por parte autores como Freidson (1978). Na conceção deste autor a profissão consiste numa forma de organização do trabalho, sustentada na autonomia técnica, no monopólio sobre uma área de conhecimento especializado, e no credencialismo como critério de acesso à profissão.

Mais recentemente, a partir do final da década de 1980, a perspetiva de Abbott (1988) é particularmente influente no quadro da sociologia das profissões e ocupações. Contrariamente ao enfoque em apenas uma profissão, que caracteriza muitas das análises anteriores, a proposta do autor centra-se na noção de sistema de profissões, sublinhando o carácter conflitual e de interdependência da relação entre ocupações. A sua análise centra-se nas dinâmicas de competição interocupacional através das quais os grupos garantem o direito de controlo sobre o exercício de um conjunto de atividades ou provisão de serviços, ou, na terminologia do autor, controlo sobre uma jurisdição. O autor identifica também os fatores que estão na base de mudanças que afetam as relações de poder entre ocupações, tais como os processos de diferenciação, as alterações societárias a nível da tecnologia e das organizações, assim como as mudanças culturais que afetam as formas de legitimação das reivindicações jurisdicionais. A abordagem de Abbott rompe, ainda, com uma tradição de negligência relativamente à prática profissional e de exclusiva concentração nos aspetos formais e estruturais das ocupações.

Um dos aspetos importantes que importa reter aqui do trabalho de Abbott (1988) é a sua discussão sobre o conceito de profissionalização. O autor refere existirem quatro categorias de modelos de profissionalização, próximos das fases de evolução descritas anteriormente: o funcional, no qual a profissionalização é a evolução de garantias estruturais para o controlo sobre a relação entre *expert* e cliente; o estrutural, em que a profissão é uma forma de controlo

ocupacional; o monopolista, no qual as profissões seriam grupos com projetos de mobilidade, e os padrões de profissionalização o resultado de forças externas de nível societal; e o cultural, centrando o conceito na legitimação da expertise. Algumas diferenças entre as várias teorias de profissionalização são formais, isto é, focam-se mais numa ou outra dimensão do processo, enquanto outras são substantivas e dizem respeito aos mecanismos e causalidades subjacentes. O autor argumenta que, apesar das suas diferenças, estas várias perspectivas partilham daquilo que designa por teoria sintética e que se refere a uma definição estrita do conceito de profissionalização produzindo narrativas de mudança linear unidirecional e com um destino prefixado à partida. Na sua proposta, os processos de profissionalização são múltiplos e podem conduzir a diferentes destinos: “there are clearly a variety of directions for development, and development towards strong control is but one of them” (Abbott, 1988:18).

Abbott oferece uma poderosa alternativa no ponto de vista do enfoque analítico, ao propôr uma perspectiva holística sobre as ocupações que tem em conta as dinâmicas de competição interocupacional e ao colocar a prática profissional, aquilo que as ocupações fazem, no centro da análise. Por outro lado, é necessário ter em consideração que a longa produção sociológica que cabe nesta descrição de Abbott, produziu, como o próprio admite, resultados regulares, mesmo que aplicáveis a um conjunto limitado de profissões. As características identificadas por estas várias perspectivas, mesmo que não esgotem as várias possibilidades de evolução das ocupações em geral, correspondem, sem dúvida, a pelo menos uma dessas possibilidades. Além disso, apesar das diferenças que Abbott designa por substantivas poderem tornar difícil a compatibilização entre elas, do ponto de vista meramente descritivo, as várias características identificadas são cumulativas e compatibilizáveis.

Uma das formas como esse conceito estrito de profissionalização ainda pode ser útil é como referente ideal-típico (Freidson, 2001) face ao qual se poderiam contrastar outras formas de institucionalização. Uma das abordagens deste tipo é utilizada por Muzio et al. (2011), no contexto de uma análise de processos de institucionalização de ocupações ligadas ao conhecimento<sup>69</sup>, na qual os autores propõem a noção de profissionalização empresarial para designar um modo específico de profissionalização, identificável pelas semelhanças e diferenças face ao que designam por profissionalização típica. Esta profissionalização típica não é mais do que uma síntese das características avançadas no quadro das várias abordagens

---

<sup>69</sup> As ocupações estudadas pelos autores são a gestão de projetos, a consultoria de gestão e o *headhunting*.

referidas anteriormente e face à qual é possível estabelecer comparações tal como se exemplifica no quadro II.1, retirado do artigo dos autores.

**Quadro II.1 - Características da profissionalização empresarial face a modelos tradicionais de profissionalização<sup>70</sup>**

	Old 'Collegial professionalization'	New 'Corporate professionalization'
Knowledge-base	Reliance on an abstract body of knowledge	Co-production of knowledge with industry, situated knowledge, focus on competences
Market	Statutory closure via Royal Charter	Market closure via corporate practices ('embedding professional membership' in tendering and procurement processes)
Legitimacy	Legitimized by public benefit	Legitimized by market value
Composition of association	Individual membership Single-tier membership structure	Individual and organizational membership Multi-level membership structure
Relation to state	Licensed/regulated by state	Not licensed/regulated, state acts as (significant) stakeholder/consumer of services
Relation with clients and employers	Arm's length	Close engagement
Jurisdictions	National	International

Fonte: Muzio et al. (2011: 457)

Como se explicou a propósito das questões de partida, o objeto desta investigação não se centra no conceito de profissionalização, mas numa noção mais genérica: a de institucionalização. A pertinência do conceito de profissionalização no quadro desta dissertação reside na mobilização de um conjunto de contributos que podem ser úteis na caracterização do processo de institucionalização da análise financeira. É na medida em que se trata de uma ferramenta útil que importa aqui referir esta discussão. Nesse sentido, importa reter um entendimento do conceito que permita flexibilidade suficiente para adaptação a uma área de expertise que pode ter variadas formas de institucionalização ocupacional e integrar outras

<sup>70</sup> O termo jurisdição usado pelos autores refere-se à jurisdição geográfica e não ao sentido em que o termo é utilizado por Abbott.

contribuições como a refletida na noção de institucionalização transnacional de Fourcade que se considerará seguidamente.

O conceito de institucionalização transnacional é proposto por Fourcade (2006) para enquadrar o desenvolvimento profissional das ocupações ligadas à economia enquanto processo definido tendencialmente em termos globais. A autora apresentou a sua proposta com o objetivo de responder a uma propensão na literatura sobre profissões para considerar a profissionalização como definida essencialmente a partir de dinâmicas nacionais. A sua análise das ocupações ligadas à economia identifica três fatores de institucionalização transnacional que concorrem no sentido de criar uma jurisdição internacional: a) A criação de uma retórica alargada e universalista na ciência económica que permite a transposição de conhecimentos para contextos diferentes; b) A associação da ciência económica à ascensão do Estado-Nação Moderno em que desempenha um papel de tecnologia de poder político e burocrático. A expansão do Estado-Nação como modelo de administração do território facilitou e foi facilitada pela associação a uma ciência da administração com um carácter de aplicação universal; c) A existência de ligações transnacionais dominada pelos Estados Unidos visível não só na hegemonia das universidades e publicações americanas, mas em instituições em que os EUA têm uma forte influência como o Fundo Monetário Internacional (FMI) ou Banco Mundial.

No que respeita a esta investigação, que tem um enfoque nacional, a contribuição de Fourcade permite ter em consideração que o desenvolvimento da análise financeira em Portugal não é independente de lógicas transnacionais, a nível da reprodução do conhecimento, da regulação profissional e da criação de um mercado nacional ligado à análise financeira. A perspetiva aqui adotada é, portanto, a de que é necessário explicar de que forma esses fatores transnacionais estão presentes, não apenas como tendências globais, mas também como influências mediadas pela posição específica que o contexto português tem nesse contexto global.

Apesar da organização desta dissertação não seguir exatamente a divisão por dimensões de análise – o que se justifica pela necessidade de organização para efeitos de leitura sequencial de uma série de elementos que por vezes se entrecruzam – a grelha proposta por Muzio et al. (2011), e a contribuição de Fourcade (2006), serve de orientação transversal para a análise dos dados empíricos no que respeita à institucionalização da análise financeira, desde logo a partir da próxima secção.

## 2.4. Emergência e institucionalização da análise financeira

A emergência da análise financeira tem, de acordo com Preda (2006, 2009) e Knorr-Cetina (2011), a disponibilização de informação como ponto de partida. Preda (2006) refere que, apesar de ser ter consolidado enquanto análise técnica no decurso do século XX, foi a disponibilidade de informação sobre os preços de ações de forma rotinizada e fiável que tornou possível a emergência de técnicas de previsão de preços baseadas na observação de movimentações passadas. O autor situa este momento fundador nas últimas décadas do século XVIII, desde a introdução do “*stock ticker*” nos EUA em 1867. Na viragem do século, listas com preços das ações registados em vários momentos do dia eram já publicados em revistas especializadas. O acesso à informação em tempo quase real era, contudo, condicionado pela acessibilidade aos mecanismos de apresentação da informação a um grupo especializado, os “*tape-readers*”, ao mesmo tempo que se registava um apelo a uma análise da informação que fosse imparcial, sem ligações às casas de corretagem (Preda, 2006). Os especialistas na leitura de gráficos, também designados por “*chartists*”, foram desenvolvendo uma linguagem própria de representação das tendências que observavam. A interação entre o observável e calculável era aí evidente:

We encounter here a double game of authority and trust: on the one hand, authority and trust are transferred to the ticker. On the other hand, the rhythm of price data generates interpretive tools, which require personal skills, and thus invests authority in groups able to interpret charts. Instead of completely disentangling authority from human actors, the ticker gives rise to new status groups in financial transactions. (Preda, 2006:770).

Um tipo de cultura de avaliação no sentido de MacKenzie (2011) formou-se à volta da informação disponibilizada pela evolução tecnológica com uma conceção de valor alicerçada na noção preço de mercado, em que há uma confluência entre o dispositivo de observação, o *stock ticker*, e o entendimento do que é o mercado, consubstanciado na relação de equivalência em expressões identificadas por Preda (2006) como *moving the tape* e *moving the market*.

Um segundo momento chave de desenvolvimento de uma expertise de análise financeira surgiu a partir do início da década de 1930 nos EUA em função da disponibilização de informação financeira sobre as empresas, que passou a ser legalmente exigida com a implementação dos Securities Exchange Acts de 1933 e 1934 (Wansleben, 2012). A nova legislação teve como objetivo promover a transparência nos mercados financeiros como forma de evitar uma nova crise como o *crash* bolsista de 1929 e passou a obrigar as empresas a disponibilizar uma grande quantidade de informação que pudesse ser relevante para os investidores, punindo a divulgação de informação errónea ou enganadora (Fogarty & Rogers, 2005). Além da informação disponível ser em maior quantidade e periodicidade, passou a estar

estandardizada em consonância com padrões contabilísticos, permitindo a comparabilidade entre empresas e ao longo do tempo. É nesta época, em 1934, que é publicado o primeiro manual de análise fundamental "Security Analysis" de Graham & Dodd que marca a primeira tentativa de sistematização de técnicas de análise das contas das empresas. Neste texto fundador propõe-se como objetivo explícito, por contraposição à análise técnica até aí hegemónica, encontrar relações de causalidade na base das movimentações de preço. Note-se que a criação deste tipo de regulação e o emergente corpo de conhecimentos de análise financeira partilhavam a mesma ontologia do valor (MacKenzie, 2011), entendendo o *crash* de 1929 como resultado de um desfasamento entre expectativas mal informadas dos investidores e a verdadeira posição financeira das empresas (Wansleben, 2012). Isto não significa que Graham & Dodd negassem que os preços se formassem no curto prazo em função das atividades de especulação. À semelhança da metáfora do concurso de beleza de Keynes (1936)<sup>71</sup> o mercado de ações seria, no curto prazo, uma “*voting machine*”, mesmo que no longo prazo pudesse ser, em virtude da imposição dos constrangimentos dos fundamentais das empresas, uma “*weighing machine*” Zuckerman (2012: 242). A conceção de valor patente nesta emergente cultura de expertise da análise financeira caracteriza-se, segundo Zuckerman (2012), por entender a possibilidade de haver um desfasamento entre o preço de mercado das ações de uma empresa e o valor que é possível determinar a partir de uma avaliação das contas dessa empresa, mas também por admitir que é possível aos participantes num mercado intervir sobre esse desfasamento e produzir um lucro com a diferença.

Algumas técnicas de análise fundamental surgiram ainda antes da década de 1930, mas a sua afirmação não se dá até antes de duas condições se terem verificado: o choque bolsista de 1929 que pôs em causa a credibilidade dos preços de mercado e a produção legislativa de promoção da divulgação de informação sobre as empresas. Quando essas duas condições se verificaram, existia já um grupo de ocupações suficientemente familiarizado com a análise das contas das empresas. E, enquanto o tipo de expertise hegemónica da fase anterior, a análise técnica, tinha sido desenvolvido sobretudo por participantes, investidores eles próprios, agora eram sobretudo especialistas em estatística e contabilidade dentro dos bancos (Jacobson, 1997 cit. por Wansleben 2012) que estavam mais preparados para poder reivindicar a análise

---

<sup>71</sup> Tata-se da hipótese de um concurso de jornal em que os leitores podem votar nas caras mais bonitas de entre 100 fotografias e ganhar um prémio caso acertem nas caras mais populares.

fundamental enquanto expertise legítima de avaliação de ações e afirmar novas condições de acesso a essa expertise<sup>72</sup>.

Segundo a descrição de Wansleben (2012) esta fase de institucionalização possui características que poderíamos atribuir a um projeto de profissionalização, em que se procura criar um sistema de recompensas institucionalizadas baseado em competências escassas (Larson 1977): a existência de um projeto deliberado de codificação e estabilização de um corpo de conhecimentos, a criação de organizações de defesa dos interesses ocupacionais e a criação de mecanismos de controlo do acesso à ocupação de analista financeiro. Assim, à criação de associações profissionais de defesa dos interesses e formação dos analistas, sucedeu em 1947 a integração das várias associações locais dos EUA numa federação, a Financial Analysts Federation (FAF) que, segundo Wansleben, prosseguiu como objetivos principais “professionalism and codification of analysts’ knowledge” (Wansleben, 2012: 299).

Segundo os seus fundadores, sublinha Wansleben (2012), a codificação deste corpo de conhecimento deveria partir de uma standardização das tarefas da análise financeira que a pudesse aproximar de um conhecimento abstrato. Esta preocupação está bem patente na publicação de um artigo em 1952, pelo consensual fundador da disciplina, Benjamin Graham com o nome "Toward a Science of Security Analysis" (1952) que faz uma reflexão sobre os possíveis caminhos de cientificidade que a análise financeira poderia tomar. Neste sentido, a profissão de analista financeiro teria como função levar a atividade de investimento a realizar uma *turn to science* (Knorr-Cetina, 2011). Se, como refere Preda (2006), essa retórica pro-científica de comparação da análise financeira com disciplinas científicas consolidadas está presente desde a fase anterior, sobretudo apelando a virtudes como o trabalho objetivo, metucioso e exaustivo associado à compilação da evolução de preços, nesta segunda fase essa retórica está associada não à identificação de padrões nas variações de preços, mas à explicação desses padrões, às suas causas. Esta fase de institucionalização caracterizou-se, portanto, pela procura de uma legitimidade de tipo científico e de um modelo de institucionalização de tipo “profissional” que a aproximasse de profissões como a advocacia ou a medicina: “results could not be guaranteed but the integrity of the process itself could be of some comfort” (Jacobson 1997:56 cit. por Wansleben, 2012: 299).

---

<sup>72</sup> Este processo é perfeitamente compatível como uma interpretação “mercados como política” em que um choque externo precipita um grupo de desafiadores a impôr uma nova conceção de controlo (Fligstein, 2012).

Do ponto de vista da legitimidade, esta afirmação de cientificidade teve duas consequências importantes: conferiu uma autoridade científica à análise financeira e fechou a atividade como acessível apenas a especialistas formados na área, procurando excluir os praticantes da análise técnica do monopólio legítimo sobre os conhecimentos relativos à previsão de preços nos mercados financeiros. Trata-se de um fechamento típico de um projeto profissional em que as ocupações procuram, além de definir uma tarefa como essencial no quadro da divisão social do trabalho, limitar e controlar "a entrada no grupo profissional aos indivíduos [que possuem] determinados tipos de conhecimentos" (Gonçalves, 2006: 20).

Um dos elementos de prossecução desta estratégia foi a criação de um mecanismo de certificação, respondendo ao projeto de sistematização do corpo de conhecimentos da análise financeira e ao controlo do acesso à ocupação. Esta preocupação foi lançada em proposta em 1942 no contexto da New York Society of Security Analysts (associação fundada em 1937) e no primeiro número do periódico conhecido atualmente por *Financial Analysts Journal*, fundado em 1945, no qual Benjamin Graham publicou um artigo com o título “Should Security Analysts Have a Professional Rating? The Affirmative Case”, defendendo alguns critérios de definição da profissão e a criação de um mecanismo de certificação<sup>73</sup>. Esse desígnio foi implementado já pela FAF em 1959 com a criação de um organismo independente, o Institute of Certified Financial Analysts (atualmente designado por Financial Analysts Institute) com o propósito de criar um programa de certificação e de organizar as provas para a obtenção da certificação, atividade que executa desde 1963.

A adoção da estratégia de recorrer à legitimidade científica levou a que, numa terceira fase, a partir do final dos anos 1960, o campo de disputa jurisdicional da análise financeira se alargasse para o domínio académico. MacKenzie (2006), a propósito da sua detalhada descrição

---

<sup>73</sup> Neste artigo em que propõe alguns critérios para a definição de um “securities analyst”. Graham, além de ocupações relacionadas, como analistas financeiros que não lidam especificamente com o valor de títulos financeiros, exclui também os analistas de mercado, ocupação mais ligada à análise técnica, ao mesmo tempo que argumenta que a certificação que propõe imponha constrangimentos também a esses grupos ocupacionais : “Strictly considered, this definition would also exclude stock market analysts since they ordinarily do not advise about specific securities. The writer believes, however, that ultimately, if not now, market analysis will be regarded as a special department of security analysis and that every competent market analyst will be grounded in security analysis.” (Graham, 1945: 38)

da emergência da economia financeira nas universidades, considera essa disputa a partir de um confronto entre duas concepções sobre o valor. Inovações como a Teoria de Portfolio (Markowitz, 1952), o Modelo de Avaliação de Ativos (CAPM) (Sharpe, 1964), a Hipótese dos Mercados Eficientes (Fama, 1970), ou a fórmula de avaliação de opções Black-Scholes-Merton (Black & Scholes, 1973), foram assinalando uma nova visão sobre os mercados financeiros inicialmente baseada nas *business schools* (MacKenzie, 2006:5) e progressivamente ocupando lugar nos departamentos de economia, que tinha boas condições (formalização matemática, testabilidade das hipóteses) de disputar, com disciplinas concorrentes, o domínio da produção de um discurso científico sobre os mercados financeiros. Mas algumas teorias da nova economia financeira contradizem radicalmente as bases da análise financeira proposta por Graham & Dodd (1934). Por exemplo a Hipótese dos Mercados Eficientes (HME), mesmo admitindo que o valor de uma ação depende da realidade da empresa emitente, ao considerar que os preços num mercado competitivo incorporam sempre toda a informação disponível, entende que os preços de mercado já são a melhor estimativa possível desse valor e, portanto, implica a negação da possibilidade de obter rendimentos extraordinários, quer através da análise técnica, quer através da análise fundamental (MacKenzie, 2006). A Teoria de Portfolio, ao centrar-se no problema da diversificação do risco, implica a irrelevância do risco específico de empresa, ou seja, nega a utilidade da seleção de ações específicas como estratégia de investimento que estava na base da reivindicação de utilidade da análise fundamental proposta por Graham & Dodd (Wansleben, 2012).

A descoincidência teórica entre a análise fundamental e a nova economia financeira assim como a maior autoridade científica desta última implicou que o projeto de profissionalização da análise financeira, associado a uma estratégia de construção de um corpo de conhecimentos com autoridade científica, se defrontasse com um obstáculo:

The existence of an increasingly authoritative theory of finance might be thought helpful in gaining professional status. The trouble, though, was that the theory suggested that much of the apparent expertise of members of the putative profession was either spurious (as in the case of chartists) or of little or no direct practical benefit (as in the case of most fundamentals analysts). (MacKenzie, 2006:79).

Apesar da diferença em termos de autoridade científica, é preciso notar, como relata MacKenzie (2006) que a nova economia financeira foi recebida com desconfiança pelos próprios participantes e por ocupações ligadas aos mercados financeiros e não apenas pelos analistas. Não se trata por isso de uma disputa jurisdicional entre ocupações (Abbott, 1988) no sentido em que várias ocupações disputam o direito de exclusividade sobre um domínio de expertise, mesmo que entendamos esse domínio como respeitante às atividades de avaliação de

instrumentos financeiros e aconselhamento de investimento como um todo. Mas MacKenzie (2006) também refere que não se tratava de um simples conflito entre académicos e praticantes, uma vez que rapidamente foram surgindo no quadro de empresas de corretagem instrumentos de ajuda aos clientes baseados nos desenvolvimentos da economia financeira, tais como listas impressas com os “betas” (medida de covariação de uma ação face ao resto do mercado) dos vários títulos. O próprio mercado de aconselhamento ao investimento, no qual os analistas surgiram como protagonistas legítimos, estava a encontrar novas formas de se manter como atividade lucrativa, associando-se às novas práticas de avaliação.

Assim, no que podemos designar por uma terceira fase da institucionalização da análise financeira, os conteúdos originários da economia financeira foram sendo incorporados na prática dos analistas e a própria certificação CFA passou a incluir estes conteúdos nos seus testes. Isto permitiu que a certificação mantivesse a sua credibilidade e que a ocupação de analista financeiro pudesse manter as suas reivindicações de legitimidade científica, ao mesmo tempo mantendo práticas de avaliação específicas da análise fundamental (Wansleben, 2012).

A reconstituição deste processo de institucionalização sugere que, se num período inicial a análise financeira se afirmou como projeto profissional, os desenvolvimentos que surgiram a partir do final dos anos 1960 mostram um panorama que é dificilmente captado pela ideia de profissionalização: existem práticas institucionalizadas de avaliação no quadro de uma divisão ocupacional do trabalho financeiro, mas desde que surgiram conceções de avaliação com maior legitimidade académica incorporadas no corpo de conhecimentos da análise financeira que este já não é controlado especificamente pela ocupação. Mas este processo mostra também que a emergência de culturas de avaliação e das molduras de cálculo associadas resulta também da capacidade de alguns grupos as afirmarem como formas de expertise legítimas. Ora os analistas financeiros desenvolveram e mantêm algumas destas formas de controlo ocupacional e a capacidade de a análise financeira funcionar como estrutura de mediação no sentido que já referimos resulta do facto de se encontrar de alguma ou algumas formas, institucionalizadas como expertise.

## **Síntese**

Este capítulo teve como objetivo problematizar uma questão central identificada na literatura sociológica sobre os mercados financeiros, e mesmo até da sociologia dos mercados, à luz do caso específico da análise financeira e da sociologia das ocupações e expertise. Trata-se, portanto, de fazer a ponte entre duas tradições sociológicas poucas vezes relacionadas para fazer face a um caso particular.

Ficou demonstrado que o caso da análise financeira tem uma particular relevância enquanto objeto de estudo do quadro das questões das estruturas de mediação nos mercados, mas, além disso, tem também pertinência no quadro da sociologia das ocupações e expertise, uma vez que tem características de formas ocupacionais mais recentes, que por um lado se conformam a modelos de institucionalização ocupacional típicos e, por outro, lhes escapam. Essa demonstração foi introduzida na última secção e tendo para isso sido integrados os contributos de autores que abordaram já esse cruzamento temático entre ocupações e mercados, além de trabalho de recolha empírica própria.

Nos capítulos seguintes aprofunda-se a análise e resultados do trabalho empírico que visa responder às questões de partida enunciadas na introdução através da caracterização de quatro tópicos relativos à institucionalização da análise financeira e correspondem a um agrupamento das várias dimensões de análise deste processo que identificámos ao longo deste capítulo. Assim o próximo capítulo incide sobre a caracterização da formação em análise financeira, identificando as instituições que intervêm na reprodução desta expertise e discutindo a autonomia do corpo de conhecimentos da análise financeira face a outras disciplinas. De seguida, no capítulo 4 analisamos a regulação profissional, centrando-nos nas instituições de base ocupacional e na regulação pelo Estado, e procurando compreender como estas atuam no sentido da definição das condições de acesso e exercício da análise financeira. No capítulo 5 consideramos a organização da análise financeira do ponto de vista das instituições empregadoras, identificando os tipos de empresas, áreas de negócio e a sua evolução e de como o mercado de trabalho reforça ou contraria as lógicas de fechamento discutidas no capítulo 4. No capítulo 6 equacionamos as próprias definições de análise financeira e de como estas e o papel dos analistas não têm um entendimento único mas vários que correspondem a diversas realidades de prática profissional, enquadramento organizacional e afiliação ocupacional.

## **CAPÍTULO III: O CORPO DE CONHECIMENTOS DA ANÁLISE FINANCEIRA**

### **Introdução**

Neste capítulo procede-se a uma caracterização da análise financeira enquanto corpo de conhecimentos, procurando responder a dois objetivos: propor uma delimitação que situe a análise financeira no espaço mais vasto das ciências financeiras e descrever os modos de reprodução<sup>74</sup> do conhecimento desta área disciplinar no contexto português. Neste quadro o ensino superior ocupa um lugar preponderante uma vez que as universidades são instituições chave do ponto de vista da disputa dos grupos profissionais sobre o domínio de uma área de expertise (Freidson, 1970). Interessa-nos compreender até que ponto existe correspondência entre a reivindicação da análise financeira enquanto ocupação e um corpo de conhecimentos específico ou disputado com outras ocupações.

O texto está organizado em quatro tópicos principais. Em primeiro lugar consideram-se os percursos de formação dos profissionais entrevistados de forma a identificar o tipo instituições e formações relevantes na reprodução do conhecimento em análise financeira. No segundo ponto definem-se os critérios de delimitação do o espaço de formação em análise financeira em Portugal. Na terceira secção apresenta-se uma caracterização da formação pós-graduada no espaço da análise financeira, identificando-se os principais programas de formação, o seu funcionamento e estrutura curricular. Nesta secção combinam-se dois tipos de análise: uma baseada fontes documentais, sobre a totalidade dos cursos em consideração e outra baseada em fontes documentais e entrevistas sobre cinco cursos. Na última secção, identificam-se algumas modalidades de formação não universitária que, apesar de menos centrais, têm também um papel na reprodução de saberes nucleares e complementares da análise financeira.

### **3.1. Percursos de formação**

O conjunto de ocupações designadas no âmbito da sociologia das profissões como "profissões" em sentido próprio, seguindo o inglês *professions*, e que são reguladas pelo próprio grupo profissional, caracteriza-se por possuir um corpo de conhecimentos de elevada abstração que é reproduzido em instituições de formação superior ao nível da licenciatura (Gonçalves, 2006). Enquanto que nesses grupos profissionais existe uma correspondência forte entre

---

<sup>74</sup> Por reprodução entendemos a capacidade deste conhecimento perdurar no tempo através da ação das instituições de ensino.

formação e profissão, podendo mesmo as próprias designações da formação e da ocupação serem homónimas, o mesmo não se passa na análise financeira. De facto, os analistas financeiros, nas suas várias especialidades e configurações, não estão sequer restringidos do ponto de vista formal a um tipo de formação específica a nível da licenciatura. Por esse motivo, importa em primeiro lugar definir alguns critérios que permitam selecionar o conjunto da formação relevante do ponto de vista da reprodução do corpo de expertise da análise financeira. O percurso de formação dos entrevistados<sup>75</sup> que trabalham ou trabalharam no domínio da análise financeira, sintetizado no quadro III.1, revela algumas pistas a este respeito.

É possível identificar várias diferenças ao nível da geração dos entrevistados que resulta da alteração recente do enquadramento legal (ver capítulo IV). Só a partir de 2007 passou a haver requisitos legais específicos para o exercício desta atividade, o que significa que, entre as pessoas que começaram a trabalhar na área até essa altura, é expectável que haja uma maior diversidade de percursos de formação. Essa alteração foi, sobretudo inicialmente aplicada com alguma flexibilidade, permitindo a algumas pessoas obter autorização para exercer atividade ao abrigo de um critério de experiência profissional relevante. Por conseguinte, quem iniciou a atividade há mais anos pode ter um percurso atípico segundo os critérios atuais. Essa legislação afeta apenas uma parte dos analistas e não abrange nem ocupações que incluem uma grande componente de análise financeira, como a gestão de ativos, nem profissionais que se definem como analistas, mas cuja atividade não é objeto da regulação.

Em consonância com o que seria de esperar tendo em conta as implicações da alteração na regulação<sup>76</sup>, a formação especializada em finanças ou análise financeira – quer a nível de pós-graduação, mestrado ou mestrado executivo – em conjugação com ou em alternativa a uma certificação em análise financeira, são as vias de acesso mais típicas para quem acede à profissão a partir de 2007. Os três entrevistados cuja trajetória não tem esta orientação confirmam a exceção: um deles é *head of equities*, ou seja, é coordenador de uma sala de mercado, tendo responsabilidades na coordenação de uma equipa de analistas financeiros desde o princípio da década de 2000 e tem uma experiência longa na banca de investimento; o segundo desempenhou funções de analista ainda muito antes da existência de regulação e acumulou suficiente experiência profissional nesse domínio que pôde usar como critério de valorização

---

<sup>75</sup> Consideram-se aqui 10 entrevistados que trabalharam ou trabalham em análise financeira, tendo um deles sido entrevistado na condição de representante associativo.

<sup>76</sup> Que estipula a posse de um certificado que está associado ao reconhecimento de alguns cursos pós-graduados em finanças e em análise financeira. Ver secção (4.5).

profissional. O terceiro executa as funções de analista técnico em conjugação com a atividade de *trader*, e as suas competências como analista não se enquadram na regulação sobre a análise financeira

### Quadro III.1 - Formação e certificação dos profissionais entrevistados

Código	Idade	Ocupação	• Formação universitária	• Outra formação/certificação	Certificação de analista financeiro
EP1	56	Head of <i>equities</i>	• Licenciatura em Finanças (UCP) Pós-graduação em Economia (Universidade Nova)		
EP2	41	Gestor de fundos	• Licenciatura em Psicologia (ISPA) Master in Business Administration com especialidade em Finanças (UCP) Frequência de licenciatura em Contabilidade	• Responsável de sala de mercado (Bolsa de Valores do Porto) • Mercado de derivados e mercado de spot (Bolsa de Valores de Lisboa)	
EP3	40	Gestor de ativos	• Licenciatura em Gestão de Empresas (ISCTE) Mestrado Executivo em Mercados e Ativos Financeiros (ISCTE)		
EP4	40	Analista	• Frequência do curso de Matemática Aplicada (Universidade Nova)	• Operador de bolsa e responsável de sala (Bolsa de Valores de Lisboa)	
EP5	38	Corretor	• Licenciatura em Gestão de Empresas (Universidade Lusíada)	• Contabilidade (Citeforma) • Método de análise de empresas Discounted Cash Flows (Bolsa de Valores de Lisboa)	
EP6	34	Analista de <i>equity</i>	• Licenciatura em Economia (ISEG) Mestrado Executivo em Finanças (UCP)	• Basileia 3 (Instituto de Formação Bancária) 3 dias	CFA (não concluído, nível 2)
EP7	30	Analista de <i>equity</i>	• Mestrado em Engenharia de Telecomunicações e Informática (IST) Master in Business Administration com especialidade em Finanças (UCP)		
EP8	30	Gestor de fundos	• Licenciatura em Finanças (ISEG)		CFA (não concluído, nível 1)
EP9	28	Gestor de conta/ analista de mercado	• Licenciatura em Economia (ISEG) Pós-graduação em Análise Financeira (ISEG) Mestrado Executivo em Finanças (UCP)	• Análise Técnica (intermediário financeiro não especificado)	CEFA
EP10	36	Gestor de risco	• Licenciatura em Economia (Universidade do Porto)		CFA (concluído, nível 3)

Fonte: elaborado pelo autor a partir da análise das entrevistas.

Os três casos excepcionais resultam, pois, ou de um efeito de geração e experiência profissional ou de situações profissionais em que a atividade principal não é a análise financeira enquanto objeto de regulação pelo Código de Valores Mobiliários. São três casos em que os

conhecimentos de análise financeira foram obtidos pela experiência profissional, em contextos informais ou através de formações não académicas. Há também um outro entrevistado que não tendo formação pós-graduada na área financeira obteve a certificação CFA, que lhe confere um reconhecimento formal dos conhecimentos em análise financeira obtidos pela sua experiência profissional. Excluindo o papel do mercado de trabalho e das associações e instituições de certificação, o ensino universitário pós-graduado na área financeira é, pois, a via mais comum de aprendizagem e reconhecimento das competências necessárias para o trabalho em análise financeira.

### **3.2. Delimitação do universo de formação**

Seguindo estas observações, definiu-se um critério de delimitação inicial que corresponde a um conjunto de 51 programas de formação universitária. Este conjunto foi identificado a partir dos registos da Direção Geral do Ensino Superior (DGES), que lista todos os mestrados acreditados, em complementaridade com o Guia do Estudante do Jornal Expresso que inclui também alguns programas pós-graduados que, por não conferirem grau, não estão incluídos nos registos da DGES. Estas duas fontes contemplam informação genérica sobre designação, distrito, subsistema e tipo de ensino assim como número de vagas e créditos (ECTS) concedidos<sup>77</sup>. As listas reportam-se ao ano letivo 2015/2016.

Este conjunto de cursos (ver quadro III.2) é constituído por programas muito diversificados do ponto de vista do tipo de ensino, duração e carga letiva. O número de créditos varia entre os 30 e os 120 ECTS, sendo os mestrados de 2º ciclo, com número de créditos igual ou acima de 90, as formações mais comuns, 44 em 51. A grande maioria dos cursos (44) são oferecidos pelo ensino público, divididos entre o ensino universitário, que oferece um número ligeiramente maior (26 cursos), e o ensino politécnico (18 cursos). O ensino privado corresponde a três instituições de ensino superior e três das formações registadas que são oferecidas pela Universidade Católica Portuguesa.

---

<sup>77</sup> ECTS refere-se a *European Credit Transfer System*, o sistema que permite fazer a equivalência, entre vários países, do trabalho realizado por um estudante ao longo do seu período de formação. Neste sistema 60 ECTS corresponde a um ano curricular e 30 ECTS a um semestre.

### Quadro III.2 - Formação pós-graduada na área financeira por sistema de ensino e grau

<b>Público</b>	Politécnico	Mestrado - 2º ciclo	18
	Universitário	Pós-graduação	4
		Mestrado Executivo	1
		Mestrado - 2º ciclo	21
	<b>Total</b>		<b>44</b>
<b>Privado</b>	Politécnico	Pós-graduação	1
	Universitário	Pós-graduação	1
		Mestrado - 2º ciclo	5
	<b>Total</b>		<b>7</b>

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da análise dos programas curriculares.

A nível temático (ver quadro III.3), as formações agrupadas neste conjunto incluem categorias claramente diferenciáveis, como se pode ver na figura seguinte que lista as designações dos vários cursos. Existem formações em finanças (11 cursos), cursos de finanças complementados com outras áreas de saber como contabilidade, fiscalidade ou direito (15), mestrados em finanças empresariais (5), mestrados em economia financeira (5), mestrados em métodos quantitativos ou matemática aplicada às finanças (6), formações em mercados ou investimentos financeiros (2), formações específicas em análise financeira (6), e ainda uma em gestão financeira.

Todas estas formações têm, em maior ou menor grau, componentes curriculares que são úteis para o trabalho de analista financeiro e são formações relevantes enquanto constitutivas de um espaço alargado de reprodução da *expertise* financeira. Contudo, trata-se de um conjunto demasiado genérico do ponto de vista temático para se considerar satisfatoriamente enquanto formação em análise financeira em sentido próprio. Por esse motivo, definiu-se um subconjunto que corresponde de forma mais aproximada a esse sentido mais específico a partir dos seguintes critérios: a designação do curso, incluindo os cinco mestrados e pós-graduações em análise financeira, o reconhecimento do curso pela CMVM para inscrição como analista financeiro, a proximidade dos currículos aos padrões de certificação acreditada pelas organizações profissionais de análise financeira, e ainda a referência à ocupação como saída profissional nos documentos de apresentação do curso. É este conjunto que se define aqui como formação em análise financeira que será objeto de análise na secção seguinte<sup>78</sup>.

<sup>78</sup> Existe no Instituto Politécnico de Tomar um mestrado em Auditoria e Análise Financeira que, apesar da designação, está sobretudo ligado à auditoria, pelo que não foi incluído no conjunto de 20 cursos que se analisa de seguida.

**Quadro III.3 – Formação pós-graduada por grau e designação do curso**

<b>Mestrado - 2º ciclo</b>	Análise Financeira	2
	Auditoria e Análise Financeira	1
	Contabilidade e Finanças	10
	Contabilidade e Gestão das Instituições Financeiras	1
	Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais	1
	Direito e Mercados Financeiros	2
	Economia Financeira	1
	Economia Monetária e Financeira	3
	Economia Monetária, Bancária e Financeira	1
	Finanças	10
	Finanças e Fiscalidade	1
	Finanças Empresariais	4
	Gestão Financeira	1
	Matemática Aplicada à Engenharia e às Finanças	1
	Matemática Financeira	3
	Métodos Quantitativos em Finanças	2
	<b>Total</b>	<b>44</b>
<b>Pós-graduações e Mestrados Executivos</b>	Finanças, Mercados e Activos Financeiros	1
	Análise Financeira	3
	Contabilidade e Finanças	1
	Finanças	1
	Investimentos e Mercados Financeiros	1
	<b>Total</b>	<b>7</b>

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da análise dos programas curriculares.

### 3.3. Formação pós-graduada em análise financeira

A caracterização que se segue baseia-se na recolha de documentos de apresentação, incluindo brochura, estrutura e programa curricular dos 20 programas de formação<sup>79</sup> considerados aqui como formação em análise financeira<sup>80</sup>. Foram realizadas entrevistas a coordenadores de cinco destes programas de formação. Estes cinco casos foram seleccionados

<sup>79</sup> Um dos cursos que se encontra acreditado é na verdade a atribuição de um grau, o de "Mestrado Internacional em Finanças" que é conferido no âmbito da frequência do Mestrado em Finanças da Universidade Nova de Lisboa, não correspondendo a uma estrutura curricular autónoma. Por esse motivo a análise curricular que se fará de seguida considera apenas 20 cursos.

<sup>80</sup> Em alguns casos foi necessário recorrer a outro tipo de documentos como regulamentos dos cursos e realizar alguns contactos directos com os serviços académicos.

de forma a manter a diversidade a nível da região, subsistema, tipo de ensino (universitário e politécnico), e especificidade temática (formação em análise financeira, em mercados e genericamente em finanças). Procura-se articular a informação mais genérica obtida sobre o conjunto dos 20 cursos com a informação mais detalhada obtida sobre cinco deles.

### **3.3.1. Evolução e caracterização do funcionamento**

#### **3.3.1.1. Evolução da oferta e procura de formação**

A evolução do sector bancário, em particular da banca de investimento, e a necessidade de contratação de pessoas com competências específicas de análise dos mercados financeiros, tem sido um fator de influência sobre a formação nesta área. O primeiro curso de análise financeira funcionou na Faculdade de Economia da Universidade do Porto em duas edições a partir de 1988. O coordenador da pós-graduação que lhe sucedeu depois de vários anos de interrupção, e que foi aluno dessa primeira edição, afirma que o objetivo da criação do curso era precisamente o de formar quadros bancários face ao crescimento que o mercado de capitais começava a registar no final da década.

Houve aqui uma viragem na parte financeira, na parte da banca e, portanto, essas especializações, nomeadamente a dinamização do mercado de capitais que também surge nessa altura com o ministro Miguel Cadilhe que fomenta a dinâmica das bolsas e isso traz associado o aumento do número de corretores, o aumento de pessoas que trabalham diariamente naquelas tarefas e a pós-graduação surge efetivamente num ponto-chave desse movimento. (...) Quase metade dos docentes eram estrangeiros. Foi assim uma coisa mesmo nova no país; de tal forma que foi apoiada pela banca, foi apoiada por muitas instituições. (EC5).

Um ponto referido por vários entrevistados, é o de que na década de 80 a maioria dos trabalhadores do sector financeiro não era licenciada, tendo havido um grande aumento da contratação de licenciados. Esta expansão do mercado de trabalho do sector refletiu-se nos percursos de alguns alunos da primeira pós-graduação: “dessa primeira fornada da pós-graduação acho que seis colegas foram depois futuros corretores ou líderes de sociedades de corretagem, foi também a partir da pós-graduação que eles deram esse salto” (EC5). Essa expansão continuou na década de noventa, em alguns casos por iniciativa de empresas do sector bancário. No Instituto Superior de Gestão Bancária, instituição criada e sob a dependência da Associação Portuguesa de Bancos com o propósito específico de aumentar as qualificações dos profissionais bancários, e que estava particularmente próxima das preocupações dos dirigentes do sector, inicia-se uma das primeiras formações de nível pós-graduado cujo objetivo era o de preparar profissionais que pudessem vir a ocupar cargos de direção:

A banca precisava de gente formada nessa área acima da licenciatura e, portanto, a gente em conversas várias vezes com a banca, a própria banca pedia que a gente organizasse

um curso desses. Portanto foi uma sequência normal do seguimento da licenciatura e de uma procura do mercado de trabalho. Pretendíamos formar quadros técnicos e de preferência quadros com potencial, aliás a banca referiu isto, para chegar aos cargos de decisão, o que aconteceu com os primeiros. Os primeiros foram quase todos, já não é como é hoje, hoje forma-se já quadros normais da banca, quadros técnicos. (EC2)

As alterações de 2007 relativas ao enquadramento legal das ocupações de analista financeiro e consultor de investimento contribuíram para que tivesse havido um aumento da procura de formações reconhecidas pela CMVM:

O facto da CMVM ter exigido o registo permitiu a que muitas pessoas, como era um nicho muito pequeno, vissem isto durante algum tempo como uma forma simples, no curto prazo, de poder infletir uma carreira, pessoas que trabalhavam nas empresas, comerciais, ter uma pós-graduação, ter um registo na CMVM, possibilidade de transitarem para o sistema financeiro num banco, numa corretora, durante algum tempo ainda se conheceram alguns casos. (EC5)

Mais recentemente houve uma mudança a nível da interpretação da lei, que passou a ser aplicada apenas ao nível das instituições financeiras e já não a nível individual, bastando a um intermediário financeiro ter um analista registado para cumprir o regulamento, diminuindo assim o incentivo à procura pelas formações que concedem a certificação. Além disso, as implicações da crise financeira sobre a dinâmica de expansão do sector bancário levaram as instituições a uma reorientação no sentido de diminuir os custos da sua atividade. Daqui resultam dois fatores que interagem com a dinâmica de procura de formação em análise financeira: passou a haver uma menor disponibilidade das instituições financeiras em suportar os custos da formação dos funcionários e diminuíram as novas contratações<sup>81</sup>. Numa pós-graduação que confere o direito à obtenção de um certificado ocupacional de analista financeiro no final do curso essa alteração foi notada pelo seu coordenador:

A banca que era o principal absorvedor deste tipo de formação está preocupada com outras coisas... com os custos que tem de cortar e não valoriza como valorizava. (...) Pontualmente ainda há um banco que manda um ou dois funcionários, mas tínhamos instituições que mandavam cinco e seis e era até complicado acomodá-los a todos; por outro lado da parte das empresas quem vem é alguém que quer investir em si próprio porque as empresas não sinto que tivessem valorizado isto. (EC5)

As consequências desta alteração incidem também sobre o perfil dos alunos. Ainda que globalmente, como se irá ver de seguida, haja uma maioria de formações especialmente dirigidas a um público trabalhador, três dos coordenadores entrevistados notam, porém, um aumento da proporção alunos mais jovens e recém-licenciados face à proporção de alunos trabalhadores, e menor proporção de alunos do sector bancário face a outros tipos de empresas. Num dos outros cursos em que não se regista essa alteração o coordenador nota, contudo, que

---

<sup>81</sup> Este aspeto que parece ter atingido em particular a área de *research* dos intermediários financeiros será abordado no capítulo 5.

tem havido maior interesse por parte dos alunos pelos conteúdos relacionados com a área financeira das empresas e menos pelos conteúdos especificamente associados aos mercados financeiros<sup>82</sup> o que pode ser também enquadrado nesta alteração do perfil de procura dos cursos.

### **3.3.1.2. Funcionamento dos cursos**

A distribuição regional da oferta formativa tem um peso maior nos distritos de Lisboa (9 cursos) e Porto (4 cursos). O tipo de saídas profissionais que é em geral alvo destas formações respeita a empregos mais comuns no sector financeiro ou em empresas suficientemente grandes para terem pessoas dedicadas nos seus departamentos financeiros, que são mais frequentes nas grandes zonas urbanas. Um dos coordenadores entrevistados de um curso lecionado numa cidade média referiu precisamente que a maioria dos alunos acaba por obter emprego na área de gestão das pequenas e médias empresas da zona:

Se forem para outro sítio para o Porto é capaz de existir, mas a maioria não, trabalha como gestor. O analista financeiro nas empresas pequenas como é aqui o caso não faz sentido porque o gestor faz tudo” (EC1).

Dos 20 programas em análise, a grande maioria dos cursos (15) é oferecida por instituições públicas de ensino superior, 10 dos quais em universidades e cinco em institutos politécnicos, havendo apenas um curso do ensino politécnico no privado. São maioritariamente mestrados (14) dos quais 10 são formações mais longas de dois anos que conferem 120 ECTS, e quatro têm duração entre um a dois anos e com 90 e 120 ECTS. As restantes cinco são formações que não atribuem o grau de mestre, tendo sido possível em alguns casos identificar que existem mecanismos previstos para o reconhecimento de algumas unidades curriculares para posterior creditação em mestrado. Com exceção de um dos mestrados executivos que pode ser complementado com uma dissertação para equivalência a mestrado e que tem uma duração intermédia, os outros quatro programas são pós-graduações e um mestrado executivo com duração igual ou inferior a um ano e que conferem 60 ou menos ECTS (ver quadro III.4).

---

<sup>82</sup> A relação entre estas duas áreas curriculares é abordada na secção sobre os conteúdos curriculares.

**Quadro III.4 - Duração e ECTS, segundo o grau**

Grau	Duração e ECTS atribuídos			
	um ano ou menos (60 ou menos ECTS)	entre um a dois anos (90-120 ECTS)	dois anos (120 ECTS)	Total
Mestrado - 2º ciclo	-	4	10	<b>14</b>
Mestrado Executivo	1	1	-	<b>2</b>
Pós-graduação	4	-	-	<b>4</b>
<b>Total</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>20</b>

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de documentos de apresentação dos cursos.

Apesar da designação pós-graduação, mestrado ou mestrado executivo, não significa que todos os alunos terminem as formações obtendo o grau correspondente. Existe por vezes a possibilidade de frequência apenas da parte letiva dos mestrados com direito a diploma de pós-graduação, além da situação oposta, a de obter o reconhecimento de um mestrado completando uma dissertação<sup>83</sup>. Além dos diplomas universitários, há ainda outros meios de certificação associados à frequência de algumas destas formações, como, por exemplo, a acumulação de créditos reconhecidos pela Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas para fins de obtenção de certificações profissionais, além das certificações mais ligadas aos mercados financeiros.

No que respeita ao horário de funcionamento (ver quadro III.5) o regime pós-laboral é o mais comum, o que pode indiciar uma orientação para alunos trabalhadores, sobretudo no caso das pós-graduações e mestrados executivos que funcionam todos a partir das 18h ou aos sábados<sup>84</sup>. Registe-se ainda que sete mestrados em finanças são lecionados em inglês, aspeto que é relevante tendo em conta que um dos entrevistados, a propósito das suas responsabilidades no recrutamento de analistas financeiros, considerou a frequência de um curso na área financeira lecionado em inglês um critério fundamental na apreciação da formação dos candidatos.

---

<sup>83</sup> A propósito de um dos cursos aqui considerados o seu coordenador afirmava que mesmo havendo a possibilidade de obter o grau de mestre com a entrega de uma tese de dissertação, essa era uma opção muito raramente utilizada.

<sup>84</sup> Tópico que será abordado na secção seguinte a propósito da diferenciação do ensino.

**Quadro III.5 - Regime de horário, segundo o grau**

Grau	Regime de horário			
	diurno	misto	pós-laboral	sem informação
Mestrado - 2º ciclo	5	1	7	1
Mestrado Executivo	-	-	2	-
Pós-graduação	-	-	4	-
<b>Total</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>13</b>	<b>1</b>

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de documentos de apresentação dos cursos.

O número de vagas e valores das propinas cobradas foi registado apenas em alguns casos em que essa informação constava dos documentos consultados. Em oito cursos em que essa informação estava disponível o número de vagas abertas para o ano letivo de 2015/2016 varia apenas entre 25 e 35. Já o valor das propinas (ver quadro III.6), aqui contemplando a totalidade da formação e excluindo taxas<sup>85</sup>, varia entre 2000€ e 11250€ o que é consistente com o facto de tratarem de formações muito díspares. Mas essa disparidade não é resultante da diferença a nível de duração e ECTS concedidos, e há pouca correspondência entre o subsistema de ensino (público ou privado) e a ordem de grandeza dos valores. Os estabelecimentos de ensino com os dois programas de formação que cobram propinas acima dos 10000€ são os que têm mais selos internacionais de reconhecimento de qualidade<sup>86</sup>. É também de notar que os valores das propinas dos quatro mestrados executivos e pós-graduações (não foi possível obter informação para um deles) se situam acima dos 6000€.

**Quadro III.6 - Valor da propina, segundo o grau**

Grau	Valor da propina				
	menos de €3000	entre 3000€ e 5999€	entre 6000€ e 8999€	igual ou superior a 9000€	sem informação
Mestrado - 2º ciclo	5	2	4	1	2
Mestrado Executivo	-	-	1	1	-
Pós-graduação	-	-	3	-	1
<b>Total</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	<b>2</b>	<b>3</b>

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de documentos de apresentação dos cursos.

<sup>85</sup> Consideram-se as propinas aplicadas a estudantes nacionais, dado que em alguns casos há diferenças quanto à nacionalidade dos estudantes.

<sup>86</sup> Ver o ponto 3.3.3.3 sobre associações, certificações e sistemas de acreditação.

### 3.3.1.3. Diferenciação do ensino

Os programas de formação estão, maioritariamente, sob a dependência de faculdades ou institutos de economia e gestão. Em alguns casos esses organismos são designados por escolas de negócios, normalmente em língua inglesa (*business schools*), mas noutros essa designação corresponde a uma entidade distinta e podem existir dentro das universidades em paralelo com as faculdades e os institutos. É uma variação pertinente porque está em geral associada a uma certa segmentação do ensino entre uma vertente mais académica ou científica e uma vertente mais profissionalizante ou aplicada. Em alguns casos essa segmentação encontra-se bem marcada, como na Universidade do Porto em que, para além da Faculdade de Economia, onde se leciona o Mestrado em Finanças com 120 ECTS, existe a Porto Business School, constituída através de parcerias entre a universidade e várias entidades privadas, e que tem uma formação mais executiva onde é lecionada a pós-graduação em Análise Financeira que confere 45 ECTS. Tanto neste caso como o do INDEG-ISCTE, que se apresenta como a primeira escola de negócios em Portugal, as parcerias com entidades privadas são valorizadas pela componente aplicada que conferem ao ensino.

No caso da Universidade Católica Portuguesa em que todo o ensino em matéria de economia, gestão e finanças é realizado no âmbito da Faculdade de Ciências Económicas e Empresariais, essa distinção está presente na designação *master in science* para os programas académicos normais e *executive master* para os programas executivos e é notória na formação avançada em finanças onde, coexistindo na mesma escola, existe o *MSc in Finance* na primeira categoria e o *Master in Finance* na segunda.

A diferenciação quanto ao tipo de ensino não se estende necessariamente à separação entre ensino universitário e politécnico. Um dos mestrados em Análise Financeira que é lecionado num Instituto Politécnico foi desenvolvido de forma a privilegiar, conforme refere o seu coordenador,

[A] componente de investigação importante mais do que se calhar profissionalizante (...) o mestrado está depois mais direcionado para quem já sabe de finanças e quer aplicar um bocadinho mais esses conhecimentos em desenvolvimentos científicos no fundo.” (EC1).

Isto não significa de todo que a componente profissionalizante esteja ausente e esta afirmação tem de ser interpretada tendo em consideração que todos os cursos aqui referidos procuram articular, como estratégia de apresentação pública, essa vertente mais académica, de valorização do rigor científico, com uma vertente mais aplicada, profissionalizante e de resposta

às necessidades do mercado trabalho<sup>87</sup>. Veja-se a esse propósito o texto introdutório da brochura da pós-graduação do ISGB:

[O curso procura] aliar o conhecimento científico e a experiência prática, através da utilização de um corpo docente constituído por académicos reputados e por um conjunto de especialistas de elevada competência que desenvolvem a sua atividade em algumas das principais instituições do sector financeiro. O plano curricular global do curso e os conteúdos das diversas unidades curriculares evidenciam um misto de rigor científico e de relevância prática necessários ao permanente desenvolvimento de conhecimentos especializados atualmente exigidos aos intervenientes nos mercados financeiros. (ISGB, 2015).

Deve-se, portanto, considerar a diferenciação do ensino como interna a esta dimensão de articulação das duas vertentes, ou seja, como diferença polarizadora dentro de um contínuo que nunca deixa de incluir a componente académica e que é, também, fortemente orientada para o mercado de trabalho.

Mais próximo do polo profissionalizante encontram-se sobretudo algumas pós-graduações e os mestrados executivos. Estes últimos, como se viu nos quadros III.4 e III.5, caracterizam-se por terem em geral uma menor duração, concederem menor número de créditos, funcionarem em horário pós-laboral e imporem algumas condições de acesso ligadas à experiência profissional relevante, normalmente na área financeira das empresas ou no sector bancário. É o que refere o coordenador da pós-graduação em análise financeira da Porto Business School:

O elemento preponderante – acho que podemos em 12 edições contar pelos dedos de uma mão pessoas que não preencheram isso – é a experiência profissional relevante na área. Pontualmente admitimos um aluno que terminou a licenciatura, mas nunca temos mais do que um aluno em vinte e tal ou 30 pessoas... porque é importante essa experiência para aproveitar a pós-graduação. (EC5).

No polo oposto estão sobretudo os Mestrados em Finanças<sup>88</sup>, que oferecem uma formação mais abrangente, preferencialmente dirigida a recém-licenciados ou alunos com menos experiência profissional, como o Mestrado em Finanças da UNL, que define como condição de acesso, caso único entre os cursos considerados, o limite máximo de 26 anos.

---

<sup>87</sup> Esta conclusão resulta da análise dos documentos de apresentação dos cursos onde os textos de introdução e relacionados com os objetivos referem sempre este aspeto.

<sup>88</sup> Note-se que entre os 5 cursos aqui considerados encontra-se o *Master in Finance* da UCP, que apesar da designação é um mestrado executivo, e que na mesma escola existe o já referido *MSc in Finance*, este sim que corresponde à categoria dos “Mestrados em Finanças”. Este último é considerado pelo coordenador entrevistado como um “mestrado em ciências financeiras”.

Nos outros cursos, excluindo estes Mestrados de Finanças, parece existir um peso maior de alunos trabalhadores, sobretudo profissionais do sector bancário, como refere o coordenador da pós-graduação do ISGB:

(...) A maioria das pessoas que passaram por lá (na pós-graduação) eram pessoas com experiência profissional. Estavam na banca ou estavam nas empresas e queriam vir para a banca. Tinham experiência bancária, aquilo é pessoas que normalmente já sabem alguma coisa do sistema bancário e que quer subir o nível de conhecimentos. (EC2).

Mesmo as turmas da pós-graduação do ISCAC, mais orientada para o trabalho de investigação, são habitualmente, na sua maioria, preenchidas por profissionais do sector bancário, segundo a sua coordenadora (EC1).

### **3.3.2. Estrutura Curricular**

O objetivo desta secção é identificar os temas chave que constituem uma expertise em análise financeira nos conteúdos académicos. A análise da estrutura curricular tem por base os programas curriculares das formações obtidos através dos sites de internet dos vários estabelecimentos de ensino e ainda, apenas em alguns cursos, uma descrição detalhada dos conteúdos de cada unidade curricular. Mesmo havendo cursos em que as designações dessas unidades curriculares e a organização curricular são próximas, existem diferenças não só no tipo de unidades curriculares oferecidas, mas também no grau de autonomia dos conteúdos curriculares. Por exemplo os temas da regulação e ética encontram-se por vezes subsumidos na mesma unidade curricular enquanto noutros cursos correspondem a unidades curriculares diferentes. Como a designação das unidades curriculares varia mesmo quando o conteúdo é muito próximo, foi necessário proceder a uma categorização das unidades curriculares em vários temas a partir dos seus conteúdos.

A análise dos 20 programas curriculares parte do pressuposto de que a importância relativa dos vários temas lecionados nos cursos pode ser medida através da comparação a nível do destaque que lhes é conferido pela sua autonomização enquanto unidades curriculares. Ou seja, utiliza-se a proporção de cursos em que um determinado tema surge como unidade curricular enquanto medida da importância que esse tema tem na formação de uma expertise em análise financeira.

Com esta metodologia formaram-se quatro grupos: temas centrais, que estão presentes em todos os cursos, ainda que com graus de destaque diferentes e que, na maioria dos cursos, correspondem a unidades curriculares distintas; temas complementares, que apesar de se situarem fora do âmbito financeiro têm destaque como unidades curriculares em pelo menos metade dos cursos; temas comuns, que apenas têm destaque como unidades curriculares em

menos de metade dos cursos; e temas específicos, que apenas têm destaque como unidades curriculares em menos de cinco cursos.

No quadro III.7 apresenta-se a distribuição dos temas, ordenados de acordo com o número de cursos em que surgem como unidades curriculares.

**Quadro III.7 - Nº de cursos por tema de unidades curriculares (U.C.)**

Grupo	Temas	nº de cursos por tema (U.C. obrigatórias e opcionais)	nº de cursos por tema (U.C. opcionais)
Temas centrais	Finanças, Mercados e Investimentos	20	0
	Finanças Empresariais	20	0
Temas centrais desagregados	Classes de Activos	19	1
	Análise e Avaliação de Títulos	13	1
	Gestão do Risco	12	3
	Gestão de Carteiras	12	2
	Finanças Internacionais	11	4
	Fusões e Aquisições	10	4
Temas complementares	Matemática, Métodos Quantitativos e Previsão	16	4
	Contabilidade	11	1
Temas comuns	Economia	9	2
	Direito e Regulação	9	3
	Ética	9	1
	<i>Corporate Governance</i>	9	6
	Fiscalidade	7	3
	Análise de Relatórios	6	1
Temas específicos	Auditoria	3	3
	Inglês	3	0
	Análise de Projetos de Investimento	3	0
	Engenharia Financeira	3	0
	Entrepreneurial Finance	3	2
	Finanças comportamentais	2	2
	Gestão Estratégica	2	1
	Excel e VBA	2	0
	Metodologias de Investigação	2	0
	Análise Técnica	1	0
	Gestão Financeira	1	0
	Cálculo Atuarial	1	1
	Gestão de Recursos Humanos	1	1

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da análise dos programas curriculares.

### 3.3.2.1. Temas centrais

Este conjunto de temas forma o núcleo da expertise financeira na medida em que fazem sempre parte dos conteúdos curriculares, ainda que haja diferenças quanto ao destaque dado a cada um deles. Assim, enquanto que em metade dos casos existe uma cadeira de "Teoria Financeira", "Finance", "Investimentos", ou "Mercados Financeiros" que concentra parte das matérias como "valor tempo do dinheiro", "teoria de carteiras", "estrutura de capital" "modelos

de avaliação de ativos", "teoria de opções" "eficiência de mercado" e "arbitragem", havendo sempre alguma parte que é autonomizada como unidade curricular, noutra metade essa unidade curricular genérica não existe e a matéria está dividida por outras unidades curriculares, sejam elas específicas por classe de ativo, sejam cadeiras de análise e avaliação de títulos, gestão de carteiras, gestão do risco ou fusões e aquisições. Consideremos cada uma delas de seguida.

“Classes de ativos”: excetuando um caso, o do Mestrado em Finanças Empresariais da Universidade do Algarve, em que estas matérias são lecionadas no âmbito da unidade curricular de "Investimentos Financeiros", em todos existem unidades curriculares próprias para algumas classes de ativos, em especial os derivados que podem ter um grau elevado de complexidade, embora existam situações em que existe uma grande desagregação, isto é, existe uma unidade curricular para ações, outra para obrigações, outra para opções, taxas de juro, *swaps*, etc. Nestas, algumas das matérias que em geral são incluídas nas unidades curriculares de teoria financeira referidas anteriormente são lecionadas no âmbito destas unidades curriculares específicas.

“Finanças empresariais”: Este tema é o que apresenta maior consistência em termos de designação das unidades curriculares, havendo em quase todos os cursos pelo menos uma unidade curricular com o título "finanças empresariais", ou frequentemente em inglês *corporate finance*. Estas unidades curriculares tratam de matérias ligadas à política financeira das empresas e incluem temas como "valor acionista", "estrutura de capital" "gestão financeira de empresas" e "política de dividendos".

“Análise e avaliação de títulos”: Estes temas encontram-se autonomizados em 13 cursos. Nos restantes casos fazem parte das unidades curriculares incluídas na categoria "Teoria financeira" tais como modelos de avaliação de ativos ou das unidades curriculares específicas sobre classes de ativos como avaliação de opções. Inclui a avaliação de empresas, que tem uma especial relevância para os analistas de ações.

“Gestão de carteiras”: O tema da gestão de carteiras de investimento surge autonomizado como unidade curricular em 12 cursos, e em apenas dois deles como unidade curricular optativa. Para além da gestão ativa e passiva de carteiras, trata de medidas de performance e avaliação de carteiras e por vezes do tema da eficiência de mercado.

“Gestão do Risco”: Em 12 casos este tema é autonomizado como unidade curricular. Inclui aspetos como medidas de avaliação de risco, tais como o *value-at-risk* e análise de cenários, e estratégias de gestão do risco como o *hedging*.

“Finanças Internacionais”: Ensinado numa unidade curricular obrigatória em 7 cursos e como optativa noutros 4, por vezes sob a designação "Gestão Financeira Internacional", trata

de tópicos relacionados com o mercado cambial, as taxas de juro no mercado interbancário e de aspetos tangenciais à macroeconomia como a relação entre as taxas de câmbio e outras variáveis, ou a política monetária, mas também a análise do risco soberano.

“Fusões e Aquisições”: Sob este tema tratam-se aspetos como tipos de aquisições (hostis e amigáveis), estratégias de defesa de aquisições hostis, avaliação de empresas aplicada ao caso específico de aquisições e fusões assim como alguns aspetos legais e de *corporate governance* associados a estes processos. Em metade dos cursos existe como unidade curricular autónoma, quatro dos quais apenas como optativa, mas é um tema presente em todos os cursos.

### **3.3.2.2. Temas complementares**

Em mais de 10 cursos existem dois temas que correspondem a competências não específicas ou exclusivas da análise financeira, mas que são competências necessárias, cuja importância é atestada pela frequência com que surgem nos programas.

“Contabilidade”: As normas contabilísticas nacionais e internacionais, como o International Financial Reporting Standards (IFRS), juntamente com as regras de relato financeiro são conteúdos frequentes nestes programas, sobretudo em casos onde os cursos são especialmente dirigidos para a formação de analistas financeiros com sejam as formações em análise financeira ou aquelas que referem explicitamente essa atividade como saída profissional.

“Matemática, Métodos Quantitativos” e “Técnicas de previsão”: Dado o enfoque quantitativo e de elevada sofisticação matemática da investigação em finanças e dos métodos de análise financeira, são muito comuns as unidades curriculares que se focam em métodos matemáticos aplicados às finanças, sobretudo nas áreas de probabilidades, estatística e modelização. Em quatro dos 16 cursos essas unidades curriculares são optativas.

### **3.3.2.3. Temas comuns**

Em nove cursos existe uma componente letiva na área da economia, que em geral corresponde a “Macroeconomia”, contemplando tópicos como modelos de equilíbrio, determinantes de procura e oferta agregadas e políticas económicas. Os três temas seguintes, “Direito”, “Ética” e “*Governance*”, existem como unidades curriculares em 9 cursos<sup>89</sup>, três dos quais em apenas uma cadeira. No âmbito do direito e regulação os tópicos incluídos são a estrutura regulatória financeira e de supervisão bancária europeia e internacional, a Directiva

---

<sup>89</sup>. O tema “Ética” existe num dos 9 casos apenas em regime de seminário.

de Mercados e Instrumentos Financeiros (DMIF) e o Código dos Valores Mobiliários, mas também a análise de contratos relevantes para a atividade financeira e bancária. No tema "Ética" tratam-se aspetos como normas deontológicas profissionais relativas a economistas, Técnicos Oficiais de Contas e Revisores Oficiais de Contas, as normas deontológicas de referência da análise financeira<sup>90</sup>, mas também aspetos como a responsabilidade social das empresas ou boas práticas. O tema do *corporate governance*, que é uma unidade curricular obrigatória em apenas três formações, inclui aspetos que frequentemente são lecionados no âmbito de outras unidades curriculares como a maximização do valor acionista, e também aspetos mais específicos como os mecanismos de controlo das empresas e a relação entre propriedade e controlo das empresas. A "fiscalidade" é também um tema comum e cadeira obrigatória em quatro cursos, três dos quais são pós-graduações em análise financeira, incidindo sobretudo sobre a tributação de mais-valias financeiras e dividendos. O último dos temas a caber nesta categoria de temas complementares e que está presente como unidade curricular em três cursos, a "análise de relatórios", está nos outros casos incluído em unidades curriculares de análise e avaliação de ativos, avaliação de empresas e mesmo por vezes em cadeiras de contabilidade. Trata dos principais documentos contabilísticos das empresas que são usados como base para a análise financeira de empresas tais como as Demonstrações de Resultados, os Relatórios e Contas ou os Balanços.

#### **3.3.2.4. Temas específicos**

Há ainda unidades curriculares que só existem em alguns cursos. Estas unidades, são aqui designadas como "temas específicos", porque se tratam de ofertas periféricas do ponto de vista da relevância dos saberes comparativamente com as anteriores, mas ainda assim destacadas pelas instituições de ensino em certos casos como cadeiras obrigatórias.

Um desses exemplos é o do "Inglês" aplicado às finanças, oferecido como unidade curricular obrigatória nos "MSc in Finance" da Universidade Católica Portuguesa em Lisboa e no Porto e no Mestrado em Análise Financeira do Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa. Outro é a "Análise de projetos de investimento", também obrigatória em 3 cursos. Em dois deles existe como unidade curricular obrigatória "Engenharia Financeira" que na verdade consiste em matérias de maior sofisticação matemática como opções exóticas,

---

<sup>90</sup>. As referências deontológicas na análise financeira são as normas do CFA Institute ou o código deontológico da APAF. A inclusão de uma ou de outra varia segundo a parceria que a universidade tem com uma das instituições.

simulações Monte Carlo e técnicas de gestão de risco que normalmente estão incluídas noutras unidades curriculares.

Há dois temas que merecem ainda algum destaque por se tratarem de abordagens baseadas em pressupostos diferentes dos que estão na base do corpo principal da teoria financeira. Um deles é o das “finanças comportamentais”. Trata-se de uma perspetiva que rejeita o pressuposto da racionalidade dos agentes financeiros e que procura aplicar algumas noções da psicologia ao comportamento dos agentes nos mercados. Este tema é oferecido numa unidade curricular autónoma em regime de opção em dois cursos, mas faz parte dos conteúdos curriculares da unidade curricular principal de teoria financeira referida em primeiro lugar nesta lista em vários casos. Um outro caso interessante é o da “análise técnica” que existe como unidade curricular apenas num dos cursos, a pós-graduação em Investimentos e Mercados Financeiros do Instituto Superior de Gestão Bancária, uma formação com duração inferior a um ano e com apenas 30 ECTS que se apresenta como especialmente vocacionada para profissionais da banca que querem aprofundar os seus conhecimentos nos mercados financeiros. É especialmente relevante o facto de, além deste caso, existirem em vários cursos, pequenas secções sobre análise técnica, o que contrasta com a ideia existente em alguma literatura sobre o tema<sup>91</sup> e em algumas entrevistas realizadas segundo a qual esta matéria seria totalmente ausente dos programas de formação académicos.

### **3.3.2.5. O corpo de conhecimentos a partir dos conteúdos curriculares**

Procurando caracterizar o corpo de conhecimentos da análise financeira a partir da formação pós-graduada em Portugal, há algumas proposições que se podem enunciar, com o suporte gráfico da figura III.1.

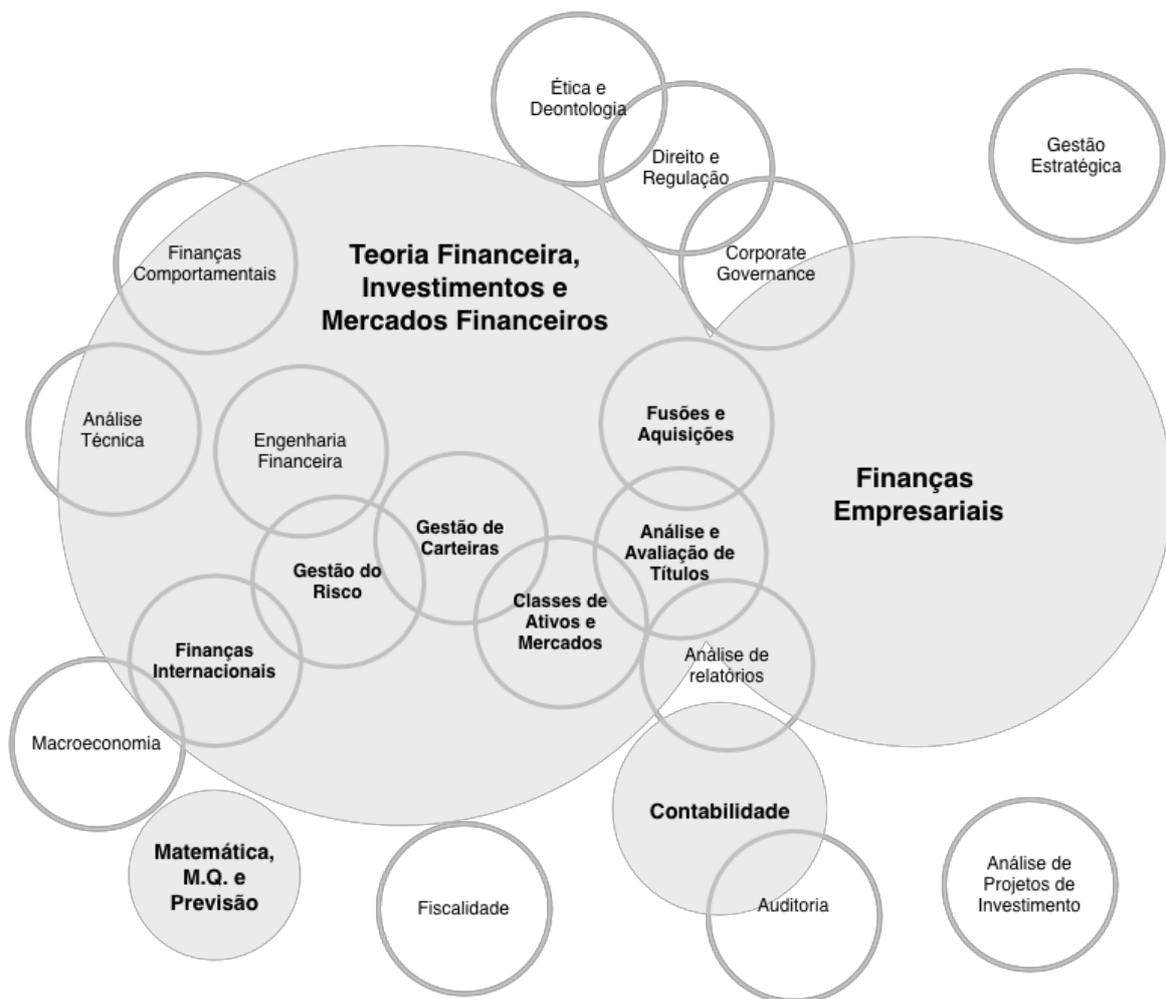
No centro estão os temas principais e nas margens os menos destacados nos programas dos cursos. As intersecções representam as sobreposições de conteúdos, ou seja, os conteúdos que podem ser lecionados no âmbito de duas ou mais unidades curriculares. Há, portanto, representados a cinzento, duas áreas disciplinares principais, "Teoria Financeira, Investimentos e Mercados Financeiros" e "Finanças Empresariais", e duas áreas complementares "Matemática, Métodos Quantitativos e Previsão" e "Contabilidade" representadas por dois

---

<sup>91</sup> Referimo-nos aqui ao facto de a relação entre análise fundamental e análise técnica ser muito frequentemente descrita como antagónica e disputarem reivindicações de legitimidade de natureza diferente. Ver por exemplo Godechot (2008) onde o autor captou a dimensão fortemente conflitual entre analistas das duas diferentes perspetivas.

círculos mais pequenos, que correspondem a unidades curriculares muito frequentes nas formações analisadas. Os restantes círculos representam as unidades curriculares que tratam de conteúdos mais desagregados e sobrepõem-se aos círculos cinzentos quando os conteúdos podem fazer parte de um desses conjuntos de disciplinas. Os círculos com texto a negrito são conteúdos mais frequentes, os círculos que tocam nos conjuntos cinzentos são matérias complementares, enquanto que os afastados representam alguns exemplos de unidades curriculares específicas.

**Figura III.1 - Centralidade e sobreposição de temas das unidades curriculares**



Fonte: Elaboração do próprio a partir da análise dos programas curriculares.

Tratando-se dos dois principais conjuntos de temas, um primeiro aspeto a destacar é que esta separação é coerente com a forma como alguns coordenadores de curso concebem a principal divisão disciplinar:

Por força da tendência que nós tínhamos para que o curso fosse muito orientado para analistas financeiros (...), acabámos por ter uma ênfase muito grande em mercados e menor em *corporate finance* e, portanto, agora estamos a tentar calibrar o programa para

que as duas áreas estejam igualmente representadas (...) aumentando a carga letiva de algumas disciplinas que tenham mais essa dimensão de *corporate* e menos dimensão de mercados. Não estamos a retirar, estamos a aumentar a carga horária total de *corporate*, sobretudo com cadeiras optativas e estamos a aumentar as possibilidades que os alunos têm para fazerem *corporate*. Temos a sensação também porventura que há um maior mercado de *corporate* em Portugal que está a ser mal explorado por nós nesta altura e, portanto, queremos melhorar essa dimensão do curso. (EC3).

Este curso em particular (...) está focalizado para o mercado [financeiro], para a banca muito mais do que para a empresa. Nós temos uma disciplina de *corporate finance* com 3 créditos só. finanças uma e duas cadeiras, está tudo muito mais vocacionado para o market que para o corporate finance. (EC1).

Depreende-se destes excertos de entrevista que o peso concedido a cada uma das áreas é, por conseguinte, uma decisão relacionada com os objetivos gerais e com o tipo de alunos a que os cursos se destinam, havendo na primeira citação a sugestão de que a análise financeira está mais ligada à área de Finanças e menos à área de Finanças Empresariais. O mesmo coordenador aliás afirma de seguida que o interesse em aumentar a carga letiva em Finanças Empresariais procura responder ao interesse de alunos que procuram um emprego ou estão empregados nos departamentos financeiros das empresas, dando o exemplo dos Chief Financial Officers (CFO).

Esta mesma ideia de que as competências centrais se encontram sobretudo do lado da área de Finanças é também referida por um outro coordenador:

Uma das partes fundamentais do analista financeiro tem a ver com algumas das áreas que são passadas ali, como a área de avaliação, a gestão de ativos. Eu acho que há ali uma componente que aparece em todos os cursos de analistas financeiros. (EC2).

Na verdade, a área das finanças empresariais também existe em todos os cursos de analista financeiro, mas a carga letiva é de facto superior nas cadeiras de Finanças. Além disso os dois cursos de Finanças Empresariais incluídos na análise têm também uma forte componente de mercados financeiros, o que é indicador da proximidade das duas áreas.

Outra conclusão importante desta análise diz respeito à elevada frequência do que aqui se designou por temas complementares, as cadeiras de Matemática, Métodos Quantitativos e Previsão e de Contabilidade. Tratando-se de áreas exteriores à área das finanças do ponto de vista da organização disciplinar, i.e., no que respeita à separação entre as áreas de conhecimento institucionalizada por exemplo na organização departamental das universidades, são, contudo, do ponto de vista da constituição de um domínio de expertise, parte integrante dos saberes financeiros.

### **3.3.3. Influência do contexto relacional das universidades nos padrões de referência dos programas curriculares.**

A constituição dos programas curriculares é tida aqui como um mecanismo importante de reprodução dos saberes uma vez que a sua composição é, à partida, um fator de estruturação da aprendizagem, mas parte da sua dimensão de reprodução é a de conservar ou alterar uma ordem pré-existente relativamente a esses saberes. Neste sentido, importa não considerar os programas curriculares como um dado adquirido, mas como o resultado de um processo de decisão no qual se jogam possíveis múltiplas influências na construção de uma determinada configuração de disciplinas. Assim, procurou-se identificar os principais padrões de referência e influências sobre a constituição e reformulação dos programas curriculares a partir das entrevistas aos cinco coordenadores de curso, agrupados em três tipos que se descrevem de seguida.

#### **3.3.3.1. Programas curriculares de outras instituições de ensino como referência**

Um padrão de referência que foi referido por três dos coordenadores de curso entrevistados diz respeito aos programas curriculares dos cursos de finanças de outras instituições de ensino, a nível internacional - "fizemos um apanhado do que é que havia em termos internacionais (...) a gente ia sempre ver o que é que as outras faculdade tinham em unidades curriculares idênticas" (EC2) - em particular os de universidades consideradas como de maior qualidade<sup>92</sup> referidas como "as boas escolas de finanças mundiais" (EC4) Os professores responsáveis podem ainda trazer influências de outras escolas em que são docentes, situação que é referida por outro entrevistado, a par de conversas informais entre professores de diferentes cursos. Neste último caso, trata-se de um curso que, de acordo com o coordenador, procura afirmar-se pela sua vertente mais dirigida à investigação do que ao mercado empresarial, o que justifica que apenas seja referida esta dimensão de influência ao contrário dos outros quatro casos. Pelo contrário, a orientação para o mercado de trabalho empresarial, sobretudo o sector bancário, que os documentos de apresentação de quase todos os cursos analisados sublinham, ainda que em grau variável, é um dos fatores mais importantes considerados pelos restantes coordenadores.

---

<sup>92</sup> Ver a secção sobre a relação entre universidades e outras instituições em que se refere o papel dos rankings e certificações de ensino nesta avaliação de qualidade.

### 3.3.3.2. Orientação para o mercado de trabalho

O objetivo de ajustar os conteúdos de formação aos critérios interpretados como facilitadores de uma maior empregabilidade dos alunos já foi mencionado neste capítulo a propósito da proporção entre a carga letiva relativa a "Mercados financeiros" ou "Finanças empresariais". As necessidades de formação estimadas por empresários, associações empresariais e quadros de empresas são transmitidas às instituições universitárias através de dois meios que podem ser aqui também considerados enquanto elementos caracterizadores da relação entre estas e as empresas. Um destes meios, como refere um dos entrevistados é a consulta direta:

O decisivo foi aquilo que era as necessidades de formação do sistema bancário. As cadeiras foram escolhidas com base naquilo que era as necessidades de um profissional que fosse para a área financeira da banca ou das grandes empresas, mas normalmente da banca. Essa informação foi obtida junto das pessoas que trabalhavam nos mercados financeiros. (EC2).

A influência pode também ser apenas relativa a aspetos mais pontuais e, em vez de consulta direta, estar formalmente organizada a participação de quadros, empresários ou representantes associativos em órgãos próprios das universidades como os conselhos consultivos:

Temos vários representantes dos intermediários financeiros que tipicamente nos dão parecer sobre os conteúdos não programáticos, mas conteúdos curriculares dos cursos e chamam a atenção para determinadas particularidades que podem ser relevantes, alguma tendência ou alguma linha. (EC4).

Veja-se também este excerto de um documento de apresentação de um dos Mestrados em Finanças em que essa participação no conselho consultivo é destacada como sendo uma referência forte para o programa curricular:

In order to maintain close ties with experts in the Finance industry, the Program Directors rely on the active collaboration of the Advisory Board, consisting mostly of CEOs from top investment banks and CEOs and CFOs of large corporations in Portugal. The Board advises the Program Directors on curricula and global strategic issues related to the Program. Board members therefore play a decisive role in bridging the gap between academia and business, and in keeping the program responsive to the most current needs of the market. (UCP, 2016)

Uma terceira possibilidade é ainda a integração no próprio corpo docente do curso, quer numa unidade curricular, quer mais pontualmente em seminários e workshops:

Cada disciplina havia um ou dois convidados da banca que faziam uma espécie de seminário por cada disciplina e essas pessoas vinham todas da área financeira da banca, normalmente os diretores de investimentos financeiros, os diretores da área financeira muitos deles passaram por lá. (EC2).

Estes docentes são considerados como uma vantagem não só por trazerem exemplos práticos dos problemas que se colocam na prática profissional mas porque, tal como também é

realçado na penúltima citação, permitem aos cursos afirmarem-se como estando em consonância com os critérios de recrutamento do mundo empresarial: "não só trazem essa componente de fora como vão quase que sendo um bom guia do que é que também na profissão se está a pedir e que se usa para critério de avaliação de entrada de novos profissionais" (EC4). A participação das empresas pode ter um carácter ainda mais formalizado como a constituição de parcerias entre universidades e empresas, normalmente do sector bancário ou das maiores empresas portuguesas não financeiras, que estiveram não só na génese de alguns cursos como até de algumas escolas e institutos como é o caso do INDEG-ISCTE ou da Porto Business School da Universidade do Porto.

### **3.3.3.3. Associações e creditações ocupacionais e institucionais**

Nas áreas da economia, gestão de empresas e finanças existem várias organizações que criam listas de cursos a nível mundial ordenadas por qualidade de ensino. As universidades incluídas nestas listas exibem frequentemente o logotipo nos documentos de apresentação ou divulgação dos cursos, como símbolo da qualidade do ensino ou de reconhecimento da sua validade a nível internacional. Dos 20 cursos em análise, 10 têm um selo de qualidade deste tipo. O grau de envolvimento das universidades com estas entidades varia desde a filiação, a parceria ou apenas um processo de acreditação, mas implica sempre algum grau de conformidade dos programas curriculares a determinados critérios, mesmo no caso em que a acreditação é atribuída às instituições e não apenas a cursos específicos. Na medida em que são entendidas como uma vantagem competitiva pelas universidades, esses critérios constituem padrões de referência importantes para a criação ou reformulação dos programas curriculares.

A Association to Advance Collegiate Schools of Business (AACSB), uma associação de escolas de negócios norte-americana, reconhece três instituições aqui consideradas, a Universidade Nova de Lisboa, a Universidade Católica Portuguesa de Lisboa e o ISCTE - IUL. A fundação European Foundation for Management Development (EFMD) atribui várias creditações sendo a acreditação EQUIS (a nível da instituição) referida nos mesmos dois cursos, e a acreditação EPAS (a nível de cada programa de formação) referida na pós-graduação em Análise Financeira da Universidade do Porto. Estes mesmos três cursos têm ainda a acreditação da Association of MBA's (AMBA). Quando uma instituição obtém as três creditações (AACSB, EQUIS e AMBA), casos da UCP e da UNL, designa-se como tendo um *triple crown*, o que é sublinhado como um símbolo de prestígio internacional. Outro selo que é mencionado nos documentos de apresentação dos cursos é a certificação de qualidade do Financial Times atribuída aos cursos já mencionados da UCP e da UP.

Especialmente relevante é a conformidade dos programas curriculares aos critérios definidos por organizações de referência na análise financeira a fim de facilitarem em algum grau a obtenção de uma certificação de analista financeiro, caso do Chartered Financial Analyst Institute (CFAI) e da European Federations of Financial Analysts Societies (EFFAS) e a sua afiliada portuguesa Associação Portuguesa de Analistas Financeiros (APAF). Embora a relação entre as universidades e as associações profissionais seja retomada no capítulo IV, descrevem-se aqui alguns aspetos que se enquadram na sequência deste tema.

O CFAI contempla duas modalidades de reconhecimento, o CFA Partner, que implica uma maior proximidade e é atribuído exclusivamente ao Mestrado em Finanças da UCP, curso que, além de incluir vastamente os conteúdos curriculares necessários à obtenção da certificação, está organizado em semestres que terminam a tempo de permitir a participação dos alunos nos exames CFA, e o CFA University Recognition Program que é atribuído aos cursos que incluem pelo menos 70% dos conteúdos do programa da certificação CFA, assim como o seu código de ética e padrões de conduta no seu programa curricular, situação que corresponde aos Mestrados em Finanças do ISCTE, da Universidade do Porto e do ISEG. Note-se que aqui estão apenas cursos de finanças e nenhum dos cursos de análise financeira (mestrados e pós-graduações) é reconhecido pelo CFA Institute, já que, apesar de se tratar de uma certificação de analista financeiro, o CFA afirma-se como uma certificação de competências em finanças reconhecida para várias profissões do sector financeiro. Já os cursos que são reconhecidos pela APAF e que permitem a obtenção direta da certificação Certified European Financial Analyst (CEFA), emitida pela EFFAS, são pós-graduações em análise financeira, o da Porto Business School e os dois do IDEFE-ISEG, um em Lisboa e outro no Funchal. Um outro caso de relação preferencial entre formação universitária e associação de analistas é o do Mestrado em Finanças da Universidade Portucalense Infante D. Henrique que tem como parceria a Associação de Investidores e Analistas Técnicos (ATM) e uma empresa de corretagem. Este mestrado, contudo, não facilita o acesso a nenhuma certificação e, apesar da relação preferencial com a ATM, não oferece nenhum destaque particular à análise técnica no seu programa curricular.

Uma outra situação é a do Mestrado em Investimentos e Mercados Financeiros do INDEG-ISCTE que, apesar de não conferir certificação CEFA, é reconhecido pela CMVM

como válido para inscrição como analista financeiro e consultor de investimento<sup>93</sup>, tem acreditação de outra associação profissional, a Global Association of Risk Professionals (GARP) e permite aos 20 melhores alunos a inscrição direta na primeira parte do exame Financial Risk Manager (FRM) dessa associação.

Em três dos cinco cursos, os coordenadores entrevistados salientam o peso o papel das certificações de analista financeiro na configuração dos programas curriculares e no caso das pós-graduações em análise financeira do IDEFE e da Porto Business School, referem que a criação dos cursos envolveu diretamente a APAF, tendo como um dos objetivos formar analistas financeiros em conformidade com os padrões de certificação CEFA, atribuídos pela EFFAS: "Nessa altura isto fez-se à luz do que era a EFFAS porque isto depois foi associado à associação europeia de analistas, desde o início, e portanto o currículo foi logo feito de acordo com o modelo deles" (EC4).

Deve realçar-se a importância das certificações sobre os conteúdos curriculares. Apesar de, como se viu, a maioria dos cursos não ter este tipo de relação com instituições de certificação, isso não significa que, mesmo para esses, as certificações não constituam uma referência importante. Um dos entrevistados, afirma por exemplo que, não obstante ainda não ter sido possível, o reconhecimento do curso é um objetivo a atingir. O valor simbólico do reconhecimento pelas instituições de certificação associadas à análise financeira não se restringe a este domínio específico. Conforme se referiu, mesmo os cursos que têm um leque alargado de saídas profissionais dentro do domínio financeiro, sublinham essas credenciais nos seus documentos de apresentação, o que mostra que, além da vantagem que resulta da autorização da CMVM para o exercício da atividade de análise financeira (que será apenas diretamente relevante para um número pequeno de alunos), essas credenciais são consideradas como recursos importantes na competição interuniversitária. Um outro aspeto a salientar é que esse valor simbólico, especialmente do CFA, é reforçado pela sua ligação ao mercado de trabalho. Ou seja, para além de providenciar um sinal de qualidade do ensino, é preciso

---

<sup>93</sup>. Trata-se de um caso excecional em que a CMVM reconhece o curso diretamente sem a mediação de uma certificação profissional. De acordo com a brochura do curso: "Ao abrigo da alínea c) do n.o 2 do art.o 10.o do Regulamento da CMVM n.o 3/2010, os alunos do mestrado executivo em Mercados e Ativos Financeiros interessados em obter a credenciação como "Analistas Financeiros e Consultores para Investimento" pela CMVM terão apenas de frequentar (com aprovação) uma unidade curricular adicional de "Contabilidade dos Produtos Financeiros e dos Derivados."

considerar, conforme um coordenador de curso afirma, o "prestígio que a associação ao CFA oferece ao programa enquanto reputação no mercado de trabalho" (EC3).

Uma das vertentes que é mais visível pela análise dos programas curriculares, sem prejuízo de existirem muitas outras que não são captáveis por uma análise deste tipo, é a influência das certificações nos conteúdos relacionados com ética e deontologia. Nos cursos associados as estas certificações o padrão a seguir é o da associação de referência, ou seja, o código deontológico da APAF e o código de ética e padrões de conduta do CFA Institute, em função da associação respetiva dos cursos<sup>94</sup>. Isto significa que a influência sobre os conteúdos curriculares não é só importante do ponto de vista da reprodução dos saberes científicos e técnicos, mas dos aspetos que, do ponto de vista da sociologia das profissões, constituem – seja enquanto sistema de valores, ideologia, ou mecanismo de controle – o que se designa por profissionalismo (Evetts, 2003).

### **3.4. Outras Formações**

Além da formação pós-graduada, viu-se no quadro III.1 que vários entrevistados fizeram formações mais pequenas e de carácter especializado. A importância de as referir reside, por um lado, na possibilidade de poderem constituir formas importantes de aquisição de competências especializadas na área dos mercados financeiros para os profissionais que fizeram

---

<sup>94</sup> A análise dos padrões de referência dos programas curriculares permitiu equacionar também a posição das instituições de ensino no contexto das relações com outros tipos de atores relevantes no processo de profissionalização da análise financeira. Ainda que se tenham identificado algumas diferenças entre as várias formações a este nível – a maior proximidade dos cursos à APAF ou ao CFA Institute, seria possível equacionar ainda outras variáveis, como as relações preferenciais com empresas específicas, as diferenças na composição do corpo docente, o tipo de alunos, ou a história específica de cada uma das formações. A importância de uma análise desse tipo é especialmente evidente se tivermos em consideração que em algumas entrevistas é possível encontrar indícios de que os coordenadores encaram a formação em análise financeira e no domínio financeiro em geral como um espaço de competição – e também de cooperação – em que os cursos e as instituições se procuram diferenciar e obter vantagens financeiras e simbólicas, tanto no campo financeiro como no campo científico em geral. Uma linha de investigação relevante poderia ser também a análise dessas relações no espaço científico, para o qual se teria de incluir uma dimensão ausente aqui que é a da produção científica no domínio da análise financeira, incluindo por exemplo os centros de investigação.

formações menos direcionadas na área da economia, gestão e finanças e, por outro lado, por poderem ajudar a formar competências complementares às competências financeiras, tais como conhecimentos sobre legislação ou sobre contabilidade. O ponto de partida aqui é o mesmo mencionado no início do capítulo: identificar os meios de reprodução da expertise em análise financeira. Isto implica reconhecer não só que existe uma variedade de percursos possíveis de formação de analistas financeiros, mas que existem vários tipos de entidades que contribuem para a formação dessa expertise além do ensino superior.

Um primeiro conjunto de formações que se podem identificar são cursos de entidades formadoras ligadas ao sector bancário e aos mercados financeiros. Destas pode-se destacar o Instituto de Formação Bancária (IFB) que, tal como o Instituto Superior de Gestão Bancária (ISGB), orientado para o ensino superior especializado, é tutelado pela Associação Portuguesa de Bancos (APB) e centra-se na formação profissional. O tipo de oferta deste instituto contempla formação base, intermédia e avançada com durações variáveis, assim como seminários e workshops de apenas alguns dias e geralmente focados num tema específico como “DMIF2”, “Basileia 3”, “Imparidades, ou “Contabilidade bancária” (IFB, 2016).

As entidades ligadas às bolsas de valores em Portugal desenvolveram também ações no sentido de aumentar as qualificações dos profissionais dos mercados financeiros num contexto em que a formação universitária especializada e as qualificações dos profissionais eram baixas. Isto é referido não só a propósito do papel que a Bolsa de Valores do Porto poderá ter tido na criação da primeira pós-graduação em análise financeira em Portugal, mas em várias entrevistas, sobretudo entre os profissionais mais velhos como parte do seu percurso de formação. As formações referidas pelos entrevistados como fazendo parte da intervenção das Bolsas de Valores de Lisboa e do Porto (que estiveram separadas até 1999) incidiram em tipos de ativos ou mercados específicos como derivados e taxas de juro, mercado à vista e mercado de *spot*, ou sobre aspetos centrais das metodologias de análise financeira como o método de análise de empresas Discounted Cash Flows (DCF). Como referido anteriormente a propósito dos percursos de formação dos entrevistados é importante notar que a relevância deste tipo de formações pode ser maior nos casos em que a formação universitária não é especializada como é o caso do entrevistado que fez a formação em DCF e cuja formação universitária é em gestão de empresas (EP5). Neste caso, além da experiência profissional, este tipo de cursos foram o principal meio de obtenção de competências especializadas em análise financeira.

Com as alterações das necessidades de formação e da organização do mercado de capitais em Portugal e integração das bolsas na Euronext, este tipo de intervenção na formação alterou-se. Atualmente a Euronext Lisbon mantém um programa anual de sessões de formação

com a designação "Young Professional Sessions" que desenvolve em parceria com vários bancos. Através do Instituto do Mercado de Capitais a Euronext Lisbon desenvolveu em parceria com a APAF o curso de consultor autónomo que teve duas edições em 2000 e 2001.

Algo que é relevante salientar a propósito deste conjunto de formações, workshops e seminários organizados por entidades do sector é a importância que é concedida à perspectiva dos próprios profissionais, tratando-se em geral de formações ministradas por pessoas com experiência profissional nas áreas em questão<sup>95</sup>. As próprias universidades procuram valorizar os seus cursos recorrendo à mobilização de elementos que sinalizam a ligação à prática profissional (ligação a empresas, incorporação de profissionais no corpo docente, etc.). Esta valorização do saber prático, ligado à aplicação dos conhecimentos em contexto profissional, parece constituir um elemento mobilizador das identidades profissionais no sector financeiro, e particularmente dos profissionais ligados à análise financeira, embora não exclua outras dimensões como a da valorização do rigor teórico e científico associado ao prestígio académico. É algo que está expresso nesta frase de um dos entrevistados, a propósito da sua frequência de um dos cursos do IFB:

(...) eu acho que é um instituto que pode não ter o nome de uma Católica ou uma Nova, mas para alguém que liga aos temas de banca é altamente recomendável porque são pessoas mesmo que neste caso até eram especialistas de consultoras e do sector, mas que era uma formação de três dias sobre Basileia 3, os acordos de Basileia, as principais alterações. (EP6).

A formação mais direcionada que tem sido organizada por entidades como o Instituto do Mercado de Capitais, o Instituto de Formação Bancária, a antiga Bolsa de Valores e mais recentemente a Euronext, constitui, pelo papel que os próprios profissionais lhe concedem, um dos fatores de reprodução de conhecimento especializado, sobretudo orientado para a complementaridade de saberes. Outro ainda, que não é mencionado pelos entrevistados, mas importa pelo menos referir, é a existência de um mercado de formação na área das finanças que é organizado por empresas, algumas das quais intermediários financeiros<sup>96</sup> como corretoras, e que está sobretudo orientado para a análise técnica. Estas formações, muitas das quais têm como destinatários os próprios investidores, podem ser consideradas mais como formas de

---

<sup>95</sup> Informação que consta das notas de apresentação dos oradores e convidados neste tipo de eventos.

<sup>96</sup> A expressão "intermediário financeiro" refere-se aqui às empresas que prestam serviços que permitem aos investidores atuar no mercado de capitais. Ver nota 109, sobre a utilização deste conceito no quadro do Código dos Valores Mobiliários.

popularização do conhecimento financeiro mais do que fatores de reprodução do mesmo<sup>97</sup> mas devem ser tidas como elementos de socialização financeira e que, apesar de não ser o caso em nenhum dos entrevistados, pode ser relevante num dado percurso profissional.

## Síntese

Neste capítulo fez-se uma caracterização da formação em análise financeira centrada por um lado nas instituições e, por outro, nos conteúdos da formação. Partimos dos percursos de formação dos profissionais entrevistados como forma de identificar os tipos de instituições e tipos de formação que se podem genericamente agrupar como desempenhando uma função de reprodução do conhecimento. Alguns são mais centrais e outros mais complementares, tendo dois tipos particulares de formação universitária emergido como parte dos primeiros: as pós-graduações em análise financeira e os mestrados em finanças. Da análise efetuada aos conteúdos destes cursos chega-se a uma conclusão em parte esperada: a de que não existe a nível de formação universitária uma diferença significativa entre os saberes associados à análise financeira e às finanças em geral. Note-se que um mesmo domínio do conhecimento pode ser disputado por várias ocupações (Abbott, 1988) e que neste caso existe certamente sobreposição de ocupações relativamente a esta área de conhecimento.

Neste sentido mostra-se que a análise financeira é, do ponto de vista da formação universitária, um saber universalizável no domínio das finanças, e que a avaliação é um aspeto não só central no campo da análise financeira como da própria teoria financeira tal como institucionalizada nos currículos universitários. Mostrou-se também que, além de um corpo central de conhecimentos, existem saberes complementares, alguns dos quais fazem parte dos conteúdos da formação universitária ou são aprendidos em outros tipos de contextos como centros de formação e outras instituições criadas por ou em parceria com atores importantes dos mercados de capitais.

Apesar da menor quantidade de informação a esse respeito, foram apresentados indícios de que a formação em análise financeira em Portugal foi impulsionada por uma dinâmica associada à reanimação dos mercados de capitais na década de 1980, e que algumas instituições mais envolvidas nessa reanimação procuraram resolver um problema de falta de qualificação de profissionais. Desde essa altura até ao presente ficou também demonstrado que as ligações

---

<sup>97</sup> Dada a menor importância que estas formações parecem ter no quadro do que designámos por reprodução do conhecimento em análise financeira e do seu carácter menos padronizado, não foram por isso objeto de recolha sistemática de informação.

entre associações, empresas e universidades desempenham um papel importante na configuração da formação em análise financeira, na promoção de classificações de legitimidade e nos próprios conteúdos da formação. Este aspeto representa também um argumento importante com consequências para o debate teórico entre por um lado perspectivas mais próximas da ANT e por outro mais próximas do mercado como instituições: A defesa um papel performativo da teoria nos mercados necessita de ter em consideração as dinâmicas institucionais de reprodução do conhecimento, porque estas têm impactos da definição de que tipos de conhecimento e instâncias de reprodução são legítimas e as que não são. Neste processo, além destes atores, falta ainda incluir o papel do Estado, o que se fará no capítulo seguinte, centrado nas questões da regulação profissional.



## CAPÍTULO IV: REGULAÇÃO PROFISSIONAL

### Introdução

Neste capítulo faz-se uma caracterização da regulação profissional da análise financeira em Portugal centrado sobretudo no *equities research*. Por regulação profissional entende-se o conjunto de formas a que recorrem os próprios profissionais e outros atores para controlar o acesso à profissão e determinar as práticas que consideram apropriadas ou não no âmbito do exercício profissional. A nível interno isto implica considerar as organizações associativas que procuram representar os analistas financeiros, assim como os sistemas de certificação e códigos deontológicos que lhes estão associados. A nível externo trata-se de considerar os principais atores e meios de regulamentação da profissão como a legislação portuguesa e a adaptação de legislação internacional à estrutura legal nacional.

O capítulo inicia-se por uma identificação das duas organizações associativas mais próximas do universo do *equities research*, relativamente às quais a informação recolhida inclui documentos como os seus estatutos e regulamentos, assim como duas entrevistas com representantes associativos, referindo-se ainda uma terceira organização representativa dos analistas técnicos sobre a qual se recolheu apenas material documental. Nesta parte identificam-se também quais os mecanismos de certificação profissional a que estas organizações estão ligadas. Numa segunda secção do capítulo realiza-se uma análise mais comparativa das associações e sistemas de certificação, assim como os respetivos códigos deontológicos. Na última secção do capítulo procede-se à caracterização da legislação relevante para a regulação profissional da análise financeira e à relação dos referidos corpos associativos com as dinâmicas de produção e alteração legislativa.

#### 4.1. As principais associações e sistemas de certificação

Em Portugal existem duas associações que são relevantes para uma caracterização da regulação profissional da análise financeira de tipo *equities research*: a Associação Portuguesa de Analistas Financeiros (APAF) e a Chartered Financial Analyst (CFA) Society Portugal. Existe ainda uma associação que representa os analistas técnicos, a Associação de Investidores e Analistas Técnicos (ATM), mas é sobre as primeiras duas que este capítulo incide de forma mais profunda, uma vez que representam mais diretamente o universo do *equity research* em Portugal, que definimos como constituindo o nosso objeto empírico.

As duas principais associações, além de estarem ligadas a mecanismos de certificação profissional (ver quadro IV.1), têm também afiliações internacionais distintas e, como se enunciou a propósito da caracterização da formação, têm também relações preferenciais com determinadas universidades portuguesas e formações universitárias específicas.

**Quadro IV.1 – Sistemas de certificação em análise financeira**

	<b>Certified European Financial Analyst (CEFA)</b>	<b>Certified International Investment Analyst (CIIA)</b>	<b>Chartered Financial Analyst (CFA)</b>
<b>Acesso</b>	Conclusão de pós-graduação acreditada	Experiência profissional relevante de 3 anos	Licenciatura e experiência profissional relevante de 4 anos
<b>Modalidade</b>	Pedido de emissão de acreditação	Aprovação em dois exames gerais e um exame nacional	Aprovação em três exames
<b>Importância regional</b>	Europa	Europa e Ásia	Mundial (padrão e origem EUA)
<b>Taxa de aprovação (global)</b>	Sem informação	Taxa de aprovação 2014 nível 1: 49% nível 2: 55% Nível 3: sem informação total: 26%	Taxa de aprovação 2014 nível 1: 42% (junho) 44% (dezembro) nível 2: 46% nível 3: 54% total: cerca de 10%
<b>Total de certificados emitidos (global)</b>	Sem informação	>7800	>120.000 (junho de 2014) crescimento quase constante até 2012
<b>nº de candidatos e certificados 2014 (global)</b>	Sem informação	1350 candidatos	164000 candidatos realizaram exames em 2014 14535 passaram o nível 3 em 2014
<b>Nº de certificados emitidos em 2014 em Portugal</b>	Sem informação. Potencialmente todos os que terminaram os cursos reconhecidos pela APAF		20
<b>Condição de filiação associativa</b>	Sim: APAF	Sim: APAF	Sim: CFA Society Portugal
<b>Custo</b>	Após a pós-graduação, a emissão do diploma CEFA custa 200€	Sem informação	Mais de 3000€ incluindo despesas
<b>Representação em Portugal</b>	APAF	APAF	CFA Society Portugal
<b>Quadro regulatório</b>	Permite registo na CMVM como analista financeiro	Permite registo na CMVM como analista financeiro	Permite registo na CMVM como analista financeiro
<b>Filiação internacional</b>	EFFAS	ACIIA, integração com EFFAS e ASIF	CFA Institute

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de documentos das organizações de certificação e de entrevistas.

Um segundo dado a considerar é da situação dos profissionais entrevistados no que respeita à sua filiação associativa e posse de certificações. Como se verifica no quadro IV.2 a representação das associações e respetivos sistemas de certificação entre as filiações dos profissionais entrevistados é baixa e filiação associativa tendencialmente maior na associação mais antiga, a APAF.

**Quadro IV.2 - Filiação associativa e certificação dos profissionais entrevistados**

<b>Código</b>	<b>Certificações</b>	<b>Filiação associativa</b>
EP1	-	-
EP2	-	-
EP3	-	-
EP4	-	-
EP5	-	-
EP6	CFA não concluído	APAF
EP7	-	APAF
EP8	CFA não concluído	-
EP9	CEFA	APAF
EP10	CFA	CFA Society Portugal

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da análise das entrevistas.

#### **4.1.1. APAF, EFFAS e CEFA**

A primeira associação de analistas que surgiu em Portugal foi a Associação Portuguesa de Analistas Financeiros, a APAF, fundada em 1984 num contexto marcado pela reanimação dos mercados de capitais, e em particular o da reabertura da Bolsa de Valores do Porto, em 1981, à volta da qual uma comunidade de profissionais se organizou no sentido de criar a associação e, quatro anos depois, a primeira pós-graduação em análise financeira, também na cidade do Porto. Segundo a representante entrevistada, a fundação da APAF está também ligada à Ordem dos Economistas, tendo sido a partir de uma autonomização da Ordem que se formou e mantendo com esta uma relação próxima<sup>98</sup>.

Apesar desta forte ligação ao mercado de capitais que a APAF manteve desde início, segundo a sua representante entrevistada (EA1) e um antigo dirigente (EC4), a associação não se dirigia apenas aos analistas ligados aos mercados financeiros mas a um conjunto de profissionais da área da economia e gestão que alguns entrevistados consideram mais próximo

<sup>98</sup> A APAF é representada em Lisboa pela Ordem dos Economistas.

do que hoje se designa por gestor financeiro, ou seja, economistas e gestores especializados em analisar as contas das empresas na ótica do aconselhamento à gestão interna das empresas, e não tanto na perspectiva da avaliação ligada aos mercados financeiros e ao aconselhamento de investidores. Coerente com esta ideia é o próprio destaque que a APAF confere, entre as suas atividades iniciais, à promoção de um prémio atribuído ao melhor relatório de atividades de empresa, organizado em parceria com a Associação dos Antigos Alunos da Faculdade de Economia do Porto.

Nos seus estatutos, a APAF declara representar “os interesses profissionais da atividade de análise financeira e de consultoria para investimento” (APAF, 2015). Os objetivos expressos nos estatutos podem ser resumidos em três áreas principais: a) a formação e certificação, através da sua ligação a duas pós-graduações e a dois programas internacionais de certificação; b) a regulação, enquanto interlocutor das entidades reguladoras a nível nacional e europeu, da atividade financeira e das ocupações de analista e consultor financeiro c) a promoção de encontros entre analistas e divulgação de informação relevante para estes profissionais.

A APAF não divulga o seu número de associados, atual nem a sua evolução<sup>99</sup>, mas de acordo com a representante da associação entrevistada terá sido fundada por cerca de 100 membros. A filiação na associação é primordialmente individual, embora seja admitida a filiação de organizações. Os estatutos admitem como associados pessoas individuais ou coletivas, existindo três níveis de filiação, os sócios efetivos, sócios honorários e sócios correspondentes, sendo que apenas os analistas financeiros podem ser sócios efetivos com direito de voto nas Assembleias Gerais.

Algumas pistas da recolha empírica apontam para que a representatividade da associação mesmo entre os profissionais ligados à análise financeira nos mercados de capitais seja baixa. Dos 10 entrevistados que exercem ou exerceram atividades ligadas à análise financeira, quatro são filiados na associação e dois deles a título individual, sendo nos outros casos através do empregador. Além disto, um estudo da CMVM (2003) refere que apenas 11 em 49 analistas inquiridos declaravam pertencer a uma associação profissional. A análise das

---

<sup>99</sup> Foi solicitado diretamente à representante contactada o número de membros da associação, mas até à data o pedido não foi satisfeito por, segundo a mesma, estarem a ser efetuadas mudanças na organização que impossibilitam a organização dessa informação.

entrevistas aponta para quatro tipos de motivos que justificam esta baixa participação<sup>100</sup>. A nível mais genérico, um primeiro motivo é um fraco interesse na atividade associativa ligada ao sector financeiro em geral (EP1, EP8, EP2), que pode estar em alguns casos ligado à convicção de que a APAF ou as associações em geral têm uma reduzida capacidade de intervenção junto dos reguladores (EP1, EP2): “No quadro atual da indústria bancária em que a regulação é muito determinada pelos reguladores (...) e pouco aberta ao exterior, as associações têm pouco valor.” (EP1). Relacionado com o anterior, um outro tipo de justificações e que inclui as opiniões dos filiados sublinha a fraca interação com a associação, considerando que as atividades desta se limitam ou a cursos de formação ou à oportunidade ocasional de interagir com outros profissionais no quadro de eventos organizados (EP6, EP7, EP9, EP10). Um outro tipo de razões relaciona-se com o desfasamento entre atividade e ocupação, uma vez que vários profissionais realizam atividades de análise financeira e são mesmo enquadráveis na definição de analista da APAF, mas não se identificam como analistas financeiros do ponto de vista da sua ocupação e encaram a APAF como uma organização de base ocupacional. É o caso de um entrevistado que é gestor de ativos, (EP3) outro que é *sales trader* (EP4) e outro que realizou várias ocupações sucessivamente, sendo atualmente *broker* (EP5).

As atividades de formação e certificação estão ligadas entre si e dependem de parcerias e afiliações da APAF, quer a nível internacional, quer com universidades portuguesas.

A nível internacional a APAF relaciona-se primordialmente com a European Federation of Financial Analyst Societies (EFFAS), entidade fundada em 1962 e na qual a APAF é filiada desde a década de 1980. A EFFAS define-se como uma entidade chapéu para associações de profissionais de investimento, promovendo relações entre estas e com instituições políticas europeias. Além disso a EFFAS pretende promover standards internacionais de qualidade profissional e padrões deontológicos e é nesse âmbito que uma dimensão importante da atividade da EFFAS é a atribuição de duas certificações de analista financeiro: Uma delas, a Certified European Financial Analyst CEFA, atribuída desde 1991, procura ser o padrão de certificação dos analistas Europeus, designadamente incluindo conteúdos especificamente orientados para a moldura regulatória europeia, contrastando com a outra certificação internacional mais popular, o CFA, que é mais dirigida a para o mercado americano. A

---

<sup>100</sup> Apesar de nos centrarmos aqui nas entrevistas realizadas aos profissionais, note-se que entre os coordenadores de curso a opinião acerca do papel da APAF é mais positiva embora um deles também refira fraco poder da APAF face ao Estado.

certificação é acreditada em 27 países europeus<sup>101</sup>, Argentina e Brasil e tem no total 14000 atribuições. Como forma de procurar expandir o alcance da CEFA, a federação criou em 2000 uma outra certificação que procura ter um alcance global, a Certified International Investment Analyst (CIIA), tendo para esse efeito sido criado um outro organismo chapéu, a Association of Certified International Investment Analysts (ACIIA) que agrega algumas associações locais europeias, entre as quais a APAF, e ainda outras de outros continentes. Como única associação portuguesa filiada na EFFAS, a APAF é em Portugal a entidade responsável por promover estas duas certificações e organizar o acesso dos candidatos.

Em Portugal, a certificação CEFA obtém-se através da frequência de formações pós-graduadas na área da análise financeira. Desde a década de 1980 que a APAF tem procurado estar ligada à formação de analistas financeiros estando envolvida, não só na criação da primeira pós-graduação em análise financeira na Universidade do Porto, como também mais tarde na criação de outra no IDEFE-ISEG. Como se referiu no capítulo sobre a caracterização da formação, o plano de estudos destas formações foi criado ou adaptado para ser compatível com as exigências da certificação CEFA. Assim, após a conclusão destas formações, os alunos finalistas podem solicitar à APAF a atribuição da certificação.

#### **4.1.2. CFA Society, CFA Institute, CFA**

A outra entidade que funciona como associação e que é relevante para este tópico não nasceu como uma organização de base ocupacional, mas como uma associação de detentores da certificação CFA, tendo sido fundada em 2013 por cerca de 50 profissionais, e contava com 61 associados em 2014<sup>102</sup>. Segundo o seu o membro da associação entrevistado, esta nasceu por iniciativa dos próprios profissionais, que queriam manter uma ligação ao CFA Institute após concluírem o seu programa de certificação. Apesar disso, a associação segue o mesmo modelo de integração no CFA Institute que é praticado pela instituição a nível mundial como forma de gerir a ligação entre os *chartholders* e o CFA Institute. Assim, ao contrário da APAF, que se estabeleceu inicialmente como associação e que só mais tarde ganhou a ligação ao organismo internacional que atribui a certificação CEFA, a CFA Society Portugal tem o percurso inverso, tendo sido estabelecida a associação já depois de haver profissionais certificados e de se realizarem exames de certificação em Portugal, nascendo já à partida com uma filiação

---

<sup>101</sup> Incluindo a Turquia.

<sup>102</sup> Dados disponibilizados pela CFA Society Portugal.

internacional na CFA Institute Global Network of Societies, na qual todas as associações locais de *chartholders*, as *local societies*, estão filiadas. A associação funciona em certa medida como representação local do CFA Institute, o que está presente na própria missão da associação. A CFA Society Portugal define a sua missão como suporte à atuação do CFA Institute relativamente a quatro pontos: a promoção de padrões éticos e profissionais na indústria de investimento, a promoção de aprofundamento de conhecimento de membros e outros profissionais de investimento através do programa CFA e educação continuada, a promoção de troca de informação e opinião entre profissionais de investimento, clientes, reguladores, e a promoção de certificação CFA (CFA Society Portugal, 2014). As principais atividades divulgadas pela organização incluem workshops e seminários, além de providenciar apoio aos candidatos a CFA através da disponibilização de materiais de estudo.

A CFA Society Portugal não pretende representar categorias profissionais específicas<sup>103</sup>. Tal como o CFA Institute e a certificação correspondente, a CFA Society Portugal procura representar os profissionais de investimento como um todo. A própria composição associativa, de acordo com os dados conhecidos relativos a 2014, reflete este facto, uma vez que em Portugal, os *research analysts* eram apenas 15% dos associados e as várias ocupações de analista, incluindo os *research analysts*, mas também os *investment banking analysts* ou os *corporate financial analysts* correspondiam a 38% dos associados, destacando-se entre os restantes os *portfolio managers* com 17%.

Como foi explicado no capítulo sobre o ensino universitário o CFA Institute atribui duas graduações de selos de garantia de compatibilidade dos programas universitários com o curriculum da certificação. Esta ligação entre o CFA Institute e algumas universidades portuguesas permite a promoção da sua certificação de análise financeira, mas esta certificação é obtida exclusivamente através da aprovação em três exames realizados nos seus centros de teste em duas edições anuais. O CFA Institute conta globalmente com cerca de 100000 certificados atribuídos e um volume anual de candidatos cerca de 150000, sendo que a maioria destas atribuições se refere a América do Norte (65%) e apenas 16% relativas ao continente Europeu. As principais ocupações dos finalistas que obtiveram a certificação são, de acordo

---

<sup>103</sup> Como se viu a APAF nos seus estatutos declara representar duas ocupações, a de analista financeiro e consultor de investimento, mas ainda assim é possível ser-se membro da APAF mesmo nos casos em que a ocupação principal não é nenhuma destas (como é o caso de um dos entrevistados que é gestor de conta). A representante da associação e um antigo dirigente referem mesmo ter-se admitido membros de várias ocupações.

com a mesma fonte, *portfolio managers* (22%) e *research analysts* (14%) (CFA Institute, 2017). Em 2014 os certificados atribuídos mundialmente foram cerca de 25000 (CFA Institute, 2015). Segundo a CFA Society Portugal em 2014 inscreveram-se num dos três exames 67 pessoas tendo nesse ano sido atribuídos 20 certificados.

### 4.1.3. ATM

No quadro da representação associativa dos analistas financeiros atua em Portugal ainda uma terceira organização, a Associação de Investidores e Analistas Técnicos. Apesar de menos central no quadro do objeto de pesquisa que se definiu para esta tese (o *equities research*) importa considerá-la na medida em que é relevante para um universo contíguo, o da análise técnica. A associação, fundada em 1998, tem a particularidade de procurar representar não apenas profissionais, os analistas técnicos, mas também investidores, sendo estes últimos potenciais utilizadores das ferramentas da análise técnica. A associação declara como sua missão:

[a defesa dos] interesses dos investidores e analistas técnicos do mercado de capitais e contribuir para o desenvolvimento do mercado, promovendo o estudo e formação financeira dos seus sócios, criando, aplicando e compartilhando informação, experiências, técnicas e recursos com os investidores em geral. (ATM, 2006).

O domínio de atuação da associação é, segundo o seu regulamento, o da proteção dos direitos dos pequenos investidores, na regulação do mercado, na área fiscal e também na fiscalização do mercado, enquadrando-se neste domínio atividades como a proposta de OPA's e o acionamento de mecanismos legais de fiscalização em operações financeiras que considera lesarem os interesses dos pequenos investidores ou serem pouco transparentes (ATM, 2017). Um outro domínio de atuação da associação é o da divulgação e formação em análise técnica, por exemplo a nível da publicação de alguns manuais de análise técnica, em cooperação com o Instituto do Mercado de Capitais.

Em termos de filiação internacional ou relação com corpos associativos internacionais, a associação refere ser membro fundador da World Federation of Investors Corporations (desde 2000); faz parte da Euroshareholders, uma associação europeia de investidores, e foi membro temporário da International Federation of Technical Analysts (IFTA) (desde 2000), afirmando no seu site que entretanto deixou de pertencer a este organismo, responsável por uma das principais certificações internacionais de análise técnica, a Certified Financial Technician<sup>104</sup>,

---

<sup>104</sup> Existe ainda uma outra associação internacional, a Chartered Market Technician Association que atribui a certificação com o mesmo nome. A ATM não está filiada em nenhuma delas.

por ter entretanto criado um curso de análise técnica em parceria com uma corretora de origem nacional mas presente também em outros países. Assim, ao contrário das outras organizações associativas, o papel da ATM na formação de analistas não está diretamente ligado a nenhuma certificação internacional de análise financeira nem a parcerias com universidades, mas a uma corretora que se foca sobretudo nos pequenos investidores.

#### **4.2. Deontologia profissional e sanções disciplinares**

Além da regulação estatutária, imposta pelo Estado, um dos aspetos importantes do controlo de uma ocupação é a capacidade que os seus membros têm de impor determinados padrões de comportamento e punir os seus desvios. Este controlo interno é exercido fundamentalmente por organizações ocupacionais, que no caso da análise financeira correspondem às referidas anteriormente. Parte deste controlo prende-se com as condições de acesso à ocupação que estão neste caso sobretudo ligadas ao papel da certificação abordados em secção abaixo, enquanto outra parte decorre da implementação de obrigações e deveres dos associados e de um correspondente sistema disciplinar. A importância destes aspetos resulta em parte da representatividade das associações e do poder que a lei do país lhes concede, com se irá ver de seguida, pelo que se procura aqui apresentar uma análise sobre como essas obrigações e deveres são implementadas no quadro das duas principais organizações associativas que referimos.

Além do regulamento, que determina o modo de funcionamento da associação e que prescreve as condições de filiação na associação, o principal documento que especifica as obrigações dos associados é o “Código de Conduta do Analista Financeiro”, em vigor desde 2003. Este código de conduta e os vários pontos em que está organizado decorrem dos critérios estabelecidos pela EFFAS para a redação dos códigos de cada associação nacional. Apesar de a própria EFFAS propor um código de ética, o “Principles of Ethical Conduct”<sup>105</sup>, este não propõe sanções uma vez que, admitindo haver disparidades na legislação entre cada país, caberia às associações locais definir as suas próprias punições em conformidade com a lei. Assim, seguindo os critérios da EFFAS, o “Código de Conduta do Analista Financeiro” (APAF, 2016), além das “Definições” e “Normas Gerais”, organiza-se em vários pontos que incidem no relacionamento dos analistas com várias possíveis entidades: clientes e empregadores, outros

---

<sup>105</sup> Este código de ética está organizado em torno de cinco princípios: “Standards”, “Interests of Clients”, “Independence and objectivity”, “Professional Competence” e “Required Knowledge and Compliance”.

analistas financeiros, órgãos de comunicação social, autoridades de supervisão, a própria associação, público em geral e empresas alvo de análise. As obrigações prescritas no código de conduta incidem mais fortemente em dois aspetos: na obrigação de independência do analista e na confidencialidade da informação com que trabalha. O primeiro remete para uma obrigação de separação entre o analista enquanto profissional de outras posições que possa tomar enquanto participante nos mercados. Isto não significa que esteja impedido de deter uma carteira de investimento, mas por exemplo “Abster-se de atuar como contraparte nas transações cuja realização aconselha.” (artigo 9, alínea c), ou revelar “(...) todo e qualquer vínculo para com terceiros, com ou sem tradução pecuniária, que possa exercer influência determinante no relacionamento do Analista com [empregadores e clientes]” (artigo 11, número 3) ou, ainda, “não obter nenhum rendimento indexado à rentabilidade de investimentos sobre os quais dá recomendações” (artigo 11, número 2). No caso do segundo aspeto, relativo à confidencialidade da informação, o código de conduta refere a necessidade de sigilo relativamente a informações sobre clientes e empregadores (artigo 9, alínea a), mas também sobre as empresas que analisa: “deve formular as suas opiniões e recomendações sobre as empresas analisadas (...) no respeito pelo carácter sigiloso de certo tipo de informação” (artigo 19, número 1) ou ainda privilegiar os canais formais na obtenção de informações sobre empresas (artigo 19, número 2). Além destes pontos o código de conduta remete as sanções relativas à infração disciplinar aos estatutos da APAF que especificam as seguintes possibilidades: repreensão escrita, suspensão temporária dos direitos de sócio ou perda compulsiva da qualidade de sócio. De acordo com a responsável da APAF entrevistada não houve até 2014 nenhuma sanção aplicada.

No caso do CFA Institute, não existe autonomia da associação local em termos deontológicos ou disciplinares, sendo todos os documentos que regulam estes aspetos definidos pelo próprio CFAI e aplicados em todos os países. Tratando-se de uma instituição mais antiga e de maior dimensão, a sua estrutura regulatória interna é maior e mais complexa que o caso anterior, e está dividida em vários documentos e corpos institucionais. Em termos comparativos o principal documento que enquadra as obrigações dos *chartholders* filiados tem a designação de “Codes of Ethics and Standards of Professional Conduct”, (CESPC) e que consiste no código deontológico ao qual todos os filiados têm de aderir. Mas além deste existem outros documentos relevantes que definem por exemplo os procedimentos a adotar no caso de existirem infrações assim como os corpos internos responsáveis pela condução dos procedimentos disciplinares.

O CESPC está organizado nos seguintes pontos: “Professionalism”, “Integrity of Capital Markets”, “Duties to Clients”, “Duties to Employers”, “Investment Analysis, Recommendations, and Actions”, “Conflicts of Interest” e “Responsibilities as a CFA Institute

Member or CFA Candidate” (CFA Institute, 2014). Além de regular os deveres dos membros do CFA o CESP destina-se também aos candidatos que procura obter a certificação. O documento partilha com o código deontológico da APAF a mesma atenção às questões da confidencialidade e independência que são centrais na ideologia profissional da análise financeira e a mesma valorização da relação com os clientes: “must act for the benefit of their clients and place their clients’ interests before their employer’s or their own interests.” (CFA Institute, 2014:1). No que respeita aos deveres de confidencialidade, o documento define que a informação sobre clientes é entendida como sigilosa exceto em caso de autorização de clientes ou de prática de ilegalidade (artigo 3, secção E), referindo-se também a obrigatoriedade de não agir com base em informação não-pública (artigo 2 secção A) e ainda a obrigatoriedade de não revelar informação confidencial sobre o empregador (artigo 4, secção A). Sobre os deveres de independência, o CESP define por um lado o impedimento de aceitação de qualquer benefício que possa comprometer a objetividade (artigo 1, secção B) ou comprometer os deveres de lealdade para com o seu empregador (artigo 4 secção B) e por outro, o dever de divulgação de todos os aspetos que possam constituir possíveis conflitos de interesses:

(...) full and fair disclosure of all matters that could reasonably be expected to impair their independence and objectivity or interfere with respective duties to their clients, prospective clients, and employer.” (CFA Institute, 2014: 2).

Do ponto de vista disciplinar as infrações ao código de ética do CFAI aplicam-se não apenas a membros individuais, mas a organizações filiadas ou participantes nas iniciativas do instituto. O documento que regula o processo disciplinar e as sanções a ser aplicadas designa-se “Rules of Procedure for Professional Conduct” (RPPC) e nele define-se os corpos responsáveis por efetuar as diligências relativas aos processos disciplinares, a “Authority of Professional Conduct”, responsável por investigar possíveis alegações de violação disciplinar, e o “Disciplinary Review Committee”, que é responsável pela execução das regras aplicáveis tais como um conjunto de possíveis sanções: reprimenda privada, censura, suspensão ou revogação de filiação, suspensão ou revogação do direito de uso da certificação CFA, suspensão ou proibição de participação no programa CFA e suspensão sumária (que inclui os dois tipos de suspensão anteriores).

### **4.3. Regulação pelo Estado**

Além das organizações e normas criadas e implementadas pelos próprios profissionais ou outros intervenientes num determinado mercado, outro dos principais agentes na esfera da regulação é o próprio Estado. A intervenção do Estado não é, contudo, desligada dos outros

atores. No quadro de um processo de profissionalização os próprios podem procurar obter por parte do Estado algumas garantias de controlo do seu domínio profissional, como é o caso das autorizações legais para o exercício de uma ocupação ou a obrigatoriedade de inscrição numa ordem profissional para o efeito. Se o poder das organizações profissionais é variável, a regulação pela lei não só é importante pela sua própria ação, mas também pela possibilidade de reforçar o poder das próprias organizações.

A institucionalização da análise financeira em Portugal iniciou-se com a criação de uma organização profissional ainda muito antes de qualquer iniciativa legislativa no domínio da regulação ocupacional ter surgido. Contudo, a criação de legislação nacional diretamente orientada para a regulação da ocupação é um passo decisivo para a consolidação de um determinado modelo de institucionalização da ocupação e, em particular, para a importância dos processos de acreditação profissional que descrevemos anteriormente.

Desde a crescente dinamização dos mercados financeiros portugueses que ocorreu no decurso da década de 1980, que têm sido criadas e alteradas peças legislativas que intervêm na regulação desta área, em particular o Código dos Valores Mobiliários. Em Portugal existem três atores fundamentais que intervêm por parte dos poderes públicos na regulação dos mercados financeiros: o Banco de Portugal, a Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e o Instituto de Seguros de Portugal. A criação da CMVM resulta da aprovação do Código do Mercado de Valores Mobiliários em 1991<sup>106</sup> constituindo o surgimento deste organismo um passo decisivo no atual modelo de regulação dos mercados de capitais. Enquanto anteriormente a regulação dos mercados de capitais era da competência do Ministério das Finanças, tendo algumas funções sido exercidas pelo cargo de auditor-geral do Mercado de Títulos, a CMVM passou a assumir as competências que estavam anteriormente sob a alçada direta do Estado. Este processo foi realizado tendo como linha de orientação a autonomização da regulação dos mercados de capitais face ao Estado no quadro da integração do país na Comunidade Europeia. Este entendimento é descrito nos próprios estatutos da CMVM:

Passariam, assim, os mercados a funcionar numa base de maior autonomia, procedendo-se à sua desestatização, desgovernamentalização e liberalização, o que implicaria, por outro lado, o reforço dos meios de supervisão e controlo, como forma de os reconduzir ao modelo adotado no âmbito da Comunidade Europeia. (Decreto-Lei n.º 473/99 de 8 de Novembro (Preâmbulo))

Assim, a importância desta alteração não reside apenas na passagem da regulação de um organismo para outro sob a tutela do Ministério das Finanças, mas na atribuição à CMVM

---

<sup>106</sup> Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril.

de competências de regulamentação dos mercados de capitais, que incluem não apenas fazer cumprir a lei, mas criar regulamentos e fazer recomendações de atuação aos intervenientes no mercado de capitais.

No quadro da crescente integração económica e financeira de Portugal na União Europeia (UE), que se traduz em elementos regulatórios comuns para a atividade financeira, os principais fatores de regulação pelo Estado da análise financeira têm sido fortemente condicionados e impulsionados por alterações na política regulatória da UE. Em especial pela Diretiva dos Mercados e Instrumentos Financeiros (DMIF), tendo a DMIF I sido aprovada para transposição para a legislação portuguesa em outubro de 2007 e a DMIF II, cuja transposição foi aprovada em janeiro de 2018.

Se podemos dizer que qualquer regulamentação dos mercados de capitais pode condicionar, pelo menos indiretamente, a prática profissional dos seus intervenientes na medida em que altera as obrigações dos intermediários financeiros e o próprio funcionamento do mercado, interessa-nos aqui ter em consideração as formas de regulação que contribuem diretamente para a institucionalização da atividade de análise financeira. A este respeito podem identificar-se algumas tendências principais da legislação: um conjunto de normas que procuram dar maior credibilidade às recomendações, promovendo a sua comparabilidade; um conjunto de normas que procuram dissuadir os conflitos de interesse, e um outro conjunto que define condições de exercício da atividade<sup>107</sup>.

Neste entendimento, o primeiro fator de regulação da ocupação é introduzido com a revisão do Código dos Valores Mobiliários, em 2007, no qual são introduzidas normas de regulação de duas atividades ligadas ao aconselhamento financeiro: a consultoria para investimento, enquadrada como “Serviços e Atividades de Investimento” pelo artigo nº 290 e a “elaboração de estudos de investimento, análise financeira ou outras recomendações genéricas relacionadas com operações em instrumentos financeiros” enquadrada nos “Serviços

---

<sup>107</sup> Estas tendências correspondem aos objetivos que a CMVM define a nível de monitorização da atividade: “é realizada a monitorização constante das recomendações de investimento que são emitidas pelos vários intermediários financeiros, havendo uma especial preocupação com a qualidade técnica dos conteúdos, com a existência de potenciais conflitos de interesses e com o risco de instrumentalização de recomendações de investimento com vista à prossecução de estratégias de manipulação de mercado.” (CMVM, 2014: 49),

Auxiliares” pelo artigo nº 291<sup>108</sup>. A referência explícita aos analistas financeiros não é, como se vê nesta definição, diretamente à ocupação, mas à atividade, e mais especificamente à emissão de recomendações de investimento, entendidas como:

[qualquer informação] em que se formule, direta ou indiretamente, uma recomendação ou sugestão de investimento ou desinvestimento sobre um emitente de valores mobiliários, valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros e que se destinem a canais de distribuição ou ao público” (Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril, artigo 12)

Em particular são relevantes os artigos 12 e 309 do CVM introduzidos na revisão de 2007. O artigo 309 prevê um conjunto de limitações às transações financeiras passíveis de serem realizadas pelos analistas ou outros indivíduos com conhecimento do teor das recomendações antes da sua divulgação ao público, interditando a negociação dos instrumentos financeiros avaliados em sentido contrário ao da recomendação, assim como qualquer transação dos instrumentos quer em nome próprio, quer em nome de outrem antes da sua divulgação ao público.

Outra dimensão da regulação dos conflitos de interesse é objeto do artigo 12 do CVM, entretanto revogado em 2017, e que visa dar alguma uniformização das recomendações de investimento e definir um conjunto de informação que deve ser obrigatoriamente explicitada. Pretende-se que sejam incluídos alguns elementos que devem constar do conteúdo das recomendações e que permitam aos seus destinatários compará-las ou pelo menos identificar limites à sua comparabilidade. Assim, é obrigatória a inclusão da identificação do seu autor, a distinção entre matéria de facto e matéria de opinião, a verificação de fidedignidade das fontes, a explicitação ou disponibilização de elementos de fundamentação da recomendação, tais como a base de cálculo e outros pressupostos de avaliação, a identificação do modelo de avaliação utilizada e a referência ao período a que respeita a avaliação assim como o significado de expressões como “comprar”, “manter” ou “vender”. Na realidade, o impacto desta regulação na prática parece limitado, uma vez que alguma desta informação só é incorporada numa pequena parte dos relatórios emitidos. A identificação dos pressupostos do modelo utilizado, por exemplo, só acontecia num quinto dos relatórios analisados pela CMVM em 2014 (CMVM, 2014:43).

O artigo nº 12 estabelece algumas regras e princípios de divulgação de informação relativas a possíveis conflitos de interesse que possam existir entre o autor das recomendações,

---

<sup>108</sup> A regulação das duas atividades, consultoria de investimento e análise financeira, tem muitos aspetos em comum, em particular no caso do regulamento da CMVM nº2/2007 que será referido adiante nesta secção.

assim como a instituição a que pertence, e o emitente avaliado. Globalmente, as regras que dizem respeito à divulgação de conflito de interesses são próximas daquelas que no quadro das normas deontológicas e estatutos associativos considerados anteriormente incidem sobre o tema da independência das recomendações relativas a condicionantes que as possam enviar. Isto diz respeito principalmente aos interesses financeiros ligados à valorização de um ativo em avaliação: a) diretamente, no que respeita à participação em negócios com o emitente por parte do autor da recomendação, pessoas relacionadas com ele e indivíduos que tenham tido acesso à recomendação antes da sua publicação, ou b) indiretamente como o envolvimento da instituição em negócios com o emitente ou a existência de nexos entre a valorização do ativo e a remuneração do autor da recomendação. Além de se aplicarem primordialmente ao autor das recomendações, algumas destas obrigações estendem-se a terceiras partes que as divulguem, sobretudo no caso de se tratarem de empresas de investimento ou instituições de crédito e excluindo-se os meios de comunicação e opiniões transmitidas oralmente.

Estas obrigações definidas pelo CVM além de incidirem geralmente sobre o intermediário financeiro<sup>109</sup> no quadro do qual o analista exerce a sua atividade, abrangem

---

<sup>109</sup> A expressão “intermediário financeiro” é vulgarmente utilizada para se referir às empresas que prestam serviços que permitem aos investidores actuarem nos mercados financeiros. Por vezes a expressão é utilizada para se referir apenas aquelas empresas que, ao executarem operações de compra e venda de instrumentos financeiros, assumem risco próprio, distinguindo-as de outras que actuam apenas enquanto agentes, prestando esse serviço a investidores. O duplo sentido da expressão tem origem no próprio Código dos Valores Mobiliários, artigo 293, que corresponde ao tópico “Intermediários Financeiros”, onde se distingue entre “intermediários financeiros em instrumentos financeiros” e “empresas de investimento em instrumentos financeiros”, sendo os primeiros aqueles que assumem risco próprio e os segundos aqueles que atuam enquanto agentes. Note-se que, as sociedades financeiras de corretagem, apesar de estarem no segundo grupo, também podem gerir carteiras próprias. Veja-se a seguinte definição que está explicitada do artigo 293 do CVM:

“Artigo 293 – Intermediários Financeiros:

1 - São intermediários financeiros em instrumentos financeiros:

- a) As instituições de crédito e as empresas de investimento que estejam autorizadas a exercer actividades de intermediação financeira em Portugal;
- b) As entidades gestoras de instituições de investimento colectivo autorizadas a exercer essa actividade em Portugal;
- c) As instituições com funções correspondentes às referidas nas alíneas anteriores que estejam autorizadas a exercer em Portugal qualquer actividade de intermediação financeira.

também o próprio profissional, cabendo-lhe a nível individual parte da responsabilidade sobre as recomendações que emite. Neste sentido o CVM cria, pelo menos em parte, as condições para uma certa autonomia dos analistas financeiros, algo que alguns entrevistados referem como atributo essencial da ocupação (EP1, EP6, EP7), mas não explicita ao mesmo nível as exigências de independência entre o analista e a sua entidade empregadora, ficando ao critério da relação contratual e política de empresa a explicitação dessas condições.

Desde 2017, mantendo-se as interdições previstas pelo artigo 309, foram revogadas as alíneas do artigo 12 do CVM que incidiam sobre a obrigatoriedade de divulgação de conflitos de interesse. Essa alteração ocorreu ao abrigo do processo de transposição da DMIF II e que consiste num dos principais enquadramentos regulatórios da atividade financeira a nível europeu. O objeto destas normas passou para o Regulamento da EU nº596/2014, que no nº 20 sobre “Recomendações de Investimento e Estatísticas” mantém apenas a nível muito genérico as atribuições do nº12 do CVM:

As pessoas que produzem ou divulgam recomendações de investimento ou outras informações recomendando ou sugerindo uma estratégia de investimento tomam as medidas necessárias para garantir que essas informações sejam apresentadas de forma objetiva e divulgar os seus interesses ou a existência de conflitos de interesses relativamente aos instrumentos financeiros a que se referem as informações. (Regulamento (UE) Nº 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Abril de 2014, artigo20)

Além disto, o artigo 20 deste regulamento define a European Securities and Markets Authority (ESMA), a autoridade europeia de regulação dos mercados de capitais, como

---

d)As sociedades de investimento mobiliário e as sociedades de investimento imobiliário.

2 - São empresas de investimento em instrumentos financeiros:

- a) As sociedades corretoras;
- b) As sociedades financeiras de corretagem;
- c) As sociedades gestoras de patrimónios;
- d) As sociedades mediadoras dos mercados monetário e de câmbios; e) As sociedades de consultoria para investimento;
- f) As sociedades gestoras de sistemas de negociação multilateral;
- g) Outras que como tal sejam qualificadas por lei, ou que, não sendo instituições de crédito, sejam pessoas cuja actividade, habitual e profissionalmente exercida, consista na prestação, a terceiros, de serviços de investimento, ou no exercício de actividades de investimento.” (Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro).

entidade responsável por produzir normas técnicas de regulamentação a serem aprovadas pela Comissão Europeia.

Um segundo fator de regulação da ocupação de analista financeiro, e de certa forma ainda mais importante do ponto de vista das suas implicações para as possibilidades de fechamento ocupacional é um documento regulatório produzido pela própria CMVM. Trata-se do Regulamento da CMVM nº 2/2007 que regula o Exercício de Atividades de Intermediação Financeira. Este regulamento obriga os consultores de investimento e os analistas financeiros a registarem-se na CMVM, prescrevendo as condições necessárias para o efeito no “Capítulo II – Registo dos consultores de Investimento”, sendo estas comuns para analistas e consultores<sup>110</sup>, e especifica algumas obrigações relativas apenas à análise financeira no “Capítulo VII - Recomendações de Investimento”, designadamente a obrigação de comunicação à CMVM de quem são as pessoas responsáveis pelas recomendações, quais as suas funções na organização e qual o código deontológico a que estão sujeitas caso tenham aderido a algum. Mas é a partir de 2010 com a alteração efetuada pelo Regulamento da CMVM nº3/2010 que se passaram a definir a maior parte das obrigações relativas à análise financeira ainda atualmente em vigor. Tal como o CVM, este regulamento incide mais uma vez sobre a atividade e não sobre a ocupação de analista, aplicando-se a pessoas coletivas e singulares que exerçam atividades de análise financeira. O conteúdo do documento abrange três domínios que importa aqui sintetizar: o registo e qualificação profissional, a idoneidade e regras de conduta e as associações de analistas financeiros.

O domínio da qualificação é possivelmente o que comporta as consequências mais determinantes na configuração de um processo de profissionalização da análise financeira em Portugal, uma vez que diz respeito às condições de exercício da atividade e, portanto, comporta elementos de fechamento ocupacional. A definição operativa de analista financeiro, no âmbito desta regulação, consiste nas pessoas singulares que realizam as atividades de recomendações de investimento tal como definidas no artigo 12 do CVM e que referimos anteriormente. Note-se que também neste regulamento se atribui uma responsabilidade individual pelas

---

<sup>110</sup> Os artigos nº8 a nº10 deste regulamento que incidem sobre os consultores de investimento são referidos nas várias alíneas do artigo nº36 como válidos para os analistas financeiros. Quando nos referimos a analistas financeiros incluímos os consultores de investimento, salvo indicação em contrário, ou caso se especifique que se trata de recomendações ao público como é sempre o caso do analista *sell side*. A principal diferença na regulação é que o analista divulga publicamente as suas recomendações enquanto que o analista registado consultor de investimento não o pode fazer.

recomendações de investimento ao seu autor, como consta no nº3 do artigo nº35: “A pessoa cujo nome figure na recomendação é sempre responsável pela sua preparação, sem prejuízo da responsabilidade do eventual responsável hierárquico e da pessoa coletiva”.

Para efeito do exercício da atividade nesses termos passa a ser obrigatório, segundo o artigo nº8 do regulamento, o registo do analista ou do intermediário financeiro na CVMV, mantendo esta entidade uma lista de acesso público dos analistas registados<sup>111</sup>. Além da modalidade de registo individual, um dos entrevistados afirma que é possível o registo da pessoa coletiva, o intermediário financeiro por exemplo, desde que este se assegure algumas condições perante a CMVM, designadamente:

[que o] profissional está preparado e credenciado. A credenciação é sempre em base individual, mas a autorização não é necessariamente, é de base coletiva e pressupõe a credenciação em base individual (EA1).

Assim sendo, é a CMVM que controla as condições de acesso à atividade, definindo através do artigo nº10, as habilitações necessárias para o efeito. Estas são de três tipos: a) um diploma de certificação emitido pelas três principais instituições de acreditação internacionais que referimos no início deste capítulo, o CFA Institute, a EFFAS, ou a ACIIA, b) um certificado de aproveitamento em curso curricular de mestrado com acreditação CFA Partners<sup>112</sup>, ou ainda c) um certificado de aproveitamento em curso ou exame considerado “pela CMVM, após análise do respetivo conteúdo curricular e grau de exigência, como equivalentes ao nível de qualificação daqueles diplomas.”. Em 2013 é publicado o Regulamento nº 3/2013 que vem acrescentar apenas um ponto ao artigo nº10 para permitir uma exceção a estas condições de registo:

Excecionalmente pode a CMVM aceitar o registo de pessoa idónea mediante demonstração fundamentada de que possui conhecimentos, atestados por diploma académico relevante, e experiência adequada no mercado de instrumentos financeiros nomeadamente pelo exercício da atividade, pelo menos durante dez anos, de consultoria em intermediário financeiro ou de modo autónomo, bem como de gestão de ativos ou análise financeira. (Artigo 10, ponto 4)

O segundo dos três principais elementos de regulação ocupacional que referimos acerca deste documento diz respeito aos requisitos de idoneidade e regras de conduta. A este propósito, a alínea A do artigo nº10 define algumas obrigações éticas que devem ser usadas como políticas e procedimentos pelos analistas e seus empregadores e que são próximas das já referidas sobre

---

<sup>111</sup> Esta lista está acessível no website da CMVM em:

<http://www.cmvm.pt/pt/SDI/AnalistasIndependentes/Pages/Analistas-financeiros.aspx>

<sup>112</sup> No capítulo III sobre o corpo de conhecimentos da análise financeira referimos o funcionamento do programa CFA Partners que em Portugal inclui apenas a UCP.

conflitos de interesse a propósito do CVM, relativas, por exemplo, a operações financeiras pessoais e de ausência de dependência da remuneração dos investimentos recomendados. Já o artigo nº 9 define as situações concretas que podem constituir perda de idoneidade e consequentemente, impossibilitar o registo como analista, por exemplo ter declarado insolvência, prestar declarações falsas ou ser condenada pela prática de alguns crimes financeiros. Além destas circunstâncias, o regulamento considera como acarretando perda de idoneidade a aplicação de pena de expulsão ou suspensão por parte de uma associação profissional.

O reconhecimento das associações profissionais, o último aspeto a destacar deste regulamento, torna-se assim particularmente relevante uma vez que lhes confere o poder de interditar, por via da norma que referimos, o exercício da atividade. É precisamente este aspeto ligado ao cumprimento de um código deontológico que as alíneas C do nº 10 e nº 36 visam regular sob o tópico “Associações profissionais” ao definir dois critérios de reconhecimento, o facto de código deontológico proposto pela associação contemplar as obrigações éticas incluídas no artigo nº 9 e a capacidade da associação, em termos de meios técnicos e humanos, de o fazer cumprir.

A DMIF II, aprovada para transposição para o direito português em julho de 2018, tem consequências importantes para o universo do *equity research* de *sell side* que, não estando ainda implementadas, importa referir. A principal alteração é imposta pelo artigo nº 24 da DMIF II: “The investment firm shall not accept (...) any monetary or non monetary benefits (...) provided by any third party (...) in relation to the provision of the Service to clients”<sup>113</sup>. Até aqui é prática comum em intermediários financeiros a disponibilização dos relatórios de *research* gratuitamente aos seus clientes, passando a ser obrigatório, quando a lei portuguesa incluir estas alterações, a divulgação ao cliente do orçamento dedicado ao *research*, além da divulgação dos critérios de avaliação do *research*. Uma das possíveis consequências desta legislação é a diminuição do mercado do *research* de *sell side*<sup>114</sup>, em virtude de as empresas pretenderem diminuir os custos com essa atividade, sobretudo relativamente a analistas menos conhecidos, cujo trabalho não tem o valor transacionável suficiente para que o cliente esteja disposto a pagar por ele. Outra possibilidade é haver uma alteração no balanço entre o *buy side* e o *sell side*, em que os gestores de ativos passem a produzir internamente a maior parte do

---

<sup>113</sup> Markets in Financial Instruments Directive II (MIFID II), Directive 2014/65/EU.

<sup>114</sup> Veja-se por exemplo o artigo do Financial Times (Murphy, 2018) sobre o retorno dos *star analysts* como consequência dessa previsível diminuição e a decorrente maior competição entre analistas.

*research*. Um inquérito realizado em 2017 (CFA Institute, 2017b) aponta no sentido de que 70% dos gestores de ativos tenciona reduzir os custos de compra do *research* de *sell side* após a entrada em vigor desta legislação, e que são sobretudo as empresas de maior dimensão que pretendem passar a absorver esses custos através da produção própria de *research*.

Um dos problemas associados a esta tendência é a sua implicação para a independência da produção de *research*. Além da figurar proeminentemente na legislação apresentada anteriormente (capítulo IV), o tema da independência e dos conflitos de interesse ligado aos analistas financeiros de *sell side* tem sido matéria de investigação e gerado um conjunto de literatura significativa (Twedt & Rees, 2012). A possível diminuição do *research* de *sell side* e incorporação dessa atividade no *buy side*, vem colocar desafios do ponto de vista do projeto profissional dos analistas, por exemplo deslocando o foco da responsabilidade do analista, que se na retórica inicial a ocupação (ver secção 2.4) se centrava no público em geral, ou seja no potencial destinatário das recomendações públicas, poderá passar a estar mais centrado na responsabilidade do analista face ao seu empregador.

#### **4.4. A relação entre Estado e organizações**

Tendo-se até aqui analisado o papel das organizações profissionais e do Estado da regulação profissional da ocupação de analista financeiro, importa ainda acrescentar algumas notas de análise sobre a relação entre estes dois tipos de atores. Ao longo das secções anteriores ficou patente que a sua ação está, em alguns pontos bastante interligada, mas importa explicitar em que termos. Destacam-se aqui dois aspetos: a influência das organizações profissionais na regulação pelo Estado e em sentido contrário, de que forma a ação do Estado limita ou reforça o poder destas organizações no que respeita à regulação profissional.

Sobre o primeiro ponto, a informação empírica que dispomos, baseada nas entrevistas aos representantes associativos, aponta para um papel sobretudo de tipo consultivo que é desempenhado pelas organizações profissionais a nível nacional e a nível supranacional. A APAF terá participado em consultas da CMVM que antecederam as revisões do CVM e a criação do Regulamento nº2/2007 e as suas revisões posteriores, tendo mesmo advogado a inclusão do CFA como certificação admissível: “a APAF colaborou com a CMVM no recorte das credenciais existentes e que deveriam ser reconhecidas para que a CMVM autorizasse o

exercício da profissão e registasse esses profissionais” (EA1)<sup>115</sup>. Um outro facto digno de nota é a participação das organizações no conselho consultivo da CMVM. Apenas a APAF faz parte desse organismo, recusando a ATM candidatar-se a integrá-lo por se considerar discriminada face a outras associações do sector<sup>116</sup>. Estas informações sugerem que a APAF seja, no espaço nacional, na relação entre organizações profissionais e Estado, um interlocutor mais relevante do que a CFA Society Portugal. Ressalve-se, contudo, que o papel da APAF em termos de contribuições para esse processo é destacado pelos próprios, mas, como vimos também, é em geral considerado insuficiente pelos outros entrevistados. Já no que respeita à esfera supranacional, o grau de influência destas organizações na produção de regulação não é aqui objeto de análise, mas importa referir que as organizações internacionais em que estão filiadas, o CFAI e a EFFAS, foram ouvidos pela ESMA no processo de consulta relativo à DMIF I e DMIF II, tendo sobre este aspeto o membro da CFA Society Portugal referido:

Tudo o que é reguladores ligados aos mercados de capitais - a UE tenho bastante presente que o faz - são os primeiros a pedir, a ESMA: European Securities Market Association, são as primeiras a pedir e as que mais frequentemente pedem a opinião do CFA Institute. (EP10).

Além disso existem representantes da EFFAS, CFAI e mesmo da ATM, além de outras dezenas de entidades associativas e privadas ligadas ao sector financeiro nos Standing Committees da ESMA.

O sentido contrário da relação, a influência dos reguladores sobre as organizações é, visível na própria legislação que analisámos uma vez que a regulação relativa ao período 2007-2010 confere a dois mecanismos de certificação alguma capacidade de determinar as condições de acesso à ocupação. Enquanto que anteriormente as possibilidades de fechamento do acesso à ocupação com base na credenciação estavam exclusivamente dependentes das práticas no mercado de trabalho, passaram a ser, desde 2007, reforçadas pela obrigatoriedade determinada pelo regulador. Portanto, por esta via, existe apoio do Estado no sentido de um reforço da influência das organizações de certificação relativamente à determinação do conjunto de saberes necessários para o exercício da atividade. Este aspeto, que é, aparentemente, consistente com um processo de fechamento ocupacional com apoio do Estado, típico de um projeto de

---

<sup>115</sup> Já a organização que representa o CFA Institute em Portugal, a CFA Society Portugal não foi considerada nessa consulta, já que foi fundada posteriormente, em 2011.

<sup>116</sup> Apesar de não ter sido entrevistado nenhum representante da associação, é possível consultar esta posição da ATM no seu site: <http://www.associacaodeinvestidores.com/index.php/historia>

profissionalização<sup>117</sup>, tem alguns contornos que limitam a aplicação dessa interpretação, como se argumentará em seguida.

#### **4.5. Fechamento ocupacional e credencialismo**

O efeito das alterações regulatórias sobre um possível fechamento ocupacional baseado no credencialismo é matizado por alguns limites que decorrem não só da própria regulação, mas da forma como é aplicada no mercado de trabalho.

O primeiro limite a destacar reside na própria formulação adotada pela regulação. Uma vez que esta incide sobre as recomendações de investimento difundidas ao público e não sobre a análise financeira em sentido mais geral ou sobre a ocupação de analista, apenas uma reduzida área de atividade<sup>118</sup> é abrangida pela obrigatoriedade de certificação. Podemos por isso referir-nos a um fenómeno de segmentação ocupacional, em que parte dos profissionais ligados à análise financeira – apenas aqueles que fazem recomendações públicas de investimento – é abrangida pelos requisitos de certificação<sup>119</sup>, enquanto que outra parte dos profissionais, mesmo no quadro do sector financeiro, não é objeto de qualquer restrição de exercício, além da que possa existir no quadro de outras funções que exerçam ou do próprio funcionamento do mercado de trabalho.

Um outro limite diz respeito ao reduzido reconhecimento das certificações como critério de recrutamento<sup>120</sup> no mercado de trabalho. Esta conclusão retira-se de dois aspetos da análise das entrevistas. Em primeiro lugar, considerando a opinião dos profissionais entrevistados, verifica-se que a apreciação das diversas certificações enquanto recursos de acesso à ocupação de analista é baixa, sendo o CIIA desconhecido de todos os profissionais entrevistados, o CEFA desvalorizado como critério de recrutamento por todos os profissionais e o CFA, apesar de elogiado por todos os entrevistados, considerado necessário apenas para o acesso a uma carreira

---

<sup>117</sup> Este tipo de profissionalização tem como situação exemplar o caso das ordens profissionais.

<sup>118</sup> Ver capítulo seguinte em que quantifica este universo face ao total de analistas.

<sup>119</sup> Este tipo de analistas corresponde mais proximamente ao ideal altruísta de orientação para o benefício público que figura nas interpretações funcionalistas sobre as profissões (Gonçalves, 2006) embora, como se discutirá no capítulo VI, existam sempre elementos de orientação para a rentabilidade.

<sup>120</sup> Este aspeto será analisado no capítulo seguinte.

internacional<sup>121</sup>. Em segundo lugar é possível observar algum distanciamento dos profissionais face à exigência regulamentar de certificação que sugere alguma resistência a um cenário de fechamento exclusivamente baseado nesse critério. A nível mais genérico, um primeiro conjunto de opiniões sublinham contributo desta regulação para a credibilização da ocupação, considerando em termos gerais que é importante a verificação das qualificações dos analistas (EP6 e EP7, EP1) além do controlo exercido pelo próprio mercado, enquanto outro a considera demasiado radical, restritiva e limitadora da atividade das empresas (EP2, EP3, EP4). Por vezes, esta crítica coexiste com uma perceção globalmente negativa da atuação do regulador sobre os mercados financeiros que é associada a uma falta de conhecimento prático (EP9, EP2, EP1) – “são pessoas que não passaram pelo mercado. São juristas... têm ideias um bocadinho românticas” (EP2), “não têm experiência profissional, são reguladores de nascença” (EP1), e a um excesso de burocracia em contraste com outros países (EP1). De facto, a exigência de certificação é apontada pela representante da APAF como uma opção tomada pelas autoridades portuguesas no processo de transposição da DMIF I, notando-se um claro contraste entre a avaliação que a entrevistada faz da pressão exercida pelo mercado de trabalho e a dos próprios profissionais entrevistados:

A DMIF sugeria a certificação e depois foi dada liberdade aos estados membros de transporem para o seu direito interno como entendessem. A maior parte dos países não exige certificação na lei. Nisso Portugal foi pioneiro e foi muito exigente, preferiu pôr como exigência regulamentar algo que na prática já se passava, a verdade é essa, a exigência de certificação veio do mercado, porque senão bem a lei podia por que não... houve quem quisesse deixar no mercado a exigência, houve quem quisesse pôr na lei.(EA1).<sup>122</sup>

Um outro subconjunto de críticas mais específicas, e independente da apreciação global, centra-se num possível efeito injusto da legislação uma vez que alguns analistas mais velhos fizeram carreira sem certificação e a exigência regulamentar põe-nos em desvantagem relativamente a analistas certificados, mesmo quando estes têm menos experiência profissional: “não faz sentido a CMVM agora vir dizer que estes tipos não são CFA portanto não podem fazer *research*, quer dizer há 20 anos que aceitava *research*” (EP6). Esta crítica parece,

---

<sup>121</sup> O único profissional entrevistado que é certificado como CEFA tem intenção de vir a obter a certificação CFA, o que ilustra bem a diferença entre certificações no que respeita à perceção de utilidade por parte dos profissionais.

<sup>122</sup> Este caso é um exemplo importante de como mesmo num quadro de maior conformidade regulatória na UE e de transferência de poderes para autoridades supranacionais, existem particularidades nacionais na regulação que podem condicionar os projetos profissionais das ocupações de modo diferente nos vários países.

contudo, ter sido precisamente o que deu origem à alteração realizada em 2013 e que abre uma exceção para carreiras mais longas.

Já a alteração ao regulamento nº 2 realizada em 2010 tinha criado algumas alternativas à posse de certificado, designadamente, a conclusão de cursos de mestrado reconhecidos como “CFA Partner”, e a avaliação curricular, o que confirma a dificuldade em instituir a certificação como meio exclusivo de fechamento. Mesmo assim, o reconhecimento de alguns cursos e não de outros pode ser entendido como arbitrário:

A Nova não está certificada, parece-me estranho tendo em conta que até está melhor classificada nos rankings internacionais do que a Católica por exemplo. (...) parece-me que aquilo está muito subjetivo. (EP3).

Uma das possibilidades abertas pela legislação e que permite contornar a obrigatoriedade de acreditação de base individual, é a possibilidade de haver num departamento de *research* um profissional responsável certificado que assina os relatórios produzidos com o contributo de analistas juniores não certificados (EC5, EP6). Este entendimento da lei, não sendo consensual (EC5), é utilizado como base do que podemos qualificar como uma estratégia de resistência à legislação, descrita por um entrevistado<sup>123</sup> que explicou que, apesar de ser ele o responsável pelo *research* na sua organização, uma vez que não têm certificação é outra pessoa que assina os relatórios.

O desfasamento entre a legislação e a prática no mercado de trabalho não é necessariamente uma consequência não intencional das opções autorizadas pela regulação. O percurso individual dos entrevistados é indicativo de que pelo menos entre os analistas mais velhos não é frequente a posse de certificação e uma das funções da lei pode ser precisamente a de promover uma rápida procura pelas certificações. Esse entendimento pode até estar implícito na comparação que a entrevistada da APAF faz com a situação em Espanha:

É engraçado porque os nossos parceiros, a associação espanhola, diz muitas vezes vocês têm muita sorte em ter isso na lei porque isso é um argumento para a necessidade de que venham fazer estas formações muito grande. (EA1).

Este aspeto merece destaque porque sugere a possibilidade de a legislação influenciar a prática no mercado de trabalho e aquilo que interpretamos aqui como um limite à aplicação da lei, deixar de ser um constrangimento à medida que aumenta o número de analistas certificados.

A segmentação ocupacional implícita na legislação e a resistência à exigência de certificação que identificámos, demonstram que a evolução da regulação profissional na análise

---

<sup>123</sup> O entrevistado pediu especificamente para não ser identificado neste ponto.

financeira não corresponde até à data a um modelo de fechamento baseado na acreditação, mesmo que, como se admite no parágrafo anterior, essa conclusão que nos parece válida para o momento em análise, possa alterar-se futuramente pelo menos para o segmento do *equity research*.

Além disso, constata-se existir uma descoincidência a respeito das exigências de fechamento profissional entre os responsáveis associativos e parte dos profissionais entrevistados. Não significa isto que estes não considerem importante a definição de uma área de intervenção dos analistas claramente delimitada ou que não considerem importante a existência de critérios de credibilização do seu trabalho. Na verdade, em virtude dos colapsos de empresas do sector bancário que antecederam e continuaram durante a crise financeira iniciada em 2007 e da constatação de que algumas avaliações de empresas não incluíam informação essencial para que os investidores se apercebessem do seu valor, a credibilidade dos analistas ganhou maior relevância face às críticas que se seguiram. Por outro lado, a definição de uma fronteira jurisdicional, ou seja, a constituição de um espaço autorizado de intervenção exclusivamente dos analistas é uma preocupação presente no discurso dos entrevistados, profissionais e outros. Esta não se joga, contudo, entre ocupações como analistas, contabilistas e auditores, que os entrevistados consideram não terem sobreposições jurisdicionais, mas no controlo sobre o espaço mediático das opiniões de investimento. Sinal disso é frequentemente os entrevistados fazerem referência ao contraste entre a opinião especializada e fundamentada do analista e a opinião não fundamentada e não credível de outros que difundem publicamente recomendações de investimento sem enquadramento profissional. Em alguns casos, essa referência é feita no contexto da separação entre o profissional e o amador, desvalorizando o seu impacto e, noutros, admitindo o impacto dessas opiniões sobre o mercado e sublinhando a incapacidade da regulação em impedir a propagação de opiniões sobre investimento que consideram não profissionais<sup>124</sup>:

É capaz de haver meia dúzia de malucos que vão ao professor Bambu entre aspas ou um nome desses. (...). Há pessoas que dão conselhos de investimento na internet com base em variadas técnicas, mas não são os profissionais que usam isso. (EC4)

Estou-me a lembrar do [nome] que escreve comentários de análise técnica no Jornal de Negócios, ele tem ali uma coluna, às vezes é uma página inteira e tanto quanto eu sei a regulação dele é zero” (EP6).

---

<sup>124</sup> Este contraste entre o profissional e o amador parece constituir um elemento central da identidade profissional do analista, contrastando-se a opinião fundamentada com a opinião orientada apenas para a recomendação sem explicitação dos fundamentos. Esta última é caracterizada por dois entrevistados com recurso à analogia com a bruxaria.

O problema até é os amadores e não tanto os profissionais e aí sim. Você vê gente a mandar bitaites sobre empresas a toda a hora. (EC3).

Um indivíduo qualquer que se põe aí a mandar bocas não tem regulação não tem nada. Você pode até ter o nome encoberto, no *facebook* ou uma página qualquer e põe-se a mandar bocas. Bocas que até podem ter certa substância. (EC4).

O processo que considerámos enquanto parte de um possível fechamento profissional tem sido impulsionado apenas por uma parte dos profissionais, uma vez que identificámos alguma descoincidência entre responsáveis associativos e analistas. A própria dinâmica regulatória no quadro da UE e sobretudo a atuação das organizações ligadas a sistemas de certificação, em particular - a nível nacional - a APAF, constituem por isso os fatores mais plausíveis de promoção de um fechamento baseado na acreditação. Tendo em conta os elementos que analisámos anteriormente argumentamos que a análise financeira se caracteriza por um fechamento parcial da ocupação. Apesar da importância das certificações como controlo de acesso e da sua possível maior importância no futuro, outros elementos como as qualificações escolares e a posse de determinados diplomas universitários são, além de necessários, em alguns casos suficientes como recursos de entrada na ocupação. Esta conclusão sublinha a importância das questões ligadas à formação universitária, como a composição curricular e, sobretudo a relação entre organizações de certificação e ensino universitário, que analisámos anteriormente. Aponta também para a necessidade de se considerar as práticas de fechamento no mercado de trabalho, no quadro dos processos de recrutamento.

## **Síntese**

Neste capítulo abordamos a questão da regulação ocupacional centrando-nos em três tipos de atores: o Estado, as associações ocupacionais e os sistemas de certificação. Na ação destes três tipos de atores é possível encontrar um tema recorrente, o da credibilização da análise financeira, através três mecanismos principais: a promoção de uma cultura profissional ou, por outras palavras, de uma ideologia profissional, assente em valores como da independência e transparência que são consistentes com as reivindicações de legitimidade associadas ao projeto de institucionalização ou, se quisermos, profissionalização, que descrevemos no capítulo II; a criação de barreiras de entrada com base no credencialismo que vêm reforçar as associações ocupacionais, assim como algumas universidades, enquanto estruturas mediadoras do acesso à ocupação; a criação de legislação de prevenção de conflitos de interesse ligados a interesses financeiros dos analistas e das suas organizações.

Outro aspeto a destacar é o papel das instituições supranacionais e em particular o da legislação europeia sobre os mercados financeiros no impulso sobre a regulação nacional que

afeta diretamente o domínio da análise financeira, em particular na definição de condições de acesso. Como se explicou, não se trata de uma mera transposição total, mas mais de uma adaptação mantendo-se algumas diferenças entre os vários países europeus no que respeita a este tipo de critérios. Nesse processo, uma das associações profissionais, afiliada numa federação de associações de base europeia, parece ter desempenhado um papel relevante, mas ao mesmo tempo há indícios de que a representatividade das associações é baixa entre os analistas, que em geral manifestam pouco interesse e conhecimento. Por outro lado, é a certificação de origem americana que parece ter mais importância para os profissionais e esse aspeto será considerado a propósito dos critérios de recrutamento no capítulo seguinte.

Por fim importa destacar que a regulação sobre análise financeira se centra sobre um tipo particular de analista e que, nesse sentido, contribui para um processo de fechamento ocupacional segmentado, ao mesmo tempo que as duas certificações e mesmo a associação portuguesa se dirigem aos profissionais do investimento como um todo<sup>125</sup>. As conclusões que se apresentam relativamente à regulação, neste capítulo, são necessariamente parciais se tomadas isoladamente, e importa ter em consideração como o próprio mercado de trabalho e a prática profissional reforçam ou desafiam estas dinâmicas, em particular no que respeita ao papel da certificação e às classificações usadas na regulamentação relativas às categorias de analista financeiro e consultor de investimento. Esses aspetos, entre outros, merecem atenção nos próximos dois capítulos.

---

<sup>125</sup> Esta conceção das certificações em análise financeira como certificações destinadas a qualquer profissional do investimento, aspeto explicitado nos próprios materiais promocionais das instituições, é coerente com a conclusão do capítulo anterior que apontava as competências em análise financeira como fundamentalmente equivalentes às de finanças.



## **CAPÍTULO V: MERCADO FINANCEIRO E MERCADO DE TRABALHO**

### **Introdução**

Uma das discussões referidas no capítulo II a propósito da institucionalização ocupacional como forma de exercício de autoridade de um grupo social sobre uma área de expertise é a preponderância, em algumas ocupações, de uma regulação profissional mais orientada para a regulação formal, mediada por organizações profissionais e com o apoio do Estado, face a outras, em que essa regulação é menos formal e exercida pelos profissionais e os seus empregadores através de práticas que ocorrem a nível do mercado de trabalho (Freidson, 2001). Esta distinção é evocada também referindo-se a uma tendência a nível societal para um recuo das organizações profissionais e do Estado na capacidade de influência sobre a regulação profissional em esferas como o controlo do acesso, os padrões de desempenho, ou as formas de remuneração, e, por outro lado a um aumento do papel dos empregadores na definição dessas condições. Trata-se de fenómenos descritos sob os tópicos da desprofissionalização ou da oposição entre uma profissionalização de base ocupacional face a uma profissionalização de base organizacional (Evetts, 2008).

No capítulo anterior discutiu-se esse aspeto do ponto de vista da ação do Estado e das organizações profissionais pelo que importa agora ter em consideração como as dinâmicas anteriormente descritas são reforçadas ou não no quadro da atividade profissional dos analistas, mas enquanto espaço de organizações empregadoras. Esta dimensão de análise preside à orientação das várias secções deste capítulo cujo objetivo geral é efetuar uma descrição em traços gerais das principais características da criação de um mercado de trabalho de análise financeira em Portugal, tendo por objetivo mais específico centrar-se nos processos de recrutamento e seleção, aspeto de especial importância no quadro do papel do mercado de trabalho sobre as dinâmicas de fechamento ocupacional (Muzio et al., 2011).

Assim, este capítulo é composto por duas secções. A primeira secção (5.1) inicia-se por um retrato geral com base em fontes estatísticas da organização do trabalho em análise financeira no país. De seguida passamos a uma breve caracterização da história recente da criação de um mercado de trabalho ligado ao aconselhamento financeiro em Portugal, baseada em algumas fontes da literatura e nas entrevistas realizadas. A segunda secção (5.2) inicia-se com a apresentação sintética dos percursos profissionais entrevistados, elemento-chave para a compreensão da análise desenvolvida em detalhe no capítulo seguinte. Na segunda parte desta

secção centramo-nos nas práticas mobilizadas pelas organizações para o recrutamento e seleção de profissionais ligados à análise financeira.

## **5.1. Mercado de análise financeira em Portugal**

### **5.1.1. Analistas e empresas financeiras**

Na delimitação do objeto de estudo desta investigação, explicou-se que a análise financeira, enquanto avaliação de ativos financeiros, é parte da atividade de várias ocupações e que, por outro lado, a ocupação de analista financeiro recobre diversos sectores de atividade. Importa aqui considerar essa disjunção, descrevendo o caso português.

O universo da análise de *equity*, que definimos como objeto empírico desta dissertação pode dividir-se em duas grandes áreas de intervenção, a do *sell side* e que corresponde ao mercado de venda de instrumentos financeiros a clientes e que inclui empresas emitentes, sociedades de corretagem e parte das sociedades financeiras de corretagem<sup>126</sup> e a do *buy side*, que diz respeito à parte do mercado que negocia títulos em carteiras próprias, incluído fundos de investimento ou fundos de pensões e também parte das sociedades financeiras de corretagem. Dentro do *sell side*, as empresas que fornecem serviços de corretagem frequentemente disponibilizam notas de aconselhamento aos investidores que podem ser genéricas e diárias, por exemplo resumindo as tendências dos principais mercados a nível mundial e alguns dados macroeconómicos, ou mais especializadas, indicando previsões de evolução de preço ou análise detalhada dos fatores que podem influenciar a evolução do preço de um título, ou de um conjunto de títulos em particular. Estas notas podem ser adquiridas a terceiros ou produzidas pelo próprio intermediário, quer no contexto de funções especializadas, a que correspondem por exemplo os *equity research analysts*, quer no contexto de funções sobrepostas, como o caso de operadores que além de executarem ordens a pedido de clientes podem também fornecer esse serviço, embora previsivelmente com menor especialização. Também no mercado de *buy side* o aconselhamento financeiro pode ser obtido através da disponibilização pelas instituições de *sell side* com quem a organização negocia, ou produzido pelos próprios, e também aqui com vários graus de detalhe e enfoque a que podem corresponder ocupações diversas, sejam especializadas, como a de analista de *buy side*, como em sobreposição com outras funções, como a gestão de ativos.

---

<sup>126</sup> As sociedades financeiras de corretagem, além de transacionarem títulos a pedido de clientes, o que as coloca na categoria de *sell side*, também transacionam títulos em carterias próprias, atividade esta que faz parte do *buy side*.

O entrosamento destas classificações resulta numa grande dificuldade em quantificar o fenómeno. A fim de se obter alguma aproximação do ponto de vista quantitativo é possível utilizar dois tipos de dados, cada um com limitações importantes. Por um lado, as estatísticas oficiais baseadas na ocupação, através das quais se consegue identificar a ordem de grandeza relativa à delimitação da ocupação de analista financeiro e que excluem por esse motivo todas as situações onde, como se irá verificar a propósito dos percursos profissionais dos entrevistados, pode não haver coincidência de designação mesmo que se tratem de funções relevantes no sentido da delimitação proposta. Estas incluem o recenseamento geral da população de 2011 e os dados recolhidos pelo Ministério do Trabalho Solidariedade e Segurança Social (MTSSS) através do preenchimento dos quadros de pessoal pelas empresas. Por outro lado, os dados da CMVM que identificam não apenas analistas financeiros individuais registados, mas também o número de instituições registadas para o exercício da atividade. Também aqui nos deparamos com o mesmo problema de descoincidência nas delimitações uma vez que estes dados se referem exclusivamente às obrigações que referimos no capítulo sobre regulação profissional e que decorrem do Códigos dos Valores Mobiliários e do Regulamento nº 2/2007 da CMVM.

Tendo em conta estas limitações, consideremos os dados disponíveis começando pela única fonte a partir da qual é possível efetuar uma caracterização sociodemográfica da análise financeira em Portugal e que se reporta a 2002 (CMVM, 2003), o que corresponde ao período imediatamente seguinte ao que foi considerado na caracterização apresentada na secção anterior.

De acordo com o inquérito conduzido pela CMVM, cerca de 30% afirmam possuir um departamento de *research* dedicado à análise do mercado acionista, sendo a proporção maior entre as sociedades corretoras e sociedades financeiras de corretagem, o que é justificado pelos autores pelo facto de muitos bancos se dedicarem em exclusivo à área do retalho. Outra informação relevante do relatório diz respeito ao número de trabalhadores nos departamentos de *research*, em que se verifica uma diferença entre os bancos, entre os quais cerca de metade tinha mais de 10 trabalhadores em departamentos de *research*, e outros intermediários financeiros, nos quais esses departamentos tinham entre 2 a 6 trabalhadores. Apesar de este

inquérito ter limitações importantes<sup>127</sup>, estes dados mostram que em 2002 a análise financeira de *equity* estava institucionalizada a nível do mercado de trabalho, no sentido em que estava já organizada em departamentos próprios e constituía um elemento da atividade de uma parte significativa dos intermediários financeiros portugueses.

Centrando-nos no período mais recente, um primeiro ângulo de análise consiste em procurar caracterizar as empresas que prestam serviços ligados ao investimento, os intermediários financeiros<sup>128</sup>. Estas entidades são aquelas que, a nível da classificação da CMVM, correspondem mais aproximadamente ao tipo de organizações que intervêm de alguma forma no domínio da avaliação de instrumentos financeiros, seja a nível interno, seja para divulgação ao público.

No domínio da divulgação ao público (que corresponde estritamente à análise financeira na classificação da CMVM) os intermediários financeiros portugueses são apenas uma parte das entidades que produzem avaliações de instrumentos financeiros emitidos em Portugal. Os últimos dados divulgados pelo regulador acerca do mercado acionista, relativos ao ano de 2014<sup>129</sup>, apontam para que os intermediários estrangeiros sejam responsáveis por 51% dos relatórios de *research* produzidos sobre títulos nacionais (ver quadro 5.1). Ainda assim, as duas entidades que mais relatórios produziram neste período foram bancos nacionais, o Millenium IB, com 195 relatórios; o BPI, com 90 relatórios; a Goldman Sachs com 65 (CMVM, 2015). Desde 2014 houve transformações importantes quer no mercado acionista, quer na área do

---

<sup>127</sup> O relatório não faz distinção a este respeito, mas refere que os dados incluem uma entidade cujo departamento tem 22 trabalhadores supondo os autores “que a informação transmitida corresponde a um departamento de *research* que não funciona em território nacional” (CMVM, 2003:13). Uma vez que não é possível destringir ente os trabalhadores em território nacional e noutros países, os dados sociográficos relativos aos 49 analistas identificados ficam necessariamente enviesados pela inclusão destes 22 trabalhadores, motivo pelo qual não se incluem as conclusões do estudo do ponto de vista das ocupações e trajetórias individuais.

<sup>128</sup> A definição de “intermediário financeiro” de acordo com o Código dos Valores Mobiliários foi apresentada anteriormente na nota 109.

<sup>129</sup> A CMVM publica um relatório anual que sumariza algumas conclusões da sua atividade de monitorização da análise financeira. Este “Relatório Anual da Atividade de Supervisão da Análise Financeira” que se refere a um período anual de 1 de Outubro a 30 de Setembro do ano de publicação teve a sua última edição, relativa ao ano de 2016, publicada em 2017. Contudo estes dados que aqui referimos só se encontram na edição relativa ao ano de 2014, tendo a partir daí apenas incluído a percentagem de tipologia de recomendações segundo a nacionalidade do intermediário.

*research*, com a saída de algumas das maiores empresas nacionais da bolsa como o Banco Espírito Santo, o Espírito Santo Financial Group, Banif, Brisa e a Cimpor e com o fecho de um dos maiores departamentos de *research* em Portugal, o do Millenium IB (CMVM, 2017).

#### Quadro V.1 - Recomendações de investimento por nacionalidade do intermediário financeiro

Títulos	Intermediários Financeiros	N.º	
		Relatórios	% do Total
Nacionais	Nacionais	383	49,0%
	Estrangeiros	398	51,0%
	<b>Total</b>	<b>781</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: CMVM, 2014: 15

De acordo com a CMVM estavam registados em Portugal, em Maio de 2018, 123 intermediários financeiros<sup>130</sup>. Sobre estes é possível conhecer o tipo de atividade e o valor do seu capital social, informação que pode ser usada como indicador comparativo da sua dimensão<sup>131</sup>. aqui é possível identificar três conjuntos de empresas: as de menor dimensão, que prestam serviços de consultoria de investimento, as empresas médias, que são sobretudo fundos de investimento e empresas de investimento, e as grandes empresas, na sua maioria bancos comerciais e bancos de investimento<sup>132</sup>.

#### Quadro V.2 - Intermediários financeiros segundo o tipo de entidade e capital social (euros)

	menos de 100 mil	100 mil a 9 milhões	10 a 100 milhões	mais de 100 milhões	sem informação	Total

<sup>130</sup> Apenas se consideram aqueles que estão obrigados ao registo na CMVM. Podemos admitir que além destes é possível existirem entidades não registadas e que, ou operam ilegalmente, ou não correspondem aos critérios de registo obrigatório previstos pelo CVM.

<sup>131</sup> O uso do critério capital social como indicador da dimensão da empresa parece-nos válido dada a magnitude das diferenças, o que poderia não ser o caso se as diferenças fossem menores.

<sup>132</sup> Embora se possa presumir que as empresas de investimento internacionais com sucursais em Portugal tenham uma dimensão maior que as empresas portuguesas do mesmo tipo, a sua presença em Portugal em termos organizacionais, relativamente ao número de trabalhadores por exemplo, não é comparável à dimensão dos bancos. A expressão pequena, média e grande é apenas comparativa e não tem qualquer relação com a terminologia utilizada pelo INE que utiliza o número de trabalhadores e o volume de negócios anual como critérios de classificação.

Bancos Nacionais			20	7		27
Instituição Financeira de Crédito			1			1
Sociedade Consultoria para Investimento	12	5				17
Sociedades Corretoras		4				4
Sociedades Financeiras de Corretagem		2				2
S.G. de Fundos de Investimento Imobiliário		26	1			27
S.G. de Fundos de Investimento Mobiliário		15	1			16
S.G. de Fundos de Titularização de Crédito		3				3
Sociedades Gestoras de Patrimónios		9			1	10
Sucursais de Empresas de Investimento					5	5
Sucursais de Instituições de Crédito (U.E.)			2		8	10
Sucursais de Instituições de Crédito (Outros Países)					1	1
<b>Total</b>	<b>12</b>	<b>64</b>	<b>25</b>	<b>7</b>	<b>15</b>	<b>123</b>

Legenda: S.G. – Sociedades Gestoras.

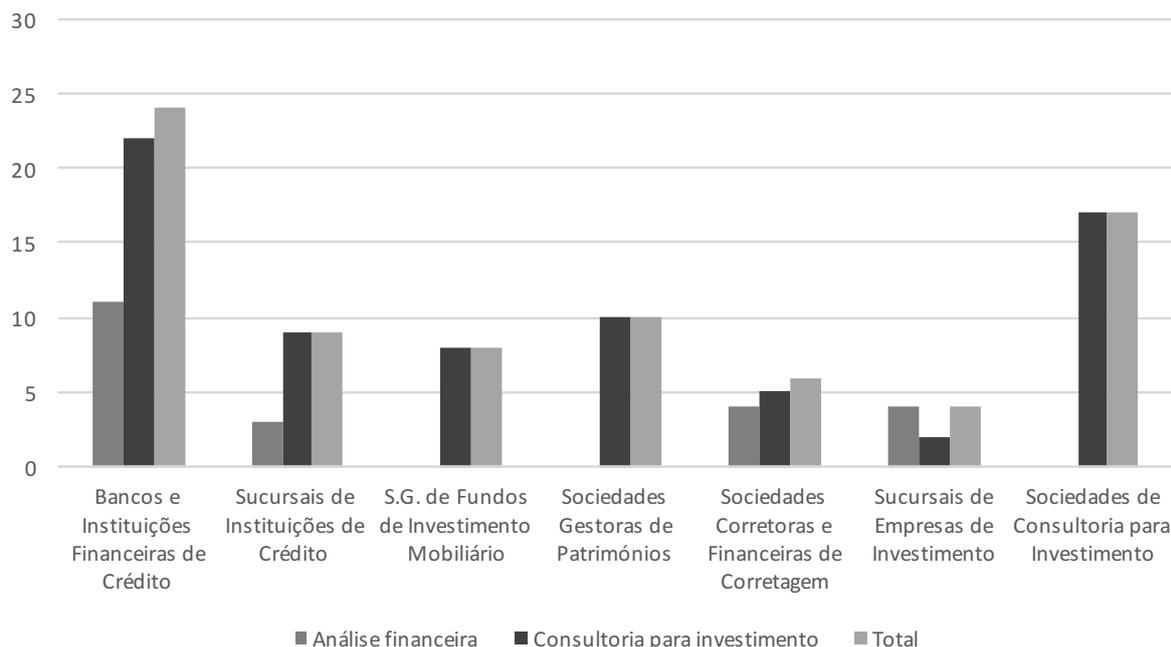
Fonte: Elaboração pelo autor a partir de dados da CMVM.

Sobre estas entidades é ainda possível saber quais os tipos de atividade que podem realizar sob autorização do regulador, entre os quais dois tipos especialmente relevantes, a consultoria para investimento e a análise financeira. Das 123 entidades, a maioria (78) tem autorização para o exercício de pelo menos uma destas atividades, quase todas (73) em consultoria para investimento e 22 em análise financeira<sup>133</sup>. Na figura seguinte pode observar-se esta distribuição segundo o tipo de entidade<sup>134</sup>.

<sup>133</sup> Mais especificamente, as listas da CMVM definem análise financeira como “Prestação do serviço de elaboração de estudos de investimento, análise financeira ou outras recomendações genéricas relacionadas com operações em instrumentos financeiros”.

<sup>134</sup> De forma a facilitar a interpretação da informação, foram agrupadas as categorias do tipo de entidade da seguinte forma: Bancos e Instituições Financeiras de Crédito incluem “Bancos Nacionais”, “Instituições Financeiras de Crédito”, “Sucursais de Instituições de Crédito” incluem as pertencentes à U.E. e extracomunitárias, “Sociedades Corretoras e Financeiras de Corretagem” incluem as “Sociedades Corretoras” e “Sociedades Financeiras de Corretagem”.

**Figura V.1 - Intermediários registados na CMVM em consultoria para investimento ou análise financeira, segundo o tipo de entidade**



Legenda: S.G. – Sociedades Gestoras

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da CMVM.

Os dados refletem, como seria de esperar, o padrão de especialização das várias empresas de acordo com as obrigações regulatórias. Assim à divisão entre recomendações públicas e particulares correspondem entidades cujos negócios se centram no *buy side*, no *sell side*, ou nos dois tipos. Apenas em tipos de entidade que estão ligados à corretagem, como as empresas de investimento em que essa é a atividade principal, ou os bancos, em que essa pode ser uma de muitas outras atividades, existe registo de análise financeira. Em ambos os casos, além de empresas portuguesas (11 bancos e quatro empresas de investimento), existe uma presença significativa de empresas internacionais<sup>135</sup>, (três bancos e quatro empresas de investimento), e é na categoria das empresas de investimento estrangeiras que se verifica um maior direcionamento para a análise financeira por comparação com a consultoria para investimento<sup>136</sup>.

<sup>135</sup> Referimo-nos a empresas com sede em Portugal e empresas estrangeiras com sucursais a operar em Portugal, pelo que se está sempre aqui a usar a delimitação proposta inicialmente de *equity research* desenvolvido em Portugal.

<sup>136</sup> Referimo-nos a número de entidades e não à importância de cada área de negócio dentro de cada entidade ou categoria.

A maior parte das empresas que tem autorização para consultoria tem também para análise financeira, havendo apenas cinco que têm exclusivamente a última<sup>137</sup>. Enquanto que o registo para divulgação de recomendações ao público está mais concentrado em alguns tipos de entidade, a consultoria para investimento está mais distribuída pelas várias categorias, seja qual for o tipo empresa em causa. Onde o registo para consultoria é exclusivo (não havendo nessas empresas autorização para análise financeira) também existe um padrão relativo ao tipo de entidade. Trata-se, em todos os casos, de empresas de *buy side* como fundos de investimento ou gestoras de patrimónios e em empresas especializadas de aconselhamento financeiro, tratando-se as primeiras de entidades em geral de média dimensão (capital social entre 100 mil e 10 milhões de euros), que intervêm no mercado a nível de negociação do lado comprador, em carteira própria ou em nome de clientes, enquanto as últimas são em geral empresas de menor dimensão (capital social inferior a 100 mil euros), que prestam um serviço de aconselhamento personalizado, tendo em conta o tipo de investidor e o seu perfil de risco, mas que não negociam em instrumentos financeiros em nome de clientes.

Além das autorizações relativas a intermediários financeiros, os registos da CMVM incluem ainda informação relativa a profissionais que se registaram para obter autorização a nível individual, tais como consultores autónomos e analistas independentes. Esta situação pode decorrer do exercício independente da ocupação em que, por exemplo, o profissional produz recomendações de investimento em regime de consultoria a clientes, como é o caso dos consultores autónomos, ou divulga recomendações em serviço remunerado de subscrição, ou ainda quando exerce a ocupação por conta de uma entidade que não está registada como intermediário financeiro. Os mesmos registos da CMVM utilizados para os parágrafos anteriores identificam a nível individual, cinco consultores autónomos e 13 analistas independentes, sete dos quais a trabalhar em duas entidades não registadas como intermediários. Ao todo, o número de analistas registados, abrangendo apenas aqueles que correspondem aos critérios definidos pela regulação, incluindo tanto os registados através de intermediário financeiro, como os registados a nível individual era de 65 (CMVM, 2016) em 2015, altura em que se contavam 18 intermediários autorizados, menos quatro que em 2018<sup>138</sup>.

---

<sup>137</sup> Estes casos incluem dois bancos nacionais, uma sociedade corretora e duas sucursais de empresas de investimento.

<sup>138</sup> Tratam-se de dados contido no relatório de supervisão publicado pela CMVM relativo a 2014, que era o último disponibilizado pela CMVM á data de Maio de 2018.

Os dados estatísticos do INE e do Ministério da Economia relativos às mesmas categorias profissionais diretamente ligadas à análise financeira que utilizámos antes são relativos ao consultor para investimento e ao analista financeiro. Trata-se de dados apenas disponíveis a partir de 2010, uma vez que foi apenas nesse ano, mais de duas décadas depois da formação da primeira associação de analistas financeiros e na altura em que entrou em vigor o principal regulamento sobre a profissão, que estas categorias foram introduzidas na Classificação Portuguesa de Profissões (IEFP, 2010).

**Quadro V.3 - Número de analistas financeiros e consultores de investimento ao serviço dos estabelecimentos, por atividade económica do estabelecimento e sexo**

Outubro de 2013, Continente e R.A. da Madeira	Sector de atividade		Total
	Atividades financeiras e seguros	Outros sectores	
Analistas financeiros – código 2413 CPP/2010			
H	254	328	582
M	167	440	607
<b>Total</b>	<b>421</b>	<b>768</b>	<b>1189</b>
Consultores de investimento – código 2412 CPP/2010			
H	1 874	1 087	2961
M	2 398	884	3282
<b>Total</b>	<b>4272</b>	<b>1 971</b>	<b>6243</b>
Analistas financeiros e consultores de investimento			
H	2 128	1 415	3 543
M	2 565	1 324	3 889
<b>Total</b>	<b>4 693</b>	<b>2 739</b>	<b>7 432</b>

Fonte: Elaboração do autor, a partir de GEE/MEE, Quadros de Pessoal, 2013.

Os dados disponibilizados pelo Gabinete de Estatísticas e Planeamento do Ministério da Economia, contabilizavam, em outubro de 2013, 7432 indivíduos nas categorias de analista e consultor em todos os sectores de atividade (ver quadro V.2), representando estes últimos cerca de cinco vezes mais o total de analistas. No caso dos consultores de investimento, o sector K, atividades financeiras e seguros, concentra mais de metade dos indivíduos, mas o mesmo não se verifica com os analistas financeiros, que neste sector não chegam a um terço do total

para todos os sectores. A partir das definições da CPP<sup>139</sup> percebe-se, tal como se referiu no início do capítulo, que estas categorias ocupacionais são muito mais genéricas que a definição que temos utilizado. Os consultores financeiros e de investimento incluem um leque mais amplo de profissionais ligados ao sector bancário que, apesar de aconselharem investimentos não são analistas financeiros no sentido mais restrito do termo, na medida em que o seu trabalho não inclui a avaliação de instrumentos financeiros. Já os analistas financeiros incluem muitos profissionais que fazem análise de investimentos no quadro de empresas não ligadas ao sector financeiro. Uma estratégia metodológica possível, ainda que limitada, de circunscrição é considerarmos como mais próxima do nosso universo de análise apenas os analistas financeiros, excluindo, portanto, os analistas de *buy side*<sup>140</sup>, que trabalham no sector das Finanças e Seguros e que totalizam 421 indivíduos. Estes dados podem ainda desagregar-se por sexo e idade. Apesar de estarem em maioria nos restantes sectores de atividade, nas atividades financeiras e seguros, a maior parte dos analistas são homens. Esta diferença é relevante na medida em que neste sector de atividade a diferença entre número de homens e mulheres empregados é muito reduzida, estando as mulheres, de acordo com os dados dos Quadros de Pessoal, em maioria

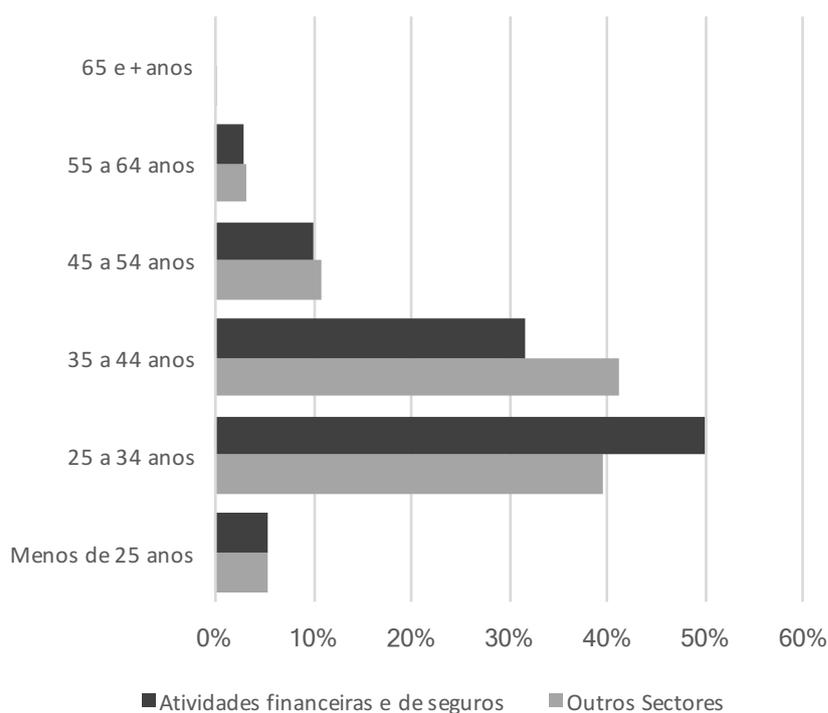
---

<sup>139</sup> Analista financeiro - código 2413 da CPP/2010: “Compreende as tarefas e funções do analista financeiro que consistem, particularmente, em: Analisar informação financeira para produzir previsões sobre negócios e condições económicas a utilizar na tomada de decisões de investimento; Analisar dados que possam afetar programas de investimento (preços, rendimento, estabilidade, conjuntura futura e influência económica); Recomendar o tipo de investimento e a melhor altura para investir; Determinar os preços dos activos e comparar a sua qualidade numa determinada actividade; Preparar planos de acção para investimentos baseados na análise financeira.” (IEFP, 2010). Consultor financeiro e de investimentos – código 2412 da CPP/2010: “Compreende as tarefas e funções dos consultores financeiros e de investimentos que consistem, particularmente, em: Aconselhar o desenvolvimento de planos financeiros individuais ou para organizações; Construir base de clientes e gerir fundos por conta destes; Entrevistar clientes para determinar estatuto, objectivo e grau de tolerância ao risco para o desenvolvimento de planos financeiros e estratégias de investimento; Ordenar a compra e venda de mercadorias e títulos para clientes; Monitorizar o andamento dos investimentos e rever planos baseado nas mudanças do mercado; Recomendar a cobertura de um seguro adequado ao perfil dos clientes; Inclui, nomeadamente, gestor de conta bancária.” (IEFP, 2010).

<sup>140</sup> Estes, como se explicou anteriormente estão contabilizados na categoria de consultores de investimento, mas a diversidade de situações desta categoria impede a continuação da análise em termos relevantes para o nosso propósito.

desde 2013<sup>141</sup>. A distribuição etária representada na figura V.3 mostra uma ocupação muito jovem, a que não deverá ser alheio o desenvolvimento recente da formação universitária nesta área, assim como o crescimento do sector de atividade a que já aqui aludimos e que explica alguma diferença entre o sector das atividades financeiras e seguros e os restantes. Um outro fator que poderá estar relacionado com esta distribuição etária é a possível preferência de muitos analistas por uma outra ocupação após terem acumulado suficiente experiência profissional, aspeto a que iremos voltar a propósito dos percursos profissionais.

**Figura V.2 – Número de analistas financeiros ao serviço dos estabelecimentos na (código 2413 CPP/2010), segundo o escalão etário**



Fonte: Elaboração do autor a partir de GEE/MEE, Quadros de Pessoal, 2013.

<sup>141</sup> Referimo-nos aqui aos dados dos Quadros de Pessoal divulgados anualmente. Note-se que apesar desta reduzida diferença em termos gerais, não significa que não haja diferenças marcadas em determinados ramos de atividade ou em segmentos mais específicos. O tema do género no âmbito da análise dos mercados financeiros tem destacado não apenas a sobrerrepresentação masculina, mas também a dimensão simbólica associada por exemplo a metáforas genderizadas que, por exemplo, conferem nas representações dos profissionais, características mais femininas a determinadas ocupações e mais masculinas a outras. Godechot (2005) a este respeito identifica no seu estudo que os analistas financeiros são uma ocupação menos masculinizada no domínio das representações que outros profissionais, como os *traders*.

Segundo o recenseamento geral da população de 2011<sup>142</sup>, o número de analistas é significativamente mais baixo do que aquele que figura nos dados anteriores, identificando-se 463 empregados nas mais variadas áreas de atividade<sup>143</sup>. Destes, cerca de metade, 259, trabalhavam em ramos como a banca, intermediação financeira e seguros (ver quadro V.4), sendo nas duas primeiras categorias “Intermediação monetária” e “Trusts, fundos e entidades financeiras similares” aos quais poderá corresponder melhor o sentido mais restrito que utilizámos da profissão de analista financeiro.

#### **Quadro V.4 – Analistas financeiros empregados, por ramo de atividade económica 144**

<b>Ramo de atividade</b>	<b>Nº de analistas financeiros</b>
Intermediação monetária	161
Trusts, fundos e entidades financeiras similares	3
Outras atividades de serviços financeiros, exceto seguros e fundos de pensões	25
Atividades auxiliares de serviços financeiros, exceto seguros e fundos de pensões	3
Seguros	61
Atividades auxiliares de seguros e de fundos de pensões	6
<b>Subtotal</b>	<b>259</b>
Outros Sectores de Atividade	204
<b>Total</b>	<b>463</b>

FONTE: Elaborado pelo autor a partir de dados dos Censos 2011.

Os dados apresentados têm, como se verificou, importantes limitações para uma apreciação acerca do número de profissionais que trabalham em avaliação de instrumentos financeiros. No segmento de *sell side* é possível fazer-se alguma aproximação, uma vez que aqui existe uma maior coincidência de delimitação entre as categorias estatísticas e o critério

<sup>142</sup> Apesar da antiguidade estes dados têm a vantagem de permitirem uma desagregação relativamente à atividade económica em que os profissionais estão empregados até ao nível do ramo de atividade.

<sup>143</sup> A diferença entre o número de analistas empregados segundo os Quadros de Pessoal e os Censos 2011 é demasiado elevada para se poder justificar com a diferença de dois anos entre os dois momentos de referência. Uma vez que a categoria ocupacional de referência é a mesma, esta discrepância pode resultar da diferença de metodologia, já que no caso dos Censos a ocupação é auto-reportada pelo inquirido e no caso dos Quadros de Pessoal é reportada pelo empregador.

<sup>144</sup> O quadro refere-se à população empregada no território nacional por ramo de atividade económica (CAE-rev3) relativamente à profissão "analista financeiro" com o código 2413 da CPP 2010.

de definição que temos utilizado. Mesmo no *sell side* o número de profissionais que avaliam instrumentos financeiros é certamente muito superior aos 65 registados na CMVM, não só pelo que foi explicitado acerca da interpretação restrita do regulador acerca do que é análise financeira, mas também pelo facto de, como se explicou no capítulo anterior, existirem estratégias de prossecução da atividade sem registo individual. Além disso, o número muito mais elevado que é obtido pelas outras fontes, mesmo retirando sectores como os seguros, é sempre superior aos 100 indivíduos, e por esse facto cremos que no caso do *sell side* se pode estimar que o número possa, pelo menos, chegar a uma centena. No caso do *buy side* a situação é incomparavelmente de mais difícil mensurabilidade. Além poderem ser contabilizados como analistas, os profissionais que avaliam títulos financeiros em entidades como fundos de investimento podem ser contabilizados como consultores de investimento ou até outras categorias profissionais. Acresce ainda que, sobre estes, não existem dados da CMVM que apontem para um limite inferior, como acontece com os anteriores. Tendo em conta o número de intermediários financeiros que atuam no *buy side*, podemos concluir que o número de profissionais não deverá ser menos de meia centena, mas pode ser três ou quatro vezes superior.

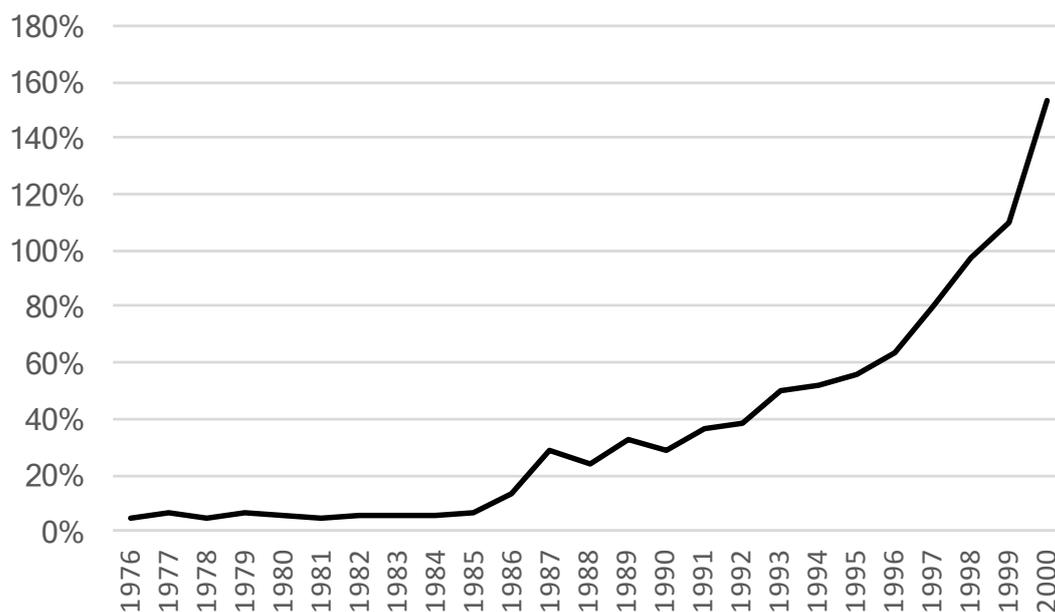
A dificuldade em caracterizar o mercado de trabalho reforça a necessidade de prosseguir uma estratégia qualitativa de abordagem ao tema. Neste domínio foi possível recolher um conjunto de informação útil sobre os enquadramentos organizacionais e contextos laborais da análise financeira. As carreiras dos profissionais entrevistados, de várias idades e a trabalhar em diferentes funções e em instituições de diferente dimensão, permitem construir uma caracterização da diversidade do mercado de trabalho em análise financeira em Portugal, complementando os dados apresentados. Uma vez que os contextos organizacionais estão ligados a formas diferentes de divisão do trabalho, assim como a funções práticas de análise distintas essa análise é efetuada no capítulo seguinte.

### **5.1.2. A criação de um mercado de aconselhamento financeiro**

No capítulo IV sobre regulação profissional, foi já explicitado como a dinâmica associativa ligada à análise financeira foi, de certo modo, anterior à consolidação da ocupação de analista dedicado à avaliação de títulos financeiros. Em 1984, quando a APAF foi criada, a atividade do sector financeiro era muito reduzida em comparação com o enorme crescimento que teve lugar na década seguinte. É necessário ter em consideração que as bolsas portuguesas encerraram em 25 de Abril de 1974, tendo a Bolsa de Valores de Lisboa reaberto em 1977 e a Bolsa de Valores do Porto apenas em 1981. Mesmo no início da década de oitenta o volume de

transações era mínimo assim como o número de empresas cotadas (Mata et al., 2017). A emergência de uma ocupação ligada à avaliação de ativos financeiros como a análise financeira só foi possível depois de uma grande alteração a este nível. Esta dá-se, não porque as empresas tivessem optado repentinamente por se passar a financiar nos mercados de capitais ou pela ação de uma “mão invisível” que impulsionasse uma transformação endógena ao sector financeiro. Tratou-se antes da “mão visível” do Estado, neste caso do X Governo Constitucional, que decidiu impulsionar o crescimento dos mercados de capitais. Como afirmam Santos (2001) e Mata et. al. (2017), o ministro Miguel Cadilhe decidiu convidar diretamente algumas empresas a entrarem na bolsa tendo, além disso, sido implementadas medidas de incentivo fiscal a emitentes e investidores. A evolução do peso da capitalização bolsista no Produto Interno Bruto, como se vê na figura V.1, mostra claramente a eficácia destas políticas sobre o crescimento dos mercados de capitais em Portugal numa primeira fase, apenas amenizado pelo crash bolsista de 1987.

**Figura V.3 - Peso da capitalização bolsista no PIB, para o mercado nacional – 1976 - 2000**



Fonte: Elaboração do autor a partir de Santos (2001).

Alguns dos entrevistados mais velhos que se recordam deste período descreveram a evolução do mercado de aconselhamento financeiro sublinhado, até ao início dos anos 90, um certo amadorismo e desordenamento regulatório.

A mais importante na altura para efeitos de análise financeira era a Companhia de Investimentos e Serviços Financeiros que na sequência da crise de 87 era a dominante

nos mercados. Se tinha grande análise não tinha, escrevia pouco mais do carácter jornalístico, agora o que eles tinham era iam às empresas conseguiam, as empresas queriam obviamente capitalização, e toda a gente andava à procura. (EP1).

(...) na altura, nós jornalistas de economia, nem tínhamos sequer ninguém muito especializado em mercados de capitais, falávamos com presidentes das empresas, que nos divulgavam os resultados das empresas antes de os mandarem para o mercado, hoje isso é proibido (EJ2).

A segunda fase de crescimento dos mercados de capitais em Portugal dá-se a partir dos anos 90. Além dos fatores de impulso referidos anteriormente e da dinâmica entretanto criada após a recuperação do choque de 1987, o grande crescimento, visível através do aumento da capitalização bolsista até ultrapassar o valor do PIB em 1999, ocorre no quadro de uma extensa sequência de privatizações e operações de dispersão do capital em bolsa de empresas privatizadas de grande dimensão. Este processo é relevante, porque foi acompanhado de um crescimento e diversificação das instituições financeiras, e da criação de um mercado especializado de análise financeira focado no mercado de capitais, não apenas com a criação de departamentos de *research* nas áreas de corretagem, mas com o próprio surgimento de empresas especializadas.

A partir das entrevistas, é possível referir que o arranque do mercado de aconselhamento financeiro na passagem para a década de 90 encontra duas explicações possíveis. Um dos fatores mencionados é a maior presença de instituições financeiras estrangeiras em Portugal ou de empresas financeiras de pequena dimensão e detidas por capital estrangeiro como vetor de transferência de expertise em análise financeira.

Alguns bancos estrangeiros abriram em Portugal, caso do Chase Manhattan Bank na altura era Chase, o Manufacturers Hanover que era do Carlos Rodrigues... o CityBank também se instalou com o Pedro Homem, e esses não vinham fazer retalho, vinham tentar trabalhar com as grandes e médias empresas portuguesas e claramente fazer entre outras coisas aconselhamento em termos de investimento - e isso foi uma prática que, depois, os bancos portugueses começaram a olhar para ela com atenção e a perceber que havia ali um nicho de negócio para explorar. (EJ2).

A banca internacional que veio para Portugal no início não teve sucesso nenhum no mercado de retalho. Onde é que a banca internacional teve sucesso e foi relevante? Foi nos investimentos financeiros, gestão de ativos, avaliações, etc. Onde eles tinham know-how e já tinham experiência e aí obrigaram os bancos portugueses a subir muito o nível. (EC2).

Um outro ângulo de explicação atribui maior importância a uma dinâmica entretanto gerada na intermediação financeira em Portugal que antecedeu a entrada de bancos estrangeiros no mercado português, em particular a um reduzido grupo de agentes e de empresas de pequena dimensão e cuja vantagem face a organizações maiores do sector financeiro residia no padrão internacional da análise financeira que produziam.

Os bancos estrangeiros aparecem não vejo grande sofisticação, não na análise, vejo mais (...) na área de finanças empresariais sim. Mas não análise, a análise, os primeiros impulsionadores foram boutiques que é o que acontece normalmente em coisas novas e eu recorde-me da boutique da Midas muito importante que depois foi comprada mais tarde pelo BBVA. A Midas teve um desempenho muito importante, era formada por quatro jovens universitários de grande potencial que se juntaram com características obviamente diferentes e que começaram a desenvolver um trabalho de análise de mercados e de empresas, aconteceu o franchise de negócio numa altura em que isso não existia, foram verdadeiramente inovadores. Lembro-me também de uma empresa, essa já existia, mas era muito pequenina que era a Carnegie que eu acho que era detida por capitais suecos ou ingleses e que também foi talvez o seguidor dos passos da Midas e teve algum sucesso. (...) De uma forma mais anglo-saxónica, mais analítica, análise mais analítica, mais robusta e cuidada, a primeira experiência teoricamente ou científica e correta com a Midas, 90 ou 91, que como era uma boutique não conseguia ir buscar as empresas, portanto o negócio deles era mesmo conseguir arranjar negócio dos investidores e por isso é que a sua análise tinha que ser de qualidade, eles abriram muito o mercado. (EP1).

Independentemente da divergência na explicação do impulso inicial, o crescimento exponencial de negócio acionista fomentado pelas privatizações é considerado um fator de ampliação e transformação desta tendência com a formação de departamentos de *research*, alguns de grande dimensão para o caso português<sup>145</sup>, dentro da própria banca nacional.

Apesar da principal parte da regulação sobre a análise financeira só ter sido produzida no final da primeira década dos anos 2000, a atividade estava já institucionalizada, quer do ponto de vista da reprodução do conhecimento, quer do ponto de vista da existência de um mercado de aconselhamento financeiro e mesmo de um mercado especializado de *research*<sup>146</sup>.

---

<sup>145</sup> Um dos entrevistados afirma que o BPI chegou a ter 90 pessoas a trabalhar no seu departamento de *research*.

<sup>146</sup> Em 2002 foi conduzido pela CMVM um inquérito de caracterização da atividade que abrange tópicos como a caracterização sociodemográfica dos analistas e o seu enquadramento organizacional. Desde aí não se voltou a repetir um estudo comparável em termos de variedade de informação, e mesmo a publicação anual do Relatório de Supervisão, muito mais focado na relação entre as recomendações e a performance dos títulos, não suprime a lacuna de informação relativa a este tipo de indicadores mais sociográficos. Contactámos a CMVM no sentido de averiguar a possibilidade de realização de uma segunda edição deste estudo, e segundo a resposta não há previsão de tal vir a acontecer.

## 5.2. Percursos profissionais e processos de recrutamento

### 5.2.1. Percursos profissionais

Ao longo deste capítulo e do capítulo seguinte, apesar de se recorrer a diversas fontes de informação, utilizam-se mais frequentemente elementos de um subconjunto de entrevistas, que designamos por entrevistas a profissionais, relativamente aos quais se apresentam sobretudo exemplos que dizem respeito às últimas funções que desempenhavam no momento de entrevista. Tal como no capítulo sobre a formação se fez uma breve descrição dos seus percursos de formação, também aqui é necessário enquadrar apresentar nos seus trajetos de inserção laboral os exemplos que vão ser utilizados ao longo do texto. Com esse intuito, expõem-se de seguida de forma resumida os principais momentos do percurso profissional de cada um deles, usando-se uma descrição mais detalhada ao longo do texto a propósito de cada tema e quando utilizada uma comparação entre entrevistados. A apresentação dos 10 entrevistados segue uma ordem descendente por idade, visando para realçar algumas diferenças que se cruzam com a evolução recente do sector financeiro português.

**Figura V.4 – Percursos profissionais**

**EP1, 56 anos, Head of Equities**

Terminou a licenciatura em Finanças em 1982 na UCP tendo mais tarde concluído uma pós-graduação em Economia na UNL. Começou a trabalhar como economista no departamento de estudos económicos de um banco. Após seis meses transitou para responsável pela área de mercado ligada à renda fixa onde permaneceu durante seis anos, tendo depois posteriormente iniciado funções na área de *equity* como responsável, onde se manteve até ao momento.

**EP2, 41 anos, Gestor de fundos numa Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário**

Terminou a licenciatura em Psicologia no ISPA em 1996. O seu primeiro emprego foi como gestor de fundos júnior num *family office*<sup>147</sup>, funções que desempenhou durante cerca de um

<sup>147</sup> O termo Family Office pode referir-se a dois tipos muito diferentes de entidade. Um Single Family Office consiste numa entidade gestora dos investimentos de um grupo familiar, que pode ser uma holding. Um Multi Family Office consiste numa entidade que oferece um serviço diversificado (incluído por exemplo investimentos imobiliários e em capital de risco) de gestão de patrimónios a clientes.

ano, durante o qual frequentou uma formação para responsável de sala de mercados na Bolsa de Valores do Porto e uma formação em mercado derivados e mercado de *spot* na Bolsa Valores de Lisboa. Em 1997 integrou uma sociedade corretora como analista de *equity*, primeiro no *buy side* e depois no *sell side*. Em 2002 concluiu um MBA com especialização de finanças na UCP e transitou para a área de gestão de ativos na mesma empresa ainda como analista. Entretanto iniciou uma licenciatura de contabilidade que não concluiu. Em 2006 iniciou funções num banco de investimento onde permaneceu 6 anos como *sell side equity analyst* de um sector. Desde 2006 que passou a exercer funções de analista *buy side* e gestor de fundos noutra banco de investimento.

**EP3, 40 anos, Gestor de ativos num banco de investimento<sup>148</sup>**

Terminou a licenciatura em gestão de empresas no ISCTE em 1997, após a qual se inscreveu num mestrado executivo em mercados e ativos financeiros no ISCTE. Nesse mesmo ano começou a trabalhar no banco onde permanece atualmente, primeiro na área de *corporate banking* como analista e depois como gestor de carteiras. Após o mestrado executivo que concluiu no ISCTE dois anos depois iniciou funções como gestor de ativos, dedicando-se sobretudo aos produtos derivados, tema sobre o qual se tinha especializado no mestrado.

**EP4, 40 anos, analista num banco de investimento**

Frequentou o curso de Matemática Aplicada na Universidade Nova no final da década de 1990, não tendo concluído o último ano. Ainda enquanto estudante, ocupou vários empregos de curta duração até se iniciar enquanto estagiário num banco de investimento em 2000 como operador de bolsa, altura em que fez a formação específica de operador de bolsa e responsável de sala na Bolsa de Valores de Lisboa. Em 2002 transitou para um outro banco de investimento exercendo funções de como *sales trader*. Em 2005 deixou esse emprego e para passar a trabalhar noutra banco de investimento, primeiro como *sales trader* e depois como responsável pela área de *trading* a particulares. Em 2010 voltou para o banco onde iniciou o seu percurso no sector, tendo exercido desde então as funções de analista e *sales trader*.

**EP5, 38 anos, corretor numa sociedade de corretagem**

Concluiu a licenciatura em gestão de empresas na Universidade Lusíada em 1995. Ainda durante o curso começou a trabalhar como jornalista num suplemento de economia e

---

<sup>148</sup> Trata-se de uma Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário que está associada a um banco de investimento, o que é frequente, dada a obrigatoriedade de constituição de empresas separadas por áreas de negócio.

mercados. No ano seguinte transitou para um banco onde assumiu funções de analista de *equity* cobrindo o sector de pasta e papel e o sector da construção. Nessa altura frequentou algumas pequenas formações em contabilidade e análise de empresas. Após três anos mudou, dentro do mesmo banco, para a sala de mercados, onde desempenhou as funções de corretor durante sete anos. Em 2006 após sair do banco transitou entre vários empregos de curta duração sendo o mais longo o de gestor de ativos num *familiy office*. Em 2007 passou para a sociedade de corretagem onde trabalha atualmente, primeiro como analista de *research*, mais tarde como gestor de fundos e nos últimos anos como corretor.

**EP10, 36 anos, gestor de risco numa sociedade gestora de patrimónios -**

Terminou a licenciatura em Economia da Faculdade de Economia do Porto em 2001. Após a conclusão do curso iniciou funções como auditor, numa empresa de auditoria, durante um ano. Em 2003 começou um estágio num banco de desenvolvimento em Londres, como gestor de carteiras assistente, após o qual, ainda em Londres iniciou funções como analista de renda fixa num banco. Em 2006, altura em que completou o CFA, voltou para Portugal para assumir a ocupação de gestor de carteiras numa sociedade gestora de patrimónios, e, desde 2010, na mesma empresa, transitou para as funções de gestor de risco, cargo que ainda exerce atualmente em acumulação com o de auditor interno.

**EP6, 34 anos, analista de *equity research* num banco de investimento**

Licenciou-se em Economia a no ISEG em 2003, após o que começou a trabalhar como auditor. Em 2007 assumiu funções como analista de *equity research* no mesmo banco onde se mantém até atualmente, cobrindo o mesmo sector de atividade a que se dedicava enquanto auditor. Em 2010 concluiu o mestrado executivo em finanças na UCP e desde aí candidatou-se à certificação CFA, tendo concluído o segundo exame.

**EP7, 30 anos, analista de *equity research* num banco de investimento**

Terminou a licenciatura com mestrado integrado em Engenharia de Telecomunicações e Informática no IST em 2007, após o qual iniciou um MBA com especialização em finanças na UCP. No final do MBA participou num estágio de verão num departamento de *research* de um banco, em 2009 iniciou funções como *equity research analyst* num banco de investimento, cobrindo o sector de atividade ligado à sua licenciatura, assim como o sector de pasta e papel.

**EP8, 30 anos, Gestor de fundos numa Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário**

Terminou a licenciatura em Finanças no ISEG em 2006. Nesse ano começou a trabalhar como estagiário numa Sociedade Gestora de Fundos de Investimento onde permanece como gestor de fundos de ações. Em 2014 concluiu o primeiro exame para obtenção do CFA.

**EP9, 28 anos, analista de mercado e gestor de conta numa Sociedade Corretora**

Concluiu a licenciatura em Economia no ISEG em 2008. Durante o curso iniciou funções num banco como operador de um sistema eletrónico de negociação, após o que frequentou uma pós-graduação em análise financeira no ISEG, que concluiu em 2011 e lhe deu a certificação CEFA. Frequentou uma formação em Análise Técnica através de uma corretora e no ano seguinte começou a trabalhar como analista e gestor de conta numa sucursal portuguesa de uma empresa de investimento onde se mantém.

Os casos demonstram a variedade de ocupações que fazem parte não só do domínio de expertise da análise financeira, mas também a variedade de ocupações dentro dos próprios percursos individuais dos profissionais.

### **5.2.2. O recrutamento e seleção como processo de fechamento**

Apesar da existência de mecanismos de certificação e da sua parcial obrigatoriedade estar estipulada na legislação, não existe no caso da análise financeira um fechamento profissional baseado na certificação garantido pelo Estado. Mesmo sem essa garantia é admissível, por hipótese, que a certificação se possa instituir enquanto mecanismo de *gatekeeping* (Freidson, 1970) por via do funcionamento do mercado de trabalho, isto é, através das práticas adotadas pelas empresas que empregam analistas. Isto significa que as práticas de recrutamento e seleção de candidatos podem instituir na prática algumas condições de acesso, que por sua vez pode convergir ou não no sentido da adoção generalizada do credencialismo, ou da posse de determinados diplomas universitários como mecanismo de *gatekeeping*.

Uma pista avançada já no capítulo anterior a este respeito é a de que a posse de uma certificação não confere uma vantagem de seleção decisiva. Esta conclusão é retirada da análise das entrevistas no que respeita à avaliação geral que os entrevistados fazem relativamente a aos mecanismos de certificação. Evidentemente, nos casos em que o recrutamento se dirige a profissionais que irão exercer funções abrangidas pela obrigatoriedade de posse de certificação, esse será necessariamente um critério, e sob essa perspetiva qualquer uma das certificações

pode constituir uma vantagem. Importa, contudo, avaliar em que medida a certificação é usada como critério independentemente dessa obrigatoriedade, na medida em que essa avaliação nos permite verificar se a possibilidade de fechamento baseado no credencialismo é reforçada ou enfraquecida pelas dinâmicas específicas do mercado de trabalho. Esta distinção entre requisito legal e apreciação como critério está bem explicitada por um dos entrevistados que tem responsabilidades de recrutamento e seleção: “Para o caso específico de analista sim, porque eu já sei que a CMVM só me autoriza a ter analistas que sejam CFA mas fora disso não.” (EP3)

Entre os dados recolhidos, alguns apontam no sentido da desvalorização e outros no sentido da valorização da certificação como critério independente da requisição legal. No primeiro sentido enquadra-se o facto de mesmo entre os entrevistados mais jovens haver uma maioria de indivíduos sem qualquer uma das certificações e nenhum dos entrevistados refere que esse critério tenha sido utilizado nos processos de seleção para os empregos que ocupam ou que ocuparam. Isto verifica-se mesmo entre entrevistados que seriam abrangidos pela regulação e que, podendo ter intenção de vir a obter uma certificação, foram selecionados para as funções de analista.

Além disso, o julgamento geral que todos os entrevistados fazem da importância das certificações como critério de recrutamento aponta no mesmo sentido, com a exceção do acesso a carreiras internacionais. Um argumento utilizado por alguns (EP1, EP6, EP5) é que o tipo de conhecimentos que é atestado pelas certificações não é diferente do que é obtido através da frequência de uma formação superior especializadas. Em consonância, no caso do acesso ao mercado de trabalho internacional, em que comparativamente com o mercado doméstico, há menor familiaridade com os diplomas das universidades portuguesas, a certificação pode substituir a posse de licenciatura especializada enquanto meio de confirmação de conhecimentos.

Em Londres ou em mercados mais desenvolvidos funciona como um passaporte. Tecnicamente é preciso alguém que faça isso bem, esta pessoa sabe, é uma certificação solicitada nos anúncios de emprego lá fora, cá não, nunca vi um anúncio. (EP10)<sup>149</sup>.

No mesmo sentido, importa ter em consideração que os cursos e as universidades são objeto de julgamento diferenciado por parte dos responsáveis pela seleção de candidatos, havendo cursos e universidades que são identificados como de qualidade superior, comparativamente a outros. Assim, a utilização de uma certificação pode também funcionar como sinalização de posse de conhecimentos, caso o diploma universitário não constitua uma

---

<sup>149</sup> Esta afirmação é adicionalmente significativa, porque o profissional em causa exerce funções como representante da CFA Society.

confirmação suficiente, seja por não ser de uma área disciplinar considerada relevante, seja por ser de uma instituição menos conhecida ou valorizada: “[O CFA] não é nada que não se aprenda nas universidades portuguesas. Na NOVA, na UCP. Se for doutra área parece-me fundamental ter o CFA.” (EP3).

Existem também indicadores de valorização das certificações como critério de recrutamento, em especial no caso do CFA, mas, surpreendentemente, não enquanto sinalização de posse de conhecimentos. Uma das características vulgarmente referidas acerca do CFA é a dificuldade dos exames e o esforço de estudo necessário para a preparação, aspeto que é destacado na própria retórica de promoção do certificado. É neste ponto que os dois entrevistados com responsabilidades de recrutamento se focam para se referirem à vantagem da detenção da certificação enquanto critério de recrutamento. A obtenção do CFA seria assim considerada enquanto sinal de qualidades não mensuráveis, tidas como importantes enquanto fatores de seleção:

O CFA é uma coisa que dá muito trabalho, que tem muito valor, é a tal coisa pelo menos em relação ao meu mestrado quando olhei para o CFA não acrescenta muito. (EP3).

No currículo um CFA não me traz muito de novo, traz-me uma pessoa que foi persistente, que gosta desta atividade, não é fácil, como sabe há uma mortalidade grande porque normalmente são pessoas que estão a trabalhar e acho são 40 ou 50% de aproveitamentos por ano, aquilo é exigente, a preparação e mostra-me perseverança, carácter, resiliência, basicamente isso. (EP1).

A certificação tem, pois, um alcance limitado enquanto fator de seleção além do efeito gerado pela obrigatoriedade, mesmo que possa substituir outras credenciais quando estas são pouco conhecidas, ou sinalizar qualidades não mensuráveis como no último exemplo. Os percursos de formação dos entrevistados e algumas referências ao papel da formação universitária como fator de recrutamento apontam no sentido de que esta pode ter um papel mais importante enquanto mecanismo de limitação de acesso à ocupação.

Os cursos frequentados pelos entrevistados sugerem que qualquer licenciatura nas áreas de economia, gestão ou finanças e em universidades, pelo menos em universidades mais conhecidas, é condição necessária como critério de seleção. Na ausência de uma licenciatura deste tipo, uma pós-graduação mais especializada, na área de finanças, do ponto de vista da formação, pode também corresponder ao critério mínimo de seleção.

Além destes requisitos mais formais, existem alguns tópicos adicionais referidos pelos entrevistados como importantes nos processos de seleção. A passagem por uma entrevista é referida por vários entrevistados como prática comum de avaliação dos candidatos, ainda que numa primeira fase o contacto do candidato com a vaga de emprego tenha seja realizado de várias formas. Em alguns casos, sobretudo quando se trata de primeiro emprego ou em carreiras

mais curtas a iniciativa parte do candidato, que tem conhecimento através de anúncio de emprego, ou através da sua rede relações, tais como colegas da faculdade: “Fiquei a saber através de um colega da universidade que na altura estava com um processo de recrutamento. Eu enviei um email para esse processo de recrutamento.” (EP8). De acordo com os entrevistados, a universidade é o principal meio de intermediação para o primeiro emprego, criando uma primeira rede de relações direcionadas para o sector financeiro que inclui colegas e professores, além de mecanismos formais de intermediação de recrutamento, que incluem a receção de pedidos de empresas e subsequente contacto com candidatos e a criação de protocolos e colaborações com empresas a nível da participação de estudantes em estágios durante a formação.

Eu acho que o estágio de verão durante o mestrado. (...) Houve dois fatores que se aliaram: um foi um professor de finanças que me convidou para fazer o estágio e acabou por se tornar meu amigo. E depois o estágio ter sido no *equity research*. (EP7).

Após a acumulação de alguns anos de carreira em atividades ligadas ao sector financeiro, a rede de relações passa a incluir não só os colegas de trabalho, mas, em alguns casos, pessoas de outras empresas com quem se contacta mais ou menos regularmente. Assim, além das possibilidades de mobilidade interna à organização e da informação disponibilizadas por esta rede mais próxima de relações no trabalho, passa a haver contacto com uma rede mais alargada de contactos em várias empresas que, além de potenciar o acesso a informação sobre vagas de trabalho pode servir, inversamente, como canal de recrutamento.

Eu falava com o mercado todo, e aí comecei a telefonar, a almoçar com eles, vai-se gerando uma relação de trabalho e que em alguns casos, quase se confunde com amizade, não são os nossos amigos de infância, são amigos do trabalho, palavra passa palavra e uma pessoa está num almoço e não sei quê, e perguntam - o que pensa fazer daqui a 5 anos, e eu respondo: talvez trabalhar numa corretora, ser analista. Queres ser analista? Se calhar há aqui uma vaga para analista, vamos conversar... então as coisas vão-se desenrolando, não houve aqui nenhuma coisa pensada, e fui trabalhar com uns tipos com quem falava muito na altura por telefone, com quem almoçava... (EP5).

Os percursos dos entrevistados sugerem que ao fim de poucos anos de experiência de trabalho relevante, a iniciativa do processo de recrutamento passa do candidato para o empregador, ou seja, os profissionais passam, tendencialmente, a ser contactados por empregadores interessados ou agências de recrutamento e menos a procurar eles próprios. Além dos canais mais informais, como os referidos acima, um outro recurso referido pelo menos por um dos entrevistados é o contacto através de uma empresa de recrutamento, ou *head hunting*. O recrutamento aqui é mais especializado, na medida em que, ao fim de alguns anos, pode ter acumulado conhecimento não transmissível através da formação, como é o caso referido, em que o analista antes de ser contactado pela empresa de recrutamento trabalhava como auditor

focado num sector de atividade, o mesmo que depois passou a abarcar enquanto analista, beneficiando do conhecimento sectorial que é essencial para os *equity research analysts*.

De acordo com a descrição da maior parte dos entrevistados, após a fase de candidatura o processo de seleção envolve a passagem por uma ou várias entrevistas, sendo em alguns casos referida a participação em dinâmicas de grupo (EP9), a realização de exames de avaliação de conhecimentos financeiros (EP9 e EP6) ou mesmo a entrega de trabalhos realizados na universidade (EP6). Além da evidente orientação para confirmação de conhecimentos financeiros, outra das competências frequentemente testadas é o uso da língua inglesa escrita. A entrevista permite também avaliar outro tipo de competências menos formais que alguns entrevistados consideram necessário para o tipo de trabalho em causa. Estas competências que, pela descrição dos entrevistados, podemos designar por “competências intuitivas”, e que correspondem ao que Godechot (2005) identifica como sendo, no âmbito da racionalidade financeira, disposições ligadas à origem social e à socialização no trabalho. Dois dos entrevistados referem-se por exemplo ao “bichinho dos mercados” (EP1, EP5) considerando a propensão para investir em instrumentos financeiros ainda enquanto jovens:

Tive sempre um sonho de miúdo, a minha mãe trazia-me constantemente fotocopiadas as páginas com as cotações, há um programa muito conhecido o MetaStock onde a pessoa guarda essas cotações e depois estuda com determinados indicadores estatísticos, e eu uso esse programa desde 1996. (EP4).

Essa familiarização de tipo prático é por vezes sublinhada como mais importante do que a detenção de competências formais, o que é consonante com um tema já referido a propósito da caracterização da formação e que se prende com o facto de, muito embora as competências financeiras formais e o reconhecimento do prestígio de certificações e cursos universitários sejam parte essencial da retórica do profissionalismo na análise financeira, a orientação para a pragmática do mercado de trabalho é outra componente destacada, até mesmo em alguns documentos de promoção do ensino superior universitário. Um dos entrevistados explicita essa orientação simultânea para as competências abstratas do ensino formal e as competências localizadas ou mesmo tácitas do mundo do trabalho:

É uma coisa que eu registo quando tenho candidatos que vêm ter comigo já com o CFA, dou esse valor, mas se numa entrevista houver outro que eu sinta que tem mais bichinho do mercado, que me consegue ler melhor os mercados que me consegue explicar melhor uma situação que eu lhe pergunte sobre uma empresa, um mercado, é essa pessoa que vem para cá e não o CFA. (EP1).

As diferentes ocupações ligadas à análise financeira e as respetivas funções têm influência nos critérios e modos de recrutamento. Além do que já foi dito relativamente à

diferença entre posições juniores e seniores, é de destacar a valorização de um conhecimento mais sectorial ou mais genérico e a maior ou menor importância de outras competências<sup>150</sup>.

É assim possível concluir que o processo de fechamento do acesso à ocupação assenta em quatro fatores principais: redes, formação, certificação e experiência profissional, sendo a formação e certificação critérios mais importante e a experiência profissional mais secundário. Contudo, não há indicações de que esse fechamento seja específico para a ocupação de analista ou de outras ocupações ligadas à análise financeira. Como se verá no próximo capítulo alguns percursos profissionais passam pela ocupação de analista, mas circulam por outras ocupações sem que haja necessariamente alterações substantivas na formação ou na certificação. Este facto sugere que o fechamento se circunscreve primordialmente em torno de atividades financeiras em geral e não da ocupação de analista em particular. Por outro lado, os processos de seleção, pelo menos em quatro dos casos em que os entrevistados referiram esse ponto (EP6, EP7, EP1, EP3), são conduzidos pelo responsável respetivo pela área de *research*, o que sugere que possa existir algum controlo dos critérios de acesso internos à ocupação.

Um outro aspeto a referir é o do papel das organizações a nível dos processos de seleção. Como forma de reforçar a relevância das certificações que propõem, as organizações em causa contactam com empregadores no sentido de as promover enquanto critério de recrutamento, e no caso da CFA Society Portugal, o membro entrevistado refere que o objetivo é aumentar a frequência dessa condição em anúncios de emprego. Além disso essa atividade promocional tem como alvo outras associações do sector financeiro e as empresas de *headhunting*.

## Síntese

Um primeiro facto que importa referir na sequência deste capítulo é que o Estado teve, em Portugal, um papel determinante na criação de condições para a emergência de um mercado de aconselhamento financeiro, primeiro pelo impulso que deu na dinamização do mercado de capitais ainda na década de 1980 e, segundo, pela promoção de um programa de privatizações que culminou com a entrada no mercado de capitais de empresas de grande dimensão. Além da conseqüente necessidade de avaliação dos títulos de participação dessas empresas e das suas emissões obrigacionistas, este processo foi acompanhado por dinâmicas de concentração empresarial, operações para as quais os analistas financeiros estão especialmente vocacionados.

---

<sup>150</sup> O tipo de competências valorizadas depende também de determinadas características do enquadramento organizacional, que serão consideradas a propósito dos perfis organizacionais no capítulo 6.

Em segundo lugar, ao longo deste capítulo mostra-se que as empresas ligadas aos mercados financeiros e em especial à atividade de recomendação de investimentos caracterizam-se por alguma pluralidade a nível de dimensão e tipo de negócio, sugerindo a necessidade de considerar essa diversidade como fator de diferenciação das formas de institucionalização<sup>151</sup>.

Ao longo deste capítulo procurou-se fundamentalmente responder a uma questão levantada no capítulo anterior: se a regulação profissional é marcada por determinadas características da ação do Estado e das organizações profissionais, como é que essa regulação é afetada pela dinâmica relativamente do mercado de trabalho? Essa questão foi sobretudo respondida na secção 5.4 em que se explicou que a organização do trabalho no que respeita à análise financeira impõe alguns limites aos efeitos do fechamento por via da certificação, e que existem dinâmicas de seleção próprias, algumas das quais valorizam a função de determinados cursos universitários nesse processo, enquanto que outras se pautam por critérios não explícitos, que são difíceis de objetivar.

Por fim, o enfoque generalista na abordagem ao mercado de trabalho é demonstrativo da necessidade de considerar as formas de institucionalização da análise financeira a partir de contextos mais locais, em particular à escala da organização. A própria dificuldade em recolher informação quantitativa útil para a caracterização do mercado de trabalho reforçou a ideia, avançada anteriormente, de que existem ambiguidades e disjunções nas classificações ocupacionais. Este aspeto merece uma atenção especial à qual se dedica o primeiro ponto do capítulo seguinte.

---

<sup>151</sup> Este aspecto é abordado a propósito dos perfis organizacionais na secção 6.3 do capítulo seguinte.

## **CAPÍTULO VI: CULTURAS DE EXPERTISE E PRÁTICA PROFISSIONAL**

### **Introdução**

Neste capítulo pretende-se analisar a última componente do que designámos anteriormente como institucionalização da análise financeira e que se prende com as diferenças nos modos como a expertise em avaliação de instrumentos financeiros se organiza como prática e cultura de expertise. Anteriormente referiu-se a vantagem de se considerar a institucionalização da expertise a partir desta perspectiva em alternativa a uma noção mais próxima da delimitação ocupacional que utilizámos anteriormente. Ficou já patente a fluidez de fronteiras ocupacionais na análise financeira, quer a nível da acumulação de funções, que na ocupação sucessiva de diferentes funções. Desta forma considerar a análise financeira enquanto cultura de expertise implica ter em consideração que vários modos de ser analista e fazer análise podem existir através de fronteiras ocupacionais e organizacionais. Existem, portanto, dois eixos que orientam o presente capítulo.

Em primeiro lugar equacionar a definição e o papel do analista no âmbito das representações sociais. Ao longo da dissertação, e desde logo na introdução, tem-se referido várias vezes a descoincidência de classificações respeitantes à ocupação de analista e à atividade análise financeira. Importa agora equacionar essa descoincidência a partir de uma análise das classificações utilizadas pelos próprios atores, incluindo as classificações formais e as definidas pelos entrevistados. Estas classificações incluem, além da definição do que é a análise e os analistas, o conjunto de atributos que são associados ao papel do analista, isto é, as qualidades e expectativas associadas que, por um lado o distinguem de outras figuras que intervêm nos mercados e, por outro, regulam a sua relação com outros atores.

Em segundo lugar equacionar os modos de fazer análise e a sua relação, quer com as referências epistémicas, quer com os contextos organizacionais. Isto significa dar conta das várias metodologias, objetivos, configurações organizacionais e recursos de suporte a fim de considerar até que ponto estas constituem ou não – e em que medida – culturas de expertise autónomas.

### **6.1. A definição da ocupação**

O primeiro eixo a considerar é o da própria definição de analista financeiro. Este primeiro passo é relevante, porque a recolha exploratória dos dados tinha indicado que, ao contrário de ocupações profissionalizadas, no domínio da análise financeira, a ocupação e a

atividade está sujeito a várias definições. Apesar de alguma proximidade entre as duas dimensões, opta-se por autonomizar esta dimensão da relativa ao papel e função do analista e da análise financeira.

O facto mais saliente a propósito desta questão (e que é evidente por exemplo na análise da regulação e na secção 5.1) é que estão em jogo definições de diferentes níveis de abrangência. Nesse sentido, importa considerar as várias definições a partir de um eixo de continuidade entre definições mais genéricas e definições mais restritas.

Um segundo facto relativo às definições e que está bem patente nos percursos dos entrevistados é o de que as classificações em uso, incluindo, entre outras, as definições legais ou as designações ocupacionais, podem enfatizar uma delimitação mais baseada na atividade desempenhada ou mais baseada em fronteiras ocupacionais. Assim sendo, é necessário ter em consideração o que podemos designar por um eixo relativo ao objeto da definição ao longo do qual se podem encontrar classificações mais próximas da atividade ou da ocupação.

Tendo em consideração estes dois eixos de diferenciação das definições de analista, consideremos as várias definições identificadas.

Um primeiro conjunto de definições remete para a variação histórica das definições, que se orientam no sentido cada vez mais restrito da sua amplitude. A tendência de maior especialização das funções financeiras nas empresas em geral e em especial as ligadas ao sector financeiro refletiram-se na abrangência da noção de analista financeiro. Um dos domínios onde essa alteração é observável é na própria evolução do alcance de representação ocupacional da APAF:

Se nós formos ver os nossos associados mais antigos na altura nem se identificavam como profissionais da análise financeira. Muitos dele eram economistas, eram gestores, mas de alguma forma dentro dessa sua profissão mais generalizada faziam análise dita financeira. (EA1).

Assim, até à década de 1990, o termo analista financeiro dizia respeito à atividade que atualmente se designa por gestão financeira e só mais recentemente se encontra a definição mais restrita que que é mais próxima do sentido do termo em inglês "*financial analyst*", ou "*securities analyst*":

Isso era chamado *financial management*, gestão financeira, mas chamavam-lhe análise financeira da gestão financeira, isso é que era fazer a análise. (...) inicialmente a perspectiva não era muito centrada no mercado. Eu acho que só nos anos 90 é que se começa a institucionalizar e divulgar de uma forma mais séria a avaliação das empresas e os *price targets* e aí é que começa de facto a germinar a meu ver a noção do que é o analista financeiro que faz análise financeira que não é ver se o balanço está certo, se esta equilibrado ou não está equilibrado. (EC4).

Mesmo tendo em conta esta evolução, as várias classificações identificáveis contemporaneamente incluem um grau elevado de diferenciação. As definições mais genéricas enfatizam a pluralidade de contextos sectoriais de intervenção dos analistas financeiros e a adaptabilidade das suas competências a diversas situações, mesmo quando se afirma a existência de um conjunto unificado de métodos e técnicas. Este nível de amplitude é o que está presente na definição adotada pela APAF no seu código de conduta:

Análise Financeira – Toda a atividade que, a título profissional, envolva a produção, avaliação ou utilização de informação económica, financeira, estatística ou outra, tendo em vista a gestão de investimentos ou patrimónios, a gestão de carteiras, o aconselhamento financeiro ou o exercício de outras atividades afins.

Analista Financeiro - Pessoa singular ou coletiva que exerça a atividade profissional de análise financeira. (APAF, 2016).

Trata-se, portanto, de uma atividade definida pelo tipo de informação em que se baseia, informação financeira, e o seu objetivo, o de apoiar a decisão de investimento. Este entendimento é partilhado também por alguns entrevistados, por exemplo:

Todo e qualquer agente de mercado que use informação financeira, relatórios e contas, balanços, balancetes e demonstrações de resultados para a partir daí tomar decisões. Todo e qualquer isso é um analista financeiro. E pode ser até a nível interno, as instituições têm analistas financeiros para tomarem decisões para elas. (EP6).

O analista financeiro seria assim um agente que estuda informação financeira para apoiar processos de decisão em contexto empresarial, seja no sector financeiro ou não, mesmo quando esse apoio não se traduz necessariamente na formulação de uma recomendação de investimento. Como se referiu no capítulo V, o analista financeiro, entendido a partir deste nível de amplitude, encontra correspondência parcial em duas ocupações definidas na CPP 2010: o analista financeiro e o consultor de investimento<sup>152</sup>. O grau de abrangência destas últimas é maior do que aquele utilizado pela APAF, em particular no caso da categoria consultor de investimento, que na CPP inclui o gestor de conta bancária, mas a definição utilizada pela associação inclui os consultores de investimento como um subconjunto dos analistas. Além disso, se ambas as definições se baseiam na descrição das tarefas associadas à análise financeira, a classificação da CPP é inerentemente ocupacional, no sentido em que se refere a uma designação formal exclusiva, não acumulável com outras, enquanto a da APAF se baseia na prática, independentemente da designação formal do cargo ocupado. Isto significa que a designação analista financeiro se pode referir a várias designações formais. Enquanto no caso do CFA Institute a figura do analista é raramente utilizada e substituída pelo mais genérico “profissional do investimento”, que inclui muitas ocupações do sector financeiro, no caso das

---

<sup>152</sup> As definições da CPP 2010 foram apresentadas na nota 139.

associações ligadas à federação europeia, a EFFAS, há um determinado grau de abrangência relativamente à várias ocupações contido na própria definição de analista, variando esse grau entre as definições utilizadas por cada país. A variação nesta abrangência está bem patente na figura VI.1 onde se reproduz a grelha relativa à definição de analista utilizada pela EFFAS para avaliar os códigos deontológicos das as associações filiadas.

**Figura VI.1 - Critérios da definição de analista financeiro nos códigos deontológicos das associações filiadas na EFFAS**

		BEL	ITA	FRA	GER	HOL	HUN	LUX	NOR	POL	POR	SWI	SPA	SWE	UKR
<b>1. Definition of a Financial Analyst</b>															
<i>The Code of Ethics has an explicit definition of financial analyst</i>		Yes	Yes	Yes	Yes	No		No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
<i>The exercise of the profession is subject to formal/legal registration</i>		No	No	Yes	No	Yes		No	No	Yes	Yes	No	No	No	
<i>The definition includes:</i>															
<b>a</b>	- those producing research reports only (eg. investment analysts)	Yes	Yes	Yes	Yes			Yes							
<b>b</b>	- the above plus portfolio managers	Yes	Yes	Yes				Yes	Yes	Yes	Yes		Yes	Yes	
<b>c</b>	- the above plus investment advisers (eg. financial planners)	Yes	Yes		Yes				Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
<b>d</b>	- the above plus brokers and intermediaries	Yes							Yes	Yes	Yes		Yes	Yes	
<b>e</b>	- any natural person whose activity can influence investment decisions in financial markets (e.g. finance managers, accountants, etc)				Yes	Yes	Yes								

FONTE: Forum Group, (2003: anexo 4)

Outro dos aspetos identificados como critério de diferenciação de amplitude das definições diz respeito ao tipo de informação produzida pelo analista. Uma definição menos genérica que a anterior centra-se na ideia de que, mesmo em contextos sectoriais diversos em que os analistas podem exercer a sua atividade, os estudos que efetuam têm por objetivo avaliar o objeto em que se centram e não apenas apoiar a decisão financeira:

O analista financeiro o que o define é a capacidade de avaliar uma empresa, um projeto, um país no sentido das contas dessa empresa ou país ou projeto de investimento e atribuir números onde eles são difíceis de atribuir. E mesmo impossíveis - mas tem de se atribuir -, fazer cenários se for preciso, atribuir probabilidades, etc. (EP10).

Como refere o mesmo entrevistado, e em ligeiro contraste com a definição mais genérica referida anteriormente, a avaliação seria o que distingue os analistas de outras ocupações que realizam estudos financeiros de apoio à decisão:

Não é uma pessoa que apenas pega nas contas - isso é um contabilista; não é um macroeconomista que analisa muito a sociedade ou o governo da sociedade, a política, a realidade do analista financeiro foca mais na empresa, no orçamento de estado se for preciso e acabar por chegar a números de *cash flows*, de custos e de evolução e atribuir ali uma quantificação e uma qualificação dum vale a pena ou não, se vale a pena até aqui e não até acolá. (EP10).

Este fator de diferenciação, o tipo de informação produzida, é também o que está na base do contraste entre, por exemplo a definição da APAF e a maior restrição da definição utilizada pela CMVM que se centra, como se viu apenas na emissão de recomendações de investimento:

Do ponto de vista legal o analista financeiro está muito colado à realização das recomendações de investimento. Agora nós chamamos analista financeiro a outro tipo de

atividades que não têm necessariamente que se traduzir na elaboração de recomendações de investimento. Operações de estudo de empresas que não cheguem ao ponto de recomendações de investimento podem já ser análise financeira do ponto de vista económico e financeiro e não do ponto de vista legal ou do mercado de capitais. (EA1).

Uma das referências utilizada como forma de delimitação ocupacional é a figura do analista fundamental de *equity* de *sell side* e a atividade de *research*. Trata-se de uma categoria que em geral corresponde a uma designação formal de ocupação específica e exclusiva, em contraste com outras ocupações em que a pertença à categoria ocupacional de analista financeiro pode ser menos visível por estar diluída em outras designações, ou diluída na realização de outras atividades que não a análise fundamental. Essa figura corresponde por um lado a um modelo do analista enquanto referência ideal, um arquétipo<sup>153</sup> e, por outro, a um subtipo de uma definição mais alargada de analista financeiro. Esta ideia está particularmente evidente no termo “analista puro” utilizado por dois dos entrevistados para se referir a estes analistas e para enfatizar que as definições que se centram na figura do *equity research analyst* fundamental são demasiado restritas:

(...) analista puro que analisa uma empresa de alto a baixo, sendo que as ferramentas clássicas são os relatórios anuais de contas, onde têm os balanços, a demonstração de resultados"(EP5).

(...) alguém que está a fazer um *research* tem alguma preocupação em conhecer as contas a empresa e a partir daí elaborar um target para a cotação; e eu acredito que o analista financeiro, embora o possa fazer, não está limitado a essa função - é alguém capaz de sair além das contas da empresa e poder perceber os impactos que fatores externos têm na empresa por exemplo. (EP9).

A referência ao *equity research analyst* é utilizada pelos entrevistados para comparação com a categoria mais genérica de analista financeiro. No caso da última citação a amplitude da definição de análise enquanto expertise é lata o suficiente para permitir uma sobreposição entre a definição de análise e analista. Noutros casos a definição é mais restrita, por exemplo, quando a análise financeira é entendida como genericamente correspondente à análise fundamental, excluindo outras metodologias. É o caso de um entrevistado, que explica que aquilo que um analista faz inclui outras metodologias além da análise financeira em sentido restrito, metodologias essas que para um dos entrevistados anteriormente citados estavam incluídas na definição de análise financeira.

Eu não disse é que um analista financeiro só faz análise financeira, complementas isso que é a tua base com outros trabalhos. Por exemplo um analista financeiro convém ler as notícias associadas ao sector que acompanha. imagina que eu avaliei uma determinada

---

<sup>153</sup> No capítulo II considerámos a história inicial do desenvolvimento da análise financeira, onde se mostrou como este arquétipo está associado ao que designámos por primeira fase de institucionalização da ocupação nos EUA e à perspectiva da análise fundamental.

ação com base nos fundamentais e aquilo me dá um preço, mas eu ando a ler os jornais e sei que os acionistas estão zangados com os outros acionistas e que querem vender (...) e vão começar a vender provavelmente vão pressionar o título para baixo. Eu tenho que tenho de ter isso em atenção para dizer aos meus investidores, aos meus clientes, epá malta cuidado o valor fundamental disto é este, mas vejam o que se está a passar aqui há notícias negativas deste lado da história. (EP6).

Neste tipo de classificação a delimitação da área de intervenção da ocupação, ou seja, aquilo que o analista faz, é mais ampla do que a delimitação da análise financeira enquanto expertise, isto é a análise enquanto corpo de conhecimento e técnica. Trata-se de uma definição em que a categoria de analista se refere primordialmente à categoria ocupacional.

Um outro tipo de classificação, de sentido inverso embora não contraditório com este último, considera que a delimitação da análise financeira inclui outras ocupações além do analista, ou, como refere um outro entrevistado a categoria de analista não é apenas uma categoria estritamente ocupacional, mas acumulável com outras designações formais de ocupação:

Acho que há a função de análise financeira e pelo que conheço não há aquele... eu não vejo muito o conceito de analistas financeiros... são pessoas que fizeram um trajeto... conheço uma pessoa que fez um trajeto semelhante ao meu: *buy side*, isto é recetor de análise financeira; depois *sell side*; não há pessoa que nasça na minha opinião segmentado para ser analista de *sell side*; também há analistas em organizações maiores analistas financeiros de *buy side*... eu, por exemplo, sou *fund manager* e sou também analista financeiro. (EP2).

A definição de analista financeiro para este profissional não tem um carácter estritamente ocupacional como nas anteriores, não se refere a uma função formalmente identificada na divisão do trabalho na organização, mas centra-se antes na expertise, ou seja, o termo analista financeiro designaria antes uma capacidade, a detenção de um conjunto de competências ou a utilização de determinadas técnicas, do que uma categoria ocupacional.

Assim, se, por um lado o analista financeiro desempenha outras atividades para além da análise financeira em sentido restrito, ou seja, *research* ou análise fundamental, por outro lado a atividade é realizada no contexto de diversas ocupações nas quais a avaliação (*valuation*) é relevante<sup>154</sup>. As situações profissionais de alguns entrevistados são coerentes com estas definições pragmáticas da ocupação no sentido em que, identificando-se com uma designação

---

<sup>154</sup> As situações profissionais destes três entrevistados são úteis para a interpretação das suas definições. Um deles (EP6) é designado no quadro da organização a que pertence como analista financeiro (*equity research analyst*). Os outros dois entrevistados referidos não se definem primariamente ou apenas como analistas financeiros – um é gestor de conta (EP9) e outro é *fund manager* (EP2) –, mas consideram que além dessa ocupação principal são também analistas financeiros.

resultante de uma outra atividade principal, consideram-se também analistas financeiros por essa ser uma componente adicional do seu trabalho<sup>155</sup>.

A delimitação ocupacional baseada na expertise pode ainda de estar relacionada com competências ou até mesmo qualificações formais. É o caso de um entrevistado que refere que a classificação de analista financeiro se refere não à ocupação, mas ao conjunto de competências ou às qualificações formais.

Idealmente o gestor de carteiras deveria ser um analista financeiro. Agora muitas vezes temos ali um analista financeiro que pode até não ter o registo na CMVM, mas que não deixa pela sua experiência e pelas posições que foi adquirindo ao longo do tempo de ter essa base de conhecimentos que podemos denominar o analista financeiro com "A" grande embora não conste da lista da CMVM. (EC5).

Eu nunca me apresentaria com analista financeira. Não sou uma pessoa credenciada para exercer as funções de analista financeiro. (EC1).

Um dos aspetos importantes evocados pelo último entrevistado é o do papel das definições formais nas representações identitárias dos analistas. A forma como os profissionais se vêem a si próprios como fazendo parte de um grupo distinto de outros grupos ocupacionais depende do tipo de delimitações que podem ser legitimamente utilizadas. Assim, se as categorias utilizadas pelas organizações representativas dos analistas financeiros como o CFA Institute ou a APAF/EFFAS ao se referirem a múltiplas designações ocupacionais formais, intervêm no sentido de uma delimitação alargada da identidade de analista, a última citação sugere que as delimitações mais restritas podem limitar a eficácia das anteriores no que respeita às possibilidades dos profissionais se autoidentificarem com a categoria de analista financeiro.

## **6.2. Papel do analista financeiro**

Uma segunda dimensão que aqui se pretende caracterizar enquanto elemento constitutivo das culturas de expertise na análise financeira é a do papel do analista, entendendo-se por papel o conjunto de normas que definem expectativas relativamente à ocupação. Conforme se referiu no capítulo IV um dos aspetos centrais que é evocado a propósito da constituição de um espaço autorizado de intervenção exclusivamente dos analistas, ou, por outras palavras, um domínio jurisdicional, é a separação entre o domínio dos profissionais qualificados e dos leigos, em particular no caso da intervenção no espaço mediático ligado aos mercados financeiros. Esse problema estava já identificado na descrição da primeira fase de

---

<sup>155</sup> O que como vimos comporta também diferentes amplitudes consoante o sentido da expressão “análise financeira.”

institucionalização da análise fundamental nos EUA que foi feita no capítulo II, evidenciando como esse processo esteve associado à afirmação de uma ideologia profissional centrada na afirmação da independência e credibilidade das opiniões dos analistas face a outros atores em disputa pelo espaço do aconselhamento e previsão nos mercados financeiros. A análise documental e a análise das entrevistas vieram confirmar esses dois aspetos como dois elementos comumente utilizados para estabelecer a distinção entre analistas e outros atores sociais, sejam eles investidores particulares que tomam decisões por si próprios ou outros atores envolvidos no domínio geral da opinião de investimento.

A preocupação analítica que preside a esta secção é a de registar simultaneamente elementos de diferenciação, elementos relativos às fronteiras entre analistas e outros profissionais, e de integração, formas de justificação (Boltanski & Thévenot, 2006) da ocupação de analista face a possíveis ordens de valores<sup>156</sup>. Pretende-se, assim, considerar duas questões orientadoras: a) que atributos do papel dos analistas são delimitadores da ocupação, ou seja, relativos aquilo que é legítimo que um analista execute e aquilo que é do domínio de outras jurisdições ocupacionais ou outros campos de saberes; b) como se justifica a ocupação e atividade face ao ambiente externo, incluindo a sua utilidade para uma potencial clientela ou mesmo face à sociedade em geral.

A secção está organizada de acordo com uma distinção entre duas ordens de fatores na definição do papel do analista: a relação dos analistas e os principais tipos de atores face aos quais se podem construir expectativas ocupacionais, os clientes e empregadores; o papel face aos mercados e sociedade em geral.

### **6.2.1. Papel face à organização: divisão do trabalho e utilidade**

Do ponto de vista interno, ou seja, o da utilidade do analista para a organização em que trabalha, foram identificados dois tópicos principais: a justificação do lugar da análise financeira na divisão do trabalho financeiro; a afirmação da utilidade da análise para o negócio da organização. É importante ter em conta que, tal como se verificou a propósito do mercado de trabalho (ver capítulo V) existem grandes diferenças entre analistas nestes pontos, que resultam de variáveis organizacionais, como o tipo de clientes ou a autonomia das unidades

---

<sup>156</sup> Embora não sigamos aqui a tipologia de Boltanski & Thévenot (2006) a discussão sobre a forma principal de legitimação (benefício público/ mercado) que se referida no capítulo II a partir de Muzio et al. (2011) é remanescente das ordens de justificação cívica e de mercado propostas pelos autores.

responsáveis pela análise financeira, variáveis essas que, por sua vez, estão associadas a diferenças na dimensão das organizações. A própria especificidade dos papéis dos analistas (a que expectativas respondem) face a outros profissionais da mesma organização é um dos aspetos importantes dessa diferença de dimensão entre organizações.

Um primeiro tipo de argumentos recolhido relativamente à função de analista financeiro no quadro de um sistema de divisão de trabalho especializado diferencia entre as várias ocupações no que respeita às solicitações específicas, quer do ponto de vista do que tem de ser observado, quer acerca da temporalidade dessas solicitações. Se estas atribuições variam com o tipo de definição de analista que os entrevistados manifestam, pelos motivos descritos no parágrafo anterior, ainda assim é possível identificar um padrão comum na utilização de expressões relacionadas com o conhecimento. Assim, o analista tem de "estudar", "conhecer", "perceber", "reunir informação". Em alguns casos essa distinção do analista no quadro da organização realiza-se enfatizando a atenção ao detalhe e especialização num sector ou num título financeiro, enquanto noutros se sublinha a transversalidade e capacidade de visão de conjunto sobre o mercado. Além disso, a diferentes tipos de analistas, em particular segundo a amplitude do seu objeto de análise e especialização organizacional, correspondem, ora funções de recolha e análise de informação, ora de comunicação de informação.

Alguns entrevistados, que consideram uma definição mais restrita de analista, correspondente ao *research analyst*, salientam a especificidade dos analistas financeiros como estudiosos do detalhe, em relativo isolamento e em produzindo de acordo com temporalidades mais longas:

O analista é mais um bicho fechado, que está ali escondido atrás do monitor, e a lamber papel. (EP5).

O analista não tem que decidir, o analista é o que eu chamo um rato de gabinete, é uma pessoa mais pausada com um biorritmo mais baixo, trabalha num registo mais normal, o *trader* é em ansiedade, mas tem que ter muita atenção ao detalhe, muito rigoroso e sobretudo muito atento aquilo que é importante, tem que ser uma pessoa que vasculhe, que vá lá esgravatar. (EP1).

Esta ideia do estudioso do detalhe coexiste com outra, de sentido contrário, de que o analista deve ter um conhecimento transversal, o que não quer dizer necessariamente genérico. Esta transversalidade, no caso dos *research analysts* refere-se à visão de conjunto sobre um sector de atividade, que permite estabelecer comparações entre empresas ou estar a par de variáveis que afetem todo o sector. Mas a transversalidade é evocada particularmente quando ser referem as funções de comunicação da análise financeira:

A grande diferença é o gosto e a necessidade e perseverança de ir estudar ao detalhe, porque um *sales* é muito genérico, um corretor também é genérico e aqui não, é preciso ir ao detalhe porque reunimos com muitos investidores institucionais portugueses

estrangeiros e cada um faz perguntas diferentes e quase que a pessoa tem de ter um grande *know how* transversal e detalhado. (EP2).

No caso de analistas de mercado, ao contrário dos *research analysts*, é precisamente a transversalidade que os distingue de outros profissionais na organização:

Creio que o analista financeiro é aquele que está de alguma forma habilitado de uma forma genérica a falar um bocado sobre tudo o que diz respeito aos mercados. A ideia é estarmos preparados para perceber o reflexo que um qualquer evento tem sobre um outro ativo, qualquer cativo. (EP9).

Um outro elemento importante do papel do analista face à organização é o da sua utilidade para o negócio. Se no caso anterior se trata sobretudo de argumentos que justificam a ocupação do ponto de vista da organização funcional, aqui trata-se do ponto de vista da contribuição da ocupação para os objetivos das organizações. No caso do *buy side* a análise financeira contribui diretamente enquanto ferramenta de decisão de investimento, seja por via de analistas que trabalhem em equipas de gestão de fundos ou quando a competência de gestão e análise coexistem na mesma pessoa. Já no caso do *sell side* o destinatário da análise não é a própria organização, mas os seus clientes, pelo que as expectativas em torno da função, ou as representações sobre a sua utilidade, recorrem a argumentos diferentes. Todos os entrevistados que abordaram esta questão referem a este propósito o papel do analista como “comercial”, isto é, como fator impulsionador do negócio de corretagem por via das vantagens que podem providenciar aos seus clientes. Ao contratar um serviço de corretagem, os clientes obtêm por vezes como vantagem a subscrição de um serviço de análise financeira, mas o aspeto realçado pelos entrevistados não é tanto a contribuição da análise financeira como fator de influência na escolha do serviço de corretagem, mas a sua contribuição como elemento de motivação para a realização de transações.

É um meio para os bancos e corretores fazerem negócio, uma ferramenta, o corretor chega ao telefone e fala: olhe, diga-me coisas... tenho aqui um dinheiro para investir e tal, que me sugere? Olhe há aqui um *research*... e o que é um *research*? Um conselho que aconselha a comprar a empresa tal... sim, mas porquê? Com base na razão a,b,c ... hum as razões são boas... então o cliente pode ou não comprar, se o cliente comprar, compra, paga uma comissão - e esse é o grande objetivo do *research*, é um impulsionador de negócios e gerar comissões para a casa... é o grande objetivo do *research*. (EP5).

No sector de *sell side*, esse elemento de motivação é referido seja a propósito da análise fundamental de *equity* como na análise de mercado ou na análise técnica, tanto a propósito de investidores particulares como institucionais. Neste sentido e isso cruza-se, como se irá verificar, com as competências que se espera de um analista, a análise produz uma ideia que depois tem de ser apresentada de forma convincente: “Eu fazia o *research* e depois ia para a sala de mercados defender o *research*, vender o *research*, vender a clientes, (...) Vender a ideia, vender uma ideia.” (EP5). Mais uma vez a importância da componente que alguns entrevistados

designam como "comercial" da análise financeira face à atividade principal do analista prende-se com a dimensão da organização e o respetivo grau de especialização funcional:

Hoje em Portugal o analista assume muito um papel também de comercial, somos um mercado pequeno, também fala com os gestores de fundos, etc. Em certos mercados a função está tão especializada que eles quase tentam é transmitir isso a equipas de vendas também especializadas que só fazem vendas de sector e esses é que falam com os clientes. (EP7).

Estes dois elementos do papel do analista face à organização, o analista como estudioso ou como comercial, podem ser entendidos como estando em alguma tensão um com o outro. Um dos entrevistados refere a necessidade de conciliação desses dois elementos de forma satisfatória, referindo os riscos da prevalência de um ou outro elemento:

Há pessoas que têm tendência a valorizar mais a parte comercial do que o trabalho propriamente analítico. Eu não, há muita banha da cobra de coisas de peças que não valem nada. Relatórios que podem estar muito bem escritos e serem muito... uma coisa é séria, tem que ter um *call to action*. Se não for dirigido à ação não chega lá. Se é um trabalho académico é um trabalho de investigação e fica na universidade e não sai. Tem que ser chamativo nesse aspeto, agora não pode ser comercial em excesso. (EP1)

### **6.2.2. Papel face aos clientes: rentabilidade e reflexão**

O papel do analista face aos clientes refere-se às formas de justificação da atividade através da resposta a solicitações dos clientes, o que por sua vez corresponde também a um conjunto de expectativas que podem ser formuladas relativamente à função da atividade.

Tendo em conta os vários elementos que foram sendo apresentados relativamente à emergência da análise financeira no capítulo II, não surpreende que todos os entrevistados de alguma forma evoquem a promoção da rentabilidade dos investimentos como uma das funções da análise financeira. Contudo, tratando-se da avaliação de valor projetado para o futuro em contexto de elevada incerteza, esse critério de rentabilidade é considerado como um objetivo ideal, desvalorizado em função de outros critérios mais intermédios de utilidade para o cliente, que se justificam com recurso a outras ordens normativas que não necessariamente a rentabilidade e que estão intimamente associados a ideais profissionais como a qualificação ou a especialidade, a independência ou a credibilidade, conforme se verá nas secções seguintes.

Assim, é na prestação de informação fundamentada para auxílio à tomada de decisão que se centram os argumentos de utilidade para o cliente. Alguns argumentos a este nível apoiam-se na ideia de complexidade dos mercados face à qual é necessário que existam especialistas focados que complementem a impossibilidade de os investidores estarem atentos a tudo o que é importante:

Os gestores de fundos acabam por ter muito conhecimento das empresas em que investem, é a função deles, mas acabam por não ter muita disponibilidade para estar a seguir tudo o que acontece (EP7).

A utilidade da análise financeira é também considerada pelos entrevistados a partir do tipo de destinatários em causa. Parte da atividade do analista é a produção de informação escrita, como relatórios de análise financeira ou resumos de informação de divulgação diária. Contudo, todos os analistas entrevistados têm contacto com clientes particulares ou institucionais, dependendo do tipo de instituição a que pertencem e o respetivo direcionamento comercial. Por vezes este papel de suporte à decisão implica alguma interatividade com os clientes. Quando se referem à interação com clientes institucionais nos quais o interlocutor é, frequentemente, um gestor de carteira em que ele próprio, ou a sua equipa podem realizar funções de analista de *buy side*, os entrevistados sublinham uma dimensão reflexiva:

Entre os analistas e os gestores de fundos há um pouco de discussão no bom sentido porque ele acha uma coisa e o analista acha outra e discute-se embora o gestor de fundo é que toma a decisão do que é que há de fazer (...) Se emito um relatório é um pouco a minha função ligar aos principais clientes e perguntar então tás bom viste o relatório que emiti ontem, tens alguma dúvida, precisas de algumas coisa, alguns até dizem não tive tempo mas queres já chamar a atenção a 2 ou 3 pontos e eu digo olha na página tal está um gráfico sobre isto, vê isso que é interessante (EP7).

Nós temos as revisões em alta e em baixa e há analistas que se enganam redondamente, mas mesmo um analista que se engana redondamente eu não vou excluí-lo da lista, qual é o pensamento que existia naquela altura... mais isso... não é aquele que acerta, porque pode haver imponderáveis... (EP2)

Essa dimensão reflexiva no caso dos clientes particulares é mais direcionada para a contenção de decisões precipitadas ou de manutenção dos investimentos do cliente dentro daquilo que é considerado o seu perfil de risco:

Então, isto era muito bom a 7, a 6 e a 5, agora a 4 está cheio de medo não, agora vamos comprar... e basta dizeres isto a um cliente e ele... alto e para o baile. epá obrigado, ainda bem que disse isso, e na hora percebem a estupidez que estão a fazer. E é para isso que também cá estamos (EP4).

Neste sentido, os analistas são representados por vezes também como moderadores da irracionalidade e estabilizadores das decisões de investimento, aspetos mais notórios no tipo de justificações relacionadas com a ideologia profissional e que surgem associados ao papel dos analistas face aos mercados.

Importa ainda sublinhar uma distinção relativa à preponderância de um critério de reflexão ou de rentabilidade de acordo com o quadro no qual o analista realiza a suas funções. Esta distinção está parcialmente contida na própria distinção que a legislação faz entre o consultor de investimento e o analista financeiro, na medida em que o último faz recomendações públicas. A distinção entre recomendações públicas, que podem não ter um destinatário específico e recomendações não públicas, tem consequências para a preponderância do critério da rentabilidade ou da reflexão.

No caso do *sell side* e em particular no que respeita aos *equity research analysts*, uma das formas como essa inclinação para um ou outro critério pode ser considerada é na importância que é concedida à previsão de preço em si, ou seja o *price target*, em comparação com os outros elementos da recomendação. A valorização da dimensão reflexiva procura também distinguir entre as opiniões ilegítimas, por não terem preocupações analíticas, e as opiniões legítimas, por serem fundamentadas e cuja credibilidade assenta essencialmente na análise e não na recomendação.

Não é mandar para o ar, não tenho uma bola de cristal a dizer que amanhã o BCP vai subir 5%, não faço a mais pálida ideia. Se soubesse se calhar não era... adoro o que faço mas se calhar não era analista de *equity research*. (...) não sou o professor Karamba, não mando para o ar para ver se acerto. Aliás a ideia aqui não é fazer futurologia é baseado em dados que saem, INE, Banco de Portugal, BCE. (EP6).

Eu acho que produzir *price targets* não é uma exigência até porque no fim-do-dia até é o que menos interessa, o preço. (EP7).

Já no quadro das funções de analista *buy side*, em que o analista contribui com a sua opinião para a tomada de uma decisão de investimento da sua própria organização ou da sua equipa, seja esta uma equipa de gestão de fundos ou de outro tipo de patrimónios, ou no quadro de funções como gestor de fundos em que o próprio faz análise financeira e toma decisões de investimento, a dimensão da rentabilidade tem necessariamente um peso adicional.

Um dos aspetos em que é visível essa distinção é o da componente variável da remuneração que estes profissionais podem auferir. No caso dos analistas que fazem recomendações públicas, essa componente, cujo critério de cálculo como vimos no capítulo IV é legalmente obrigatório divulgar, está relacionada com a performance financeira da instituição ou do segmento da organização ligado à corretagem. Já no caso do *buy side*, a remuneração variável é tipicamente indexada à performance financeira dos ativos geridos, ou pelo menos existem objetivos de performance financeira que é necessário cumprir. Num caso, a legislação e os incentivos estruturais (Abolafia, 2001) estão orientados para uma separação entre a opinião do analista e a performance financeira resultante dessa sua opinião, enquanto que no outro caso esses incentivos procuram maximizar o compromisso do profissional com a performance financeira dos títulos que analisa. Uma situação diferente destas é a dos profissionais que no *sell side* fazem recomendações a clientes específicos, alguns dos quais podem inclusivamente efetuar transações a seu pedido. Há três entrevistados que cabem nesta categoria e cujas funções como analistas acumulam com outras funções, como gestor de conta (EP9), corretor (EP5) ou *sales trader* (EP4). Tal como no *buy side*, apesar de não haver o mesmo tipo de incentivo estrutural através da remuneração, a dimensão da rentabilidade parece ter um peso maior como

fator de justificação da utilidade da ocupação face aos clientes por comparação com os analistas que fazem apenas recomendações públicas.

Depois de se sublinhar esta diferenciação de preponderância entre o critério de rentabilidade e reflexão de acordo com o quadro funcional importa ter em consideração que se trata de uma distinção relevante apenas em termos comparativos. Significa isto que existem em todos os casos elementos de ambos os critérios. Assim, no que respeita os analistas *buy side* ou ocupações como gestores de fundos, apesar da indexação da remuneração ou da existência de objetivos mínimos de performance financeira, há uma separação elementar entre a reputação do analista e os seus resultados que permite manter, mesmo nestes casos em que os incentivos estruturais e regras institucionais (Abolafia, 2001) se inclinam comparativamente para o critério da rentabilidade, alguma autonomia face aos resultados:

Temos objetivos contra índices de referência. O meu objetivo é fazer melhor que o índice de referência, que seja melhor que um ETF. O objetivo é a médio longo prazo criar muito mais valor para o subscritor do que um ETF. É por isso que nós temos comissões de gestão e tudo mais. E isso é algo que nos fundos nacionais tem sucedido e ainda bem. Mas nós não nos comprometemos com nada, ou seja isto é o que nós queremos, é o bom nome e é por isso que ganhamos prémios de gestão e tudo o mais. Mas não existe um compromisso. Nem de nós nem de ninguém. Existem fundos que têm objetivos específicos, o tipo de fundos que eu estou a falar não tem esse tipo de características. (EP8)

Em sentido contrário no que respeita aos analistas de *sell side* que fazem recomendações públicas, apesar de se sublinhar mais a dimensão reflexiva, existe a noção de que externamente, e não tanto a nível da organização<sup>157</sup>, um analista também é avaliado pela sua capacidade de previsão. Um exemplo desta avaliação externa é a existência, em Portugal, de prémios anuais<sup>158</sup> que visam premiar o melhor analista na base da sua capacidade previsão.

---

<sup>157</sup> É evidente que o critério da rentabilidade é, fora de certos limites, absolutamente primordial, ou seja, mesmo no caso dos *equity research analysts* há expectativas mínimas relativas à correção das previsões. Trata-se aqui de sublinhar distinções que são relativas e não absolutas.

<sup>158</sup> Referimo-nos ao prémio Investor Relations & Governance Awards (IRG Awards). Este prémio, criado em 1987, passou desde o início da década de 2000 a considerar o “melhor analista financeiro” como uma das categorias premiadas. Estas categorias que são revistas anualmente – e que incluem, por exemplo, a melhor casa de *research*, o melhor relatório de contas, o melhor *investor relations* ou o investidor do ano – têm, desde 2011, passado a premiar o melhor analista de mercado e não o melhor analista financeiro, o que pode estar relacionado com um maior direcionamento do mercado de aconselhamento financeiro *sell side* na direção da análise de mercado por oposição à análise fundamental de empresas, tendência referida por um dos entrevistados (MIL) e, provavelmente, num futuro próximo, sujeito a influência, como se referiu no capítulo anterior, do impacto da DMIF II.

Além disto, é importante notar que, caracterizando-se a atividade do analista *sell side*, especialmente nos casos em que contacta também com clientes, por um risco de incumprimento das expectativas do resultado do investimento e consequentes perdas financeiras para estes, a existência de um critério de reflexão nos termos em que foi acima descrito, funciona como um elemento de moderação da reação de responsabilização do analista e perda de confiança por parte de clientes insatisfeitos. Por outras palavras, mesmo nos casos em que comparativamente pode haver maior ênfase na rentabilidade, a relação dos analistas com os clientes tem sempre uma dimensão de não envolvimento em que o processo (a análise) é separado dos resultados, e o cliente é responsável pela sua decisão final.

### **6.2.3. Papel face aos mercados e sociedade: rentabilidade, eficiência de mercado e desenvolvimento económico**

Neste ponto considera-se uma terceira dimensão de justificação da análise financeira, onde se analisam os argumentos que procuram justificar a ocupação além das necessidades da organização e dos clientes, em direção ao exterior. Pretendem-se incluir os argumentos que são invocados para referir expectativas relativas ao papel dos analistas no quadro dos mercados financeiros, da economia e da sociedade em geral.

O primeiro aspecto a destacar neste ponto decorre do que se referiu relativamente aos benefícios que a análise financeira providencia a clientes. Este argumento sublinha as consequências positivas de maiores rentabilidades dos investimentos, recorrendo a uma imagem comum de justificação funcional dos mercados financeiros, a de mecanismo de transmissão de capital entre a poupança e o investimento na economia real:

O objetivo último de um analista é recomendar bons investimentos. Se forem bons investimentos produzem rentabilidade. Produzindo boa rentabilidade atrai mais capital. Esse capital que é atraído em princípio são poupanças que estão noutros sítios que são canalizadas para esses investimentos e por sua vez voltam a financiar a economia, portanto eu quando recebo aqui dinheiro para gerir vou comprar ações ou obrigações que voltam a financiar a economia e quanto melhores recomendações eu tiver, mais rentabilidade eu produzo, mais capital eu atraio, mais consigo financiar outra vez a economia. É uma espiral positiva. (EP3).

Os outros tipos identificados a este nível relacionam-se menos com os dois pontos anteriores e focam-se em dimensões do papel do analista que lhe são mais exclusivas. Se o argumento da rentabilidade é passível de ser invocado relativamente a várias ocupações ligadas aos investimentos financeiros, os tipos seguintes são mais centrados nos analistas. Parte dos argumentos centram-se nos efeitos esperados da atividade sobre os investidores e outra parte nos efeitos sobre os emitentes.

Um outro tipo de representações sobre o papel dos analistas face aos mercados centra-se nos efeitos da análise financeira sobre as expectativas de evolução de preços dos investidores. Os argumentos referidos pelos entrevistados são próximos dos referidos a propósito da emergência da análise fundamental no capítulo II pelos seus proponentes. Correspondem genericamente à ideia de que os analistas produzem informação fundamentada<sup>159</sup> e assume que os investidores tomam decisões com base nessa informação ou pelo menos refletem sobre ela, fazendo globalmente melhores investimentos, ou seja, criando expectativas mais aproximadas do valor futuro dos ativos. As seguintes citações expressam bem esta ideia de informação fundamentada:

Os investidores terem acesso a essas opiniões e poderem formar a sua própria opinião bem informados, porque existem muitos analistas a seguir esta empresa e são bem formados e têm opiniões sólidas e o investidor tem acesso a elas e adequar aos seus objetivos de investimento e tomar uma decisão bem fundamentada (EP10).

Essa mais-valia de ser educativo e no mercado português em que as operações têm sido cada vez mais complexas, tivemos aumentos de capital, por exemplo, com pagamentos de dividendos a meio... é complicado para nós quanto mais para um pequeno investidor que não consegue perceber o que aconteceu à carteira e essa ajuda que é dada por determinados analistas (EJ2).

Conhecer a opinião destes analistas que dedicam tempo e acompanham de perto os ativos sobre a posição de potencial futuro porque repare os gestores têm uma conversa, têm uma perspetiva, os auditores fazem apreciações sobre o presente e o passado, também fazem uma apreciação sobre aquilo que é uma visão do futuro do próprio management mas estão mais preocupados com a realidade que se descreve e o passado que se registou enquanto que o analista financeiro tem uma perspetiva *forward thinking*, acreditando que e também cheirando sobre aquilo que lhe dizem que é a realidade da empresa e perdem tempo a fazer isto e de uma forma independente supostamente dão conselhos, é fundamental, é um bem público (EC4).

Se está a investir na empresa x ou na empresa y precisa de uma avaliação feita por alguém que perceba e tenha conhecimentos para isso e seja mais ou menos independente. O analista financeiro é uma das funções principais para os mercados financeiros desse ponto de vista. Cada vez há mais informação, aliás uma das regras fundamentais é não fique pela análise de um analista veja mais do que um antes de fazer os seus investimentos. (EC2).

A perspetiva deste último entrevistado remete também para a ideia de que, além dos benefícios da informação fundamentada existem também benefícios na própria proliferação de avaliações diversas. O facto de os investidores terem acesso a opiniões diferentes e até de sentido contrário contribuiria para alguma moderação das suas expectativas:

---

<sup>159</sup> Fundamentada aqui significa apenas que tem por base argumentos verificáveis quer se trate de análise fundamental ou não, mesmo quando alguns entrevistados referem as diferenças de qualidade entre estes.

(...) equilibram o mercado na medida em que entre os mais otimistas e os mais pessimistas a verdade há de estar ali algures no meio. (EP6).

Estão sempre a enganar-se. Só que estes enganos podem evitar desvios para cima e para baixo (EP5).

A relevância destas apreciações não reside aqui no facto de exemplificarem um discurso típico de justificação profissional assente na ideia de expertise exclusiva (aspeto que é tratado autonomamente neste capítulo), mas no facto de relacionarem essa superior competência com a promoção de decisões de investimento que resultam em preços de mercado mais estáveis. O papel da análise financeira e dos seus praticantes está assim ligado à ideia de eficiência informativa, quer dizer, de promoção da circulação de toda a informação relevante para a tomada de decisão. Este segundo passo da argumentação está bem patente no que referem alguns entrevistados:

Eu diria que a função tem a ver com o bom funcionamento dos mercados, como dizia um colega meu brincando servir um bocado de farol dos mercados (risos). Mas acho que a ideia é essa, tentar que haja mais difusão da informação, o nosso papel não é difundir, mas que haja melhor interpretação da informação (EP7).

Eu creio que os mercados se tornam mais eficientes com este tipo de análise, que em existindo, as decisões que daqui resultam tornam o mercado mais eficiente. A decisão de investimento é menos especulativa e mais fundamentada. (EP9).

A opinião fundamentada não significa para alguns entrevistados que haja necessariamente um valor "correto" dos ativos para além do preço de mercado, distinção patente nesta última citação. A diversidade de opiniões que referimos antes, mesmo implicando divergências entre as avaliações e os preços verificados, é tomada como um fator de promoção da eficiência informativa, especialmente num contexto de competição entre analistas. Esta ideia está bem expressa na distinção que um dos entrevistados faz entre o financiamento bancário e o financiamento nos mercados de capitais:

(...) uma economia em que os departamentos ficam mais dependentes de departamentos de crédito de bancos, estruturas um bocado mais hierárquicas e em que as decisões de investimento não são tomadas da mesma maneira... não são com base numa concorrência e competição de opiniões técnicas fundamentadas e independentes. (...) os investimentos vivem muito do acesso ao crédito e uma empresa que queira investir pede crédito a um banco e se decide optar por um sector ou empresa porque decidiu e não porque essa decisão resultou dum debate alargado e público e informado - que é o tipo de análise financeira que pode ser proporcionada por uma análise, independente e aberta, acessível e pública é essa a opinião que tenho no papel da análise financeira na sociedade. (EP10).

A eficiência informativa seria assim o resultado da organização nos mercados de capitais de um sistema de concorrência de opiniões:

Quanto mais opiniões independentes e bem formadas existirem em concorrência, um mercado de opiniões independentes melhor, só daí o mercado formará, com base nessas opiniões públicas, o mercado formará os preços com base nessas opiniões ou não, de uma forma mais eficiente (EP10).

A distinção sublinhada aqui das avaliações dos analistas como "opiniões públicas", que se aplica por definição exclusivamente ao caso do *sell side*, destaca os critérios de avaliação como transparentes<sup>160</sup>, ou seja, acessíveis a partir do exterior, verificáveis no mesmo sentido, por exemplo, em que os argumentos científicos podem ser falsificáveis.

Verifica-se assim que as concepções sobre eficiência informativa são centrais nas descrições sobre o papel dos analistas nos mercados financeiros, como sublinham as seguintes citações:

Os analistas permitem uma maior fluidez, funcionam como que o óleo desta engrenagem, permitem que esta informação vá fluindo com grande segurança para toda a gente ou para muita gente o mais rapidamente possível.(EC3).

[os analistas] são pessoas que permitem uma maior eficiência do mercado no sentido em que aceleram a tomada de decisão e aceleram de uma forma que permite a quem toma a decisão ter um leque de dados mais amplo e razoável. (EP6).

Estas concepções sobre eficiência informativa estão por sua vez estão ancoradas em concepções sobre o funcionamento dos mercados e o seu papel na sociedade. De forma mais ou menos explícita, esse "último passo" do argumento genericamente empregue por todos os entrevistados que faz a ligação entre a ocupação e uma ordem legítima, (veja-se por exemplo a ideia referida atrás de análise financeira como "bem público "(EC4)) efetua-se mediante a ideia de que a eficiência informativa permite uma melhor alocação de recursos:

Permite à economia crescer mais... e o cliente individual vai ser melhor aconselhado e por haver melhor aconselhamento e todos beneficiam... a sociedade e a economia. A tal questão da alocação eficiente dos recursos. (EP10).

Um dos entrevistados efetua toda a sua argumentação entre a "opinião fundamentada" e "alocação eficiente de recursos" da seguinte forma:

Se eu preparo a minha informação financeira e digo que o resultado é 50 e esse vai ser o parâmetro que todos os intervenientes que vão usar aquela informação vão tomar como base para as suas decisões. Se aquele número não corresponder a uma tendência de longo prazo isto vai levar a decisões erradas com custos e repercussões sociais. Quando há erros deste tipo isso gera repercussões ou porque cria descrédito nas instituições ou porque leva a decisões de investimento que não são ótimas. Os analistas financeiros têm responsabilidade, aquilo que eles dizem não é apenas para consumo interno da própria pessoa mas é para o exterior. Um dos livros que iniciei a leitura agora há dias é exatamente sobre a importância da finança para o crescimento e para o desenvolvimento das sociedades. O autor desmonta um bocado aquela ideia de que este mundo está mau porque as finanças, enfim, se não houvesse finanças e sistemas financeiros com todos os problemas que eles possam ter por falta de regulação aqui e excesso de regulação acolá etc., não havia o desenvolvimento que temos hoje. Os analistas fazem parte desse processo. (EC5).

---

<sup>160</sup> Este tema da independência e informação pública é também tratado autonomamente.

Existe, como se viu, um consenso substantivo relativamente ao principal argumento de justificação do papel dos analistas face aos mercados e à sociedade. Este argumento parte de uma função de promoção da transparência nos mercados e, portanto, de maior difusão da informação relevante, aludindo a uma conseqüente melhor alocação dos recursos no quadro na atividade económica em geral, para afirmar uma função benéfica para sociedade em geral:

(...) é através do mercado que se conseguem meios de financiamento para as empresas, para as famílias etc., por sua vez o mercado para desempenhar esta função de instrumento fundamental na economia tem de funcionar de um modo regular, transparente, equitativo, etc. (EA1).

Outra dimensão a partir da qual se pode considerar as representações sobre o papel da análise e analistas face aos mercados e sociedade são os efeitos sobre os emitentes. Esta dimensão enquadra-se bem nas questões tratadas pela literatura sobre controlo empresarial que se referiu no capítulo I. Nesse capítulo referiu-se que a ascensão do poder dos departamentos financeiros das empresas e adoção por parte das empresas cotadas de grelhas de monitorização do negócio consonantes com os critérios de avaliação dos analistas (Fligstein & Shin, 2005), contribuíram para que os analistas passassem a ser destinatários, e para autores como Zuckerman (1999) a audiência principal, das ações dos gestores de empresas. Em alinhamento com este conjunto de literatura que considera o papel dos analistas enquanto críticos, os argumentos dos entrevistados descrevem uma relação reflexiva em que, por um lado os emitentes (de ações nos casos referidos pelos entrevistados) produzem informação financeira com um determinado ponto de vista, que cabe aos analistas verificar criticamente e, em sentido inverso, eles próprios acolhem ou refletem sobre os pontos de vista dos analistas a propósito das decisões da empresa<sup>161</sup>.

Neste sentido, alguns entrevistados referem uma função de fiscalização das contas das empresas, não no sentido específico do termo que corresponderia a outras ocupações ligadas à contabilidade e auditoria, mas em termos de perspetivas de valorização da empresa no futuro, seja pela atenção às decisões de gestão ou mesmo a práticas fraudulentas. Este último aspeto poderá ter ganho algum peso no discurso dos entrevistados devido ao facto de o período em que foram conduzidas as entrevistas coincidir com a descoberta de fraudes em grandes empresas portuguesas:

Depois de anos em que tivemos casos um bocadinho dramáticos em produtos não tão complexos como o mercado acionista ou o mercado obrigacionista ou os mercados... em

---

<sup>161</sup> Em oposição a esta ideia emergem também constrangimentos desta relação. Este tópico é referido na secção seguinte.

que percebemos que produtos seguros afinal não o eram - acho que é vital que exista uma boa informação. (EJ1).

Se nós formos verificar mesmo o que aconteceu em Portugal em que a economia teve bastantes danos de credibilidade e de confiança nas próprias empresas e nos próprios gestores nós verificamos o quanto é importante termos analistas financeiros. (EP8).

Os analistas financeiros funcionam como sinais de alerta ou seja vão dando avisos, para já são pessoas atentas e portanto são fiscais, mas são fiscais ainda que regulados são fiscais privados, e vão dando os seus sinais de alerta ou de confiança e portanto vão avisando se há confiança de que estes tipos continuam a ter grandes ideias e continuam a ser um sítio bom para investir ou esta é uma empresa que nos últimos tempos não tem tido as mesmas ideias que lhes permitam ser competitivos no mercado. (EC3).

Mas se de alguma forma as empresas entendem os investidores e os analistas financeiros como uma audiência a convencer, como refere Zuckerman (1999), desenvolvendo práticas de comunicação nesse sentido, caberia aos analistas a função de neutralizar esses "filtros", como se refere um entrevistado:

Estas empresas maiores têm obviamente uma política de tomada de decisão e de passagem de informação bem gerida. Têm departamentos de marketing, de comunicação, o próprio Investor Relations. Portanto a mensagem que te chega é uma mensagem já filtrada, em bom rigor bem moldada. Não deixa de ser verdade. Obviamente se eles estiverem a vender uma imagem de que vão vender x daqui a 2 anos tu tens que ter espírito crítico sobre aquilo. (EP6).

Desta forma, a ação dos analistas produziria um efeito dissuasor de más práticas de gestão e, nesse sentido, seria um fator de promoção da solidez das empresas e fator de desenvolvimento económico:

Hoje em dia verifica-se que o analista financeiro é importante porque faz com que o rigor da análise das empresas vá para outro patamar e isso contribui para que exista uma maior transparência e uma maior credibilidade na economia por exemplo. Nos EUA nós verificamos que isso é bastante importante. É uma economia bastante capitalista, é uma economia sofisticada e com bastante riqueza porque também existe um grande rigor na análise financeira. (EP8).

Um dos entrevistados, tendo o cuidado de moderar a ideia de influência das recomendações dos analistas sobre as empresas, ainda assim refere a sua utilidade para os emitentes e os seus *stakeholders*:

(...) eventualmente a própria empresa porque a empresa como é óbvio não vai tomar decisões com base no que um analista escreve, era o que faltava. São muito bem remunerados e têm uma capacidade sobretudo de experiência a maioria das pessoas que estão no topo das empresas para tomarem as suas decisões e terem planos estratégicos, mas o conjunto de opiniões desses analistas pode fazer algum sentido para a própria empresa: estes tipos estão aqui a falar deste tema, vamos olhar um bocadinho mais em detalhe para isto. Ou seja, à cabeça, os compradores de ações ou de obrigações, mas de uma maneira geral todos os *stakeholders* da empresa, até um fornecedor, porque não? (...) Já agora deixa lá ver que esta malta que olha para isto pensa sobre esta empresa a prazo. (EP6).

### 6.3. Perfis organizacionais

A fim de caracterizar os contextos organizacionais, importa ter em consideração algumas notas gerais de enquadramento a este respeito.

Um primeiro fator de diferenciação dos contextos organizacionais onde se realiza análise financeira decorre do tipo ou tipos de negócio abrangidos pela instituição. Ao longo do texto referiu-se várias vezes a existência de algumas diferenças a este respeito entre o *buy side* e o *sell side*. Algumas instituições atuam nas duas vertentes, havendo por vezes autonomia completa de cada uma destas áreas, levando mesmo ao ponto da separação em empresas diferentes em que uma delas é responsável pela área de corretagem e a parte de gestão de ativos é atribuída a outra entidade do mesmo grupo. No caso do *buy side*, o tipo de ativos gerido determina em grande parte o grau de especialização da análise efetuada. Os fundos de investimento, por exemplo, podem diferenciar-se entre classes de ativos principais (tendo uma maior ou menor componente de ações ou obrigações ou outros títulos), podem ser fundos sectoriais ou regionais o que requer análise mais focadas em determinadas classes de ativos, em determinados sectores ou determinadas regiões. Na área do *buy side*, a componente quantitativa associada à gestão determinados produtos, tais como os produtos estruturados, requer competências mais ligadas à matemática e engenharia financeira, mesmo que possam ou não ser subordinadas a uma perspetiva mais geral sobre os mercados informada por técnicas de análise financeira. No caso do *sell side* também o tipo de produtos negociados é evidentemente determinante do tipo de foco que a análise financeira toma. Mas, uma vez que se trata da prestação de um serviço a clientes, a análise financeira tende a tomar formatos mais padronizados e reconhecíveis e que correspondem, grosso modo, a uma análise mais generalista e de mercados e uma análise mais específica de títulos específicos em geral organizada segundo a classe de ativo.

Além do tipo de negócio, a dimensão das instituições é um fator determinante no tipo de organização e na relevância e papel da análise financeira na organização. O grau de autonomia da área responsável pela análise financeira varia sobretudo no caso do *sell side* em função da dimensão da organização podendo esta ser especializada e autónoma ou, no seu grau mínimo, estar integrada como uma componente do trabalho de corretagem.

A perspetiva analítica é, como se referiu no início do capítulo, a das culturas de expertise. A aplicabilidade do conceito não tem tido um alcance determinado, ou seja, não existe à partida um grau de diferenciação pré-estabelecido além da grelha de critérios relativos às culturas de avaliação proposta por MacKenzie, referida no capítulo II. No caso da análise

financeira ou de culturas de expertise ligadas à avaliação de títulos financeiros é possível encontrar exemplos mais generalistas como o de Knorr-Cetina (2011), ou de Wansleben (2012), em que a análise financeira no seu todo é encarada como uma cultura de expertise, e outros mais específicos.

Estes exemplos mais generalistas têm evidentemente o mérito de demonstrar aspetos específicos da análise financeira que podem ser contrastados com outros fora desta área de expertise, mas acabam por se concentrar excessivamente na figura do *equity research analyst*, dedicando menos atenção a outras formas de análise e formas de institucionalização ocupacional. Os exemplos mais específicos procuram descrever uma cultura de expertise de forma aprofundada e sem uma dimensão comparativa, focando-se por exemplo ao nível do tipo de títulos transacionados (Wansleben, 2013) ou são muito detalhados, focando-se em aspetos particulares de uma cultura de expertise, naquilo que se designa por molduras de avaliação (Beunza e Garud, 2007). Esta pluralidade de formas de encarar o conceito demonstra que o grau de abrangência na sua aplicação não é fixo e depende dos contrastes que se pretende destacar em função dos objetivos de investigação.

A perspetiva que se adota aqui em consonância com o enfoque desta dissertação é mais intermédia e tem por base analisar e discutir uma área de intersecção entre a institucionalização ocupacional e a prática profissional. Assim sendo, o objetivo da análise que se realiza nesta secção é o de mapear formas de institucionalização da prática profissional em análise financeira, o que exige, ao contrário das abordagens referidas anteriormente, uma perspetiva mais comparativa que tenha em consideração a relação da diferenciação da prática profissional com a diversidade de contextos organizacionais.

Assim, a partir das entrevistas a profissionais foram identificados três perfis organizacionais a partir dos quais é possível destacar características típicas da análise financeira nesses contextos<sup>162</sup>. Estes perfis dizem respeito às organizações em que os entrevistados trabalham, a partir da descrição que fizeram do seu trabalho e do funcionamento da organização. Alguns entrevistados trabalharam em mais do que um tipo organização e portanto, é possível incluir alguns elementos adicionais a partir dessa informação.

A opção de diferenciação que segue a tipologia seguinte é a do tipo de enquadramento organizacional. Por enquadramento organizacional referimo-nos a um departamento ou uma equipa que se caracteriza por alguma unidade de objetivos que orientam os tipos de prática

---

<sup>162</sup> Como em qualquer trabalho de tipificação, as categorias ocultam diferenças importantes que no limite fazem com que o trabalho de cada organização e até mesmo de cada analista seja distinto.

profissional a nível de competências, recursos e autonomia. A justificação para esta opção é a de que permite conciliar os fatores que identificamos no início desta secção como os mais importantes a nível de diferenciação da prática profissional. Assim, para cada perfil ou enquadramento organizacional, descreve-se a relação da unidade em causa com os outros componentes da instituição ou empresa, a composição e organização das equipas, a autonomia dos profissionais e o tipo de análise efetuada e a relação desta como os objetivos e características da unidade.

Na categorização seguida, a análise de *buy side* está agrupada numa só categoria enquanto a de *sell side* corresponde a duas categorias diferentes. Esta opção resulta do facto de na área do *sell side* existirem diferenças substanciais entre instituições de pequena e maior dimensão, enquanto no *buy side*, apesar da menor padronização da análise financeira, as semelhanças são maiores<sup>163</sup>.

### **6.3.1. Departamento de *equity research* em banco de investimento**

É sobretudo nas grandes instituições bancárias que têm uma área de corretagem que existem departamentos de *equity research*. Este tipo de departamentos pode também existir em sociedades de corretagem e sociedades financeiras de corretagem, mas como em Portugal estas são entidades de menor dimensão, esse tipo de enquadramento organizacional tem características diferentes. Quando existe atividade de *research* nos bancos de investimento, esta está em geral dividida nas áreas de renda fixa (*fixed income*) e ações (*equity*), podendo haver mais ou menos separação física e autonomia organizacional entre as duas. A existência de um departamento de *equity research* está também dependente do facto de a negociação em ações ser uma atividade significativa entre oferta de corretagem da instituição.

Os dois bancos identificados a partir das entrevistas têm ligeiras diferenças de formato organizacional. Num deles a atividade de *research* está espacialmente e hierarquicamente integrada numa área de corretagem responsável pela negociação em ações. Neste caso a figura do *Head of equities* é responsável pela coordenação conjunta da negociação e da produção de

---

<sup>163</sup> Existem também algumas sociedades gestoras de patrimónios cujos investimentos são orientados para o capital de risco focando-se sobretudo na análise de negócio. Conforme se explicou nas opções metodológicas (ver Introdução), preferiu-se optar por um critério de delimitação mais estreito e, apesar de se ter realizado uma entrevista com um analista de uma destas instituições, esta não foi incluída pelo facto de se orientar sobretudo para investimentos em capital de risco e os seus investimentos em instrumentos financeiros estarem a cargo de gestores de externos.

*research*. No outro caso o departamento de *research* é espacialmente e hierarquicamente autónomo da área de negociação. A figura responsável pela coordenação da análise financeira é o *Head of Research*. Em ambos os casos o coordenador tem um gabinete próprio e os analistas distribuem-se em secretárias num *open space*.

Os analistas estão especializados por sector de atividade podendo, em alguns casos, haver acumulação de mais do que um, e são responsáveis por seguir as principais empresas do sector, em geral não mais do que duas. Noutros casos, os analistas também se podem dividir segundo a dimensão das empresas que analisam, podendo haver analistas especializados em *small caps* ou *large caps*. O serviço de análise financeira oferecido nos casos identificados nesta categoria é um serviço gratuito oferecido aos clientes que investem em ações através do banco. O serviço consiste na produção regular, que pode variar entre 6 meses a um ano, de relatórios aprofundados e com *price target*, de empresas do sector que acompanham, havendo, além disso, a distribuição diária de informação de mercado, mais geral ou específica por sector, produzida por um ou vários analistas. O contacto com os clientes é primordialmente realizado por um departamento autónomo de vendas num dos casos e por *sales traders* do mesmo departamento no outro caso. Em ambos a função do *sales trader* é a de fazer a mediação entre o investidor e o *research* produzido, cabendo-lhe resumir as principais conclusões dos analistas, não obstante o cliente ter a possibilidade de falar diretamente com estes, situação que é mais frequente, mas não exclusiva, com clientes institucionais, tais como fundos de investimento.

Os analistas entrevistados afirmam possuir um elevado grau de autonomia no seu trabalho, tendo-se identificado dois fatores principais que influenciam este aspeto. Internamente, a influência do coordenador sobre o trabalho dos analistas e, externamente, o constrangimento pelas empresas emitentes, alvo das recomendações dos analistas. Consideremos estes dois aspetos de seguida.

As funções do coordenador podem variar, dando-lhe um papel mais ou menos interventivo no conteúdo do *research*. Com exceção das já mencionadas atribuições mais amplas do primeiro exemplo mencionado, em ambos os casos o responsável hierárquico tem funções semelhantes. Além das funções de seleção de novos analistas e gestão da área, cabe-lhe fornecer aos analistas a informação de enquadramento, que consiste fundamentalmente em dados macroeconómicos discutidos em reuniões periódicas (semanalmente, nos casos estudados) com a equipa. Além disso, o coordenador é responsável por definir a estratégia geral do departamento que inclui a discussão com os analistas sobre que sectores e empresas cobrir, assim como o tipo de produção do departamento.

No nosso caso ele além de fazer o controlo de qualidade ele era o responsável por definir a estratégia do *research* que inclui desde trocar ideias connosco sobre quais são... porque nós acabamos por escolher quais são as ações em que acreditamos mais, os sectores achamos que podem ser mais prejudicados por certas, pela conjuntura. (...) identificar um bocadinho tendências de sector. No fim do dia ele dá a cara pelo departamento ele tem que... acabam por sair de discussões connosco mas a parte de macro também é dele. Acumula um bocado as funções de *strategist*. Nós não podemos publicar nada sem o consentimento dele. (EP7).

Sou gestor da sala e portanto a única função que eu tenho é ter uma visão sobre os mercados acionistas do banco, é a grande função que tenho com a minha equipa e quando eu leio os *research* leio os aspetos mais macro de mercados, de sentimento, por geografias, por sector. (...) É aí que eu dedico a maior parte do meu tempo que eu dedico aos mercados porque 80% do meu tempo é gerir pessoas. (EP1).

Outra das suas possíveis funções é a de verificar se os relatórios de *research* produzidos correspondem às normas de uniformização especificadas para a equipa, o que, não obstante a autonomia do analista, pretende dar um carácter distintivo ao *research* produzido pela organização, e uma segurança relativamente a erros no relatório:

Dentro do departamento ou és analista ou head of *research* em que também é um analista ao fim e ao cabo. Não publica relatórios individuais mas é ele que dá suporte a todas as publicações. Ele lê todas as publicações que saem. Quando as publicações saem foram lidas pelo menos por duas pessoas. Que é também uma questão de segurança nossa. É uma forma de controle adicional. O próprio analista lê e relê e o head serve também como filtro antes de sair para o mercado. E há muitas casas, não é o nosso caso em que o head é um dos analistas. (EP6).

Porque também é uma pessoa que está há muitos anos no mercado e olha para o mercado como um todo e tem alguma sensibilidade a algumas coisas, tem uma visão muitas vezes já de tudo junto até para manter alguma coerência porque... depois há pessoas que são naturalmente otimistas e naturalmente pessimistas mas no fim o *research* tem de parecer tudo coerente. (EP7).

Nós além de ser normal o nosso head of *research* ver mais ou menos acompanhar os nossos modelos e saber tudo o que andava a ser feito era comum discutir as estimativas com ele e depois no momento da publicação nós tínhamos um género de uma folha A4 com uma *checklist* com uma série de parâmetros chave que tinham que ser iguais, entre os quais por exemplo essas taxas de atualização em que isso tudo era picado para verificar... (EP7).

O segundo aspeto que influencia a autonomia dos analistas é externo e resulta do possível constrangimento imposto pela relação entre analistas e emitentes. No inquérito a analistas e emitentes realizado pela CMVM (CMVM, 2003) concluía-se que os analistas de *equity research* eram pressionados pelas empresas emitentes a produzir relatórios favoráveis e que estas empresas adotavam práticas de condicionamento que incluíam a não disponibilização de informação solicitada pelo analista ou o corte de contactos do analista com o *Investor*

*Relations*. Também entre os entrevistados se identifica este tipo de condicionamento, embora seja difícil avaliar o grau de impacto no seu trabalho<sup>164</sup>.

É muito mais fácil ligares para alguém e pedires para ter uma reunião com o CFO quando dizes que aquilo vale 14c e cota a 9 do que cotar a 9 e dizeres que aquilo vale 5. Que também é possível e se eles forem cordiais e dado que têm uma responsabilidade com o mercado têm a reunião contigo. Agora *by the end of the day* claramente que tens um foco adicional de pressão. (EP6).

Neste contexto, uma das funções do coordenador pode ser precisamente a de mediar essa pressão dos emitentes no sentido de manter a autonomia do analista:

Um analista é totalmente autónomo, aliás depois apanho, porque as empresas se queixam que lhes baixei o *price target* para não sei quanto, e eu deixava-o totalmente autónomo. (EP1).

O tipo de análise efetuada neste tipo de perfil organizacional é quase totalmente orientada para a análise fundamental, mas não exclui informação de mercado e outros tipos de informação baseada em notícias ou em contactos com as empresas. Num dos casos em que a área de *research* está menos autonomizada da área de negociação existe também a valência de análise técnica assegurada pelos *sales traders*, mas esta está ausente do outro caso, embora no próprio departamento de vendas a vertente mais ligada à análise do mercado seja comum.

Para os *equity research analysts* entrevistados a análise assenta na elaboração de um modelo de avaliação, mais comumente um modelo Discounted Cash Flows. Este modelo parte de uma sequência de valores anuais relativos aos de fluxos de caixa de uma empresa para um horizonte temporal futuro<sup>165</sup>, que se baseiam em projeções relativas aos resultados e encargos da empresa, que são depois convertidos num valor atual através de uma taxa de desconto, somados e divididos pelo número de ações, permitindo chegar a um valor por ação. A taxa de desconto é baseada na taxa de juro de um ativo sem risco, por exemplo uma obrigação do tesouro a 10 anos, e, sendo um fator determinante nas projeções, é utilizado um mesmo valor para todos os *price targets* do departamento. Este modelo é baseado numa equação standard, mas é adaptado pelo analista às suas necessidades, por exemplo de acordo com o sector e a empresa em causa. Na medida em que algumas variáveis do modelo são definidas por estimativa o analista tem de recolher informação que lhe permita projetar valores prováveis relativos a algumas variáveis da empresa, cuja importância pode variar de sector para sector.

---

<sup>164</sup> Como se viu anteriormente a imagem de independência dos analistas é um aspeto essencial da sua ideologia profissional, e a ideia de que o constrangimento devido à pressão dos emitentes possa por em causa a autonomia do analista é necessariamente sempre negada.

<sup>165</sup> Um dos entrevistados refere que este horizonte temporal é normalmente de 10 anos, calculando-se um valor de perpetuidade no final desses 10 anos.

Esta informação consiste, entre outras, nas previsões de crescimento e os valores estimados são influenciados pela apreciação que analista faz da estratégia de expansão da empresa e em variáveis macroeconómicas e assim com variáveis que possam afetar o mercado como um todo, o sector ou apenas a empresa em causa:

Basicamente temos uma série de pressupostos de crescimentos de serviços, de crescimento de receita, de crescimento de custos, passa pela incorporação toda das expectativas novas nesses custos. Imagine tínhamos custo de pessoal a valer 20% dos custos da PT, depois a PT no ultimo ano anunciou que ia reduzir os custos de pessoal em 10% e que ia mandar 2000 pessoas para a pré-reforma, temos de tentar incorporar isso, tentar perceber o impacto que isso tem (...) faz sentido rever o do ano seguinte ligeiramente em alta ou se calhar pensar e aí tem muito a ver com sensibilidade, se calhar está a crescer mais agora mas provavelmente para o ano isto vai ter que abrandar que não há mercado para crescer desta forma *ad aeternum*. (EP7).

Além do modelo principal, os entrevistados referem também a utilização de métodos complementares que permitem dar mais segurança às suas conclusões assim como a utilização de outras estratégias como a construção de vários modelos baseados em valores de projeções diferentes cujos resultados são depois ponderados numa média final. Um destes métodos complementares é o método dos múltiplos<sup>166</sup>, que permite comparar empresas de um mesmo sector a partir de quociente entre dois indicadores. Uma das formas de utilização destes métodos complementares é através do que Beunza & Stark (2012) designam por dissonância (também Stark, 2009; Georgiou & Jack, 2014), ou seja, fazer emergir descoincidências de avaliação que permitem chamar a atenção para problemas de análise que têm de ser escrutinados.

Na minha avaliação fundamental, o *discounted cash flow* dá-me o equivalente a um *price to equity* de vamos supor 3 vezes e a média do mercado, para [as outras empresas] é 1.4. Convém se calhar perguntar a mim mesmo “epá isto faz sentido?” Pode fazer, mas tem de fazer sentido baseado em algo porque se a média está a 1.4 tem que haver algum fator muito forte que justifique que minha avaliação dê 3. Vê lá o que estás a fazer, vê lá se os teus pressupostos não estão a ser demasiado agressivos, ou seja os múltiplos são úteis, são até aconselháveis mas mais para criar ali um perímetro de segurança onde as coisas fazem sentido,(...) eu uso isso para me balizar, não uso isso como método de avaliação como é evidente. (EP6).

O sector bancário... para ter ideia para o sector bancário tinha 3 modelos diferentes a tentar aferir: tinha um *dividend discount model*, tinha *price-to-book* e tinha PER (EP2).

A informação que os analistas recolhem baseia-se em fontes como os relatórios e contas e dos balanços das empresas, mas também um conjunto de informação de base sectorial e de mercado que inclui estatísticas macroeconómicas, legislação que possa afetar o sector, assim como relatórios sectoriais e de mercado, produzidos por casas de *research* internacionais ou consultoras. Além da subscrição de serviços de informação financeira, como a Bloomberg, que

---

<sup>166</sup> O método dos múltiplos nem sempre é entendido como se tratando de análise fundamental por se basear no valor de mercado, ao contrário do DCF que se baseia no valor fundamental da empresa.

permitem recolher informação estandardizada e relatórios de *research*, outra das formas de obter informação adicional é através do contacto direto com a empresa, em geral através do telefone, com responsáveis que empresa designa especialmente para o efeito, como o Investor Relations ou, mais raramente o Chief Financial Officer. A utilização de outras estratégias como as visitas a empresas referidas por Knorr-Cetina (2011), não é utilizada por nenhum dos analistas.

Além da utilização de modelos e outros métodos, os analistas mencionam a aquisição de uma certa sensibilidade a acontecimentos no mercado que, de acordo com a sua experiência, lhes sugerem determinados desenvolvimentos:

Eu tenho que ter isso em atenção para dizer aos meus investidores, aos meus clientes, epá malta cuidado o valor fundamental disto é este mas vejam o que se está a passar aqui há notícias negativas deste lado da história. Isto não tem nada de financeiro, são dois acionistas que se chatearam e dizem vou-me embora um dia destes. Isto tem influência na ação. Tens que estar atento à realidade. (EP6).

O conhecimento necessário para a produção de modelos de avaliação é no essencial obtido através da formação universitária. Contudo, a capacidade de alterar o modelo e fazer ponderações nas variáveis de acordo com a empresa e o sector em causa dependem de um conhecimento sectorial que, em geral, é obtido já em contexto laboral<sup>167</sup>. A forma de reprodução deste tipo de conhecimento parece ter em geral dois tipos mecanismos. Em primeiro lugar através do exemplo, seguindo o trabalho de outros analistas do sector, em particular outros relatórios de *research*, ou partindo de um modelo de avaliação pré-existente<sup>168</sup>. Em segundo lugar através da leitura de relatórios sobre informação sectorial nos quais se procuram determinadas variáveis centrais, ou *business drivers*, para um tipo de negócio.

Agora passou muito por ler o que fizeram outros analistas e li muito, ainda hoje leio, e obviamente ver os modelos de avaliação que já havia, isto na parte mais de avaliação, Excel, números. Abrir o ficheiro, eu já sei do ponto de vista académico como é que, já tenho ideias, agora como é que a pessoa que estava aqui antes de mim fazia. Deixa-me “cheçar” isto, não gosto disto, mudo para aqui, não gosto deste método de avaliação não vou avaliar com este vou avaliar com outro. Porque há vários métodos de avaliação completamente diferentes. (EP6).

Além da avaliação, os analistas executam tarefas de promoção do seu trabalho. Como se referiu neste capítulo, a sua função justifica-se do ponto de vista do empregador pela potenciação da negociação de títulos e geração de receitas de corretagem. Assim, parte do seu

---

<sup>167</sup> Um dos entrevistados é, em certa medida, uma exceção por ter uma formação a nível da licenciatura ligada ao sector de atividade que cobria enquanto analista financeiro.

<sup>168</sup> No caso de uma das instituições os analistas referiram que os modelos, apesar de construídos pelos próprios, são propriedade da instituição.

trabalho é o de tentar promover um determinado ponto de vista de avaliação, através de um argumentário convincente. Note-se que a avaliação e a direção da recomendação pretendem ser independentes, e, portanto, o que o analista pretende fomentar é o envolvimento do cliente, mesmo que a decisão seja da responsabilidade deste. Esta componente do trabalho é quotidianamente assegurada pela componente de vendas mencionada anteriormente, mas existem tarefas que são específicas dos analistas como os *road shows*.

Na reunião de segunda-feira fui com clientes enquanto que os roadshows vou sozinho falar com potenciais clientes, são eventos organizados [pelo banco], Isto é pelos parceiros (...). Tenho um parceiro italiano que liga para o [banco] e que diz tenho um conjunto de clientes, gestores de ativos, *buy side*, que querem saber um bocadinho mais do que se está a passar com [as empresas portuguesas]. O meu colega português diz marca aí um dia inteiro de reuniões com os vários clientes que eu vou falar com o nosso analista [do sector] e ele vai aí um dia destes. (EP6).

O tipo de análise efetuada nos departamentos de *research* está orientado para o investimento de médio e longo prazo, ou estratégias de *buy and hold*. Apesar de haver clientes particulares os principais clientes são institucionais. Como se verá de seguida a propósito da análise *buy side*, este tipo de clientes articulam a análise financeira vocacionada para prazos mais longo que podem obter através do contacto com departamentos de *research* com análises de mais curto prazo que mais comumente efetuam no quadro da sua própria organização ou obtêm no contacto com os *sales traders*.

### 6.3.2. Gestão de ativos em bancos

Este tipo de enquadramento organizacional refere-se a unidades que gerem ativos, como fundos de investimento ou outro tipo de instrumentos financeiros cujos títulos de participação são emitidos pela instituição e vendidos por esta outros intermediários, carteiras de investimento geridas em nome dos seus clientes, atividade designada por gestão discricionária, ou outras tais como produtos estruturados<sup>169</sup>. A partir das entrevistas identificaram-se três equipas deste tipo, duas em organizações maiores, dedicadas exclusivamente a fundos de investimento e outra numa organização mais pequena em que a equipa é responsável por fundos de investimento, gestão discricionária, produtos estruturados e ainda algumas outras competências.

Do ponto de vista da autonomia organizacional estas unidades de *buy side* respondem diretamente ao conselho de administração da entidade, seja esta um banco, uma sociedade

---

<sup>169</sup> Mesmo tratando-se de tipos de produtos muito diferentes, todos eles podem ser geridos no âmbito de uma mesma equipa, e por esse motivo pertencem nesta tipologia ao mesmo tipo de enquadramento organizacional.

gestora especializada ou ainda uma sociedade gestora integrada numa *holding* bancária. Existem também órgãos coletivos que reúnem e determinam os objetivos da equipa para um determinado horizonte temporal. Em instituições maiores, em que existe mais especialização, as unidades orgânicas podem estar divididas e as equipas podem até mesmo dedicar-se à gestão de poucos ou apenas um fundo, enquanto que em instituições mais pequenas a mesma equipa pode ter a responsabilidade de gestão de produtos de vários tipos, tal como acontece no caso de um dos entrevistados. Nos casos identificados existem várias modalidades de organização das equipas, mas existem duas diferenças importantes relativamente ao primeiro tipo de enquadramento organizacional: as competências são mais variadas e a interdependência entre membros da equipa é maior. Além disso, também a designação ocupacional formal dos membros das equipas é diferenciada e, podendo existir elementos que se identifiquem ou sejam identificados como analistas, a situação mais comum é a de profissionais que acumulam as funções de analista com uma outra designação principal, em particular gestor de ativos ou gestor de fundos. A relação entre diversidade de competências e função está organizada de duas formas. Numa delas, no caso de existirem vários produtos em gestão, tal como fundos de investimento diferentes, a responsabilidade de gestão de cada um pode estar atribuída a cada elemento da equipa. No caso de fundos de investimento isto significa que cada elemento da equipa pode ser um *fund manager*, ou em casos de maior diversidade, um elemento pode ser responsável por fundos, outro por fazer a gestão discricionária em nome clientes, etc. Quando os tipos de produtos têm perfis diferentes<sup>170</sup>, cada responsável por um produto pode ter competências distintas a nível de análise financeira, o que permite, por um lado, dedicação a um tipo de produto e especialização no tipo de análise, e, por outro, complementaridade de competências a nível da equipa e integração numa visão de conjunto sobre o mercado. A citação seguinte de um dos entrevistados refere-se a um destes tipos e, tratando-se de um banco pequeno, existe maior sobreposição de funções que noutras situações<sup>171</sup>, enquanto que no caso referido pela segunda citação cada elemento é responsável pela gestão de um fundo:

A gestão de ativos comigo somos 5 pessoas, tenho uma pessoa que está mais com a seleção de fundos de terceiros, outra que está mais com a seleção de carteiras e depois duas com os estruturados, uma delas é engenheiro porque aquilo já implica muita engenharia e muito Excel e muita programação. Somos 5 acabo por coordenar, divido o

---

<sup>170</sup> Referimo-nos às características dos produtos que podem variar na sua composição por classes de ativos, prazos, estratégias de investimento, regiões o sectores de atividade.

<sup>171</sup> Note-se que o entrevistado refere-se à seleção de fundos de terceiros que são colocados à venda pela área de corretagem do banco, o que mostra a sobreposição de funções, mesmo entre o *buy side* e *sell side* que pode ocorrer em instituições de menor dimensão.

meu tempo a olhar para as carteiras, ver como estão as carteiras dos clientes de gestão discricionária. (EP3).

O nosso diretor tem um enquadramento mais macro que dá um pouco os *guidelines* também para os outros elementos, depois temos um especialista que está com fundos flexíveis que tem uma noção mais global também em termos de países e moedas por exemplo, cada um tem o seu... porque os fundos são diferentes. (EP8).

Num outro tipo de organização da diversidade de perspetivas, em que a equipa é responsável no seu conjunto por um tipo de produto, sendo a função de *fund manager* ou gestor de ativos apenas exercida por um elemento, os outros contribuem com funções diferentes e competências de análise especializadas. É o caso ilustrado seguidamente, que corresponde a uma equipa de três pessoas<sup>172</sup>:

A pessoa que trabalhou aqui era *trader* e fazia análise fundamental porque o trabalho é muito e os recursos humanos tem que se aproveitar ao máximo, mas como tinha um background interessante de análise técnica tinha que se aproveitar ao máximo... já o outro elemento da equipa era totalmente só fundamental, não considerava como relevante a análise técnica, era um fundamentalista em termos de análise fundamental. (EP2).

Como mostra o exemplo anterior, numa mesma equipa é possível a coexistência não só de técnicas diferentes como até conflituais, estando estas diferentes perspetivas integradas pelo líder da equipa. Ainda assim, os entrevistados referem que tanto as equipas como os seus elementos, quando eles próprios gerem produtos, têm um elevado grau de autonomia, havendo, contudo, medidas de performance que podem ter efeitos na remuneração ou pelo menos balizar o seu espaço de ação, assim como objetivos periódicos que são determinados pelos comités já mencionados.

Além da análise produzida pelos próprios, parte da informação que estas equipas recebem consiste em análise produzida por terceiros, variando a proporção entre a análise produzida internamente e a análise produzida externamente de acordo com a dimensão da organização e a sua diferenciação interna. A opção por uma ou outra está também dependente da existência de competências e disponibilidade dentro da equipa para produção própria: “Eu gosto mais da parte do enquadramento ou sectorial ou macro porque depois olhar para as contas eu também olho.” (EP3). O contacto com o *research* externo é variado, beneficiando este tipo de entidades de serviços de subscrição mas também de visitas (roadshows) de analistas e contacto direto:

É por relatórios, por contacto direto, enviam um mail em que eu tenho o *research* ou na Bloomberg, estas entidades também disponibilizam porque somos clientes, ou o analista telefona-nos e dá-nos o enquadramento do *report*, qual é que é a visão mais ou menos do

---

<sup>172</sup> O *trader* referido na citação pelo entrevistado é a pessoa responsável por fazer as operações de negociação a partir da estratégia definida pela equipa.

analista, onde é que se está a focar mais e nós fazemos as nossas questões, por telefone ou conferências. (EP8).

A perspetiva sobre a análise externa varia entre as organizações aqui consideradas. Numa delas, a análise externa é a dominante e a análise própria serve sobretudo para casos particulares, como empresas específicas para as quais não há *research* produzido externamente. Neste caso o entrevistado segue, na maior parte das vezes, uma estratégia de investimento *bottom up*:

Eu vou mais da empresa até chegar ao sector, entrar em detalhe na empresa, ver se a empresa é interessante em termos fundamentais, em termos económicos e só depois é que enquadro com o que acho que está a acontecer em termos de sectores que fazem mais sentido em determinado ambiente económico ou não. (EP8).

A utilização de análise produzida internamente depende da disponibilidade de *research* externo, e é necessária quando existem poucas análises de uma empresa:

Aí é feito um trabalho de análise interna, ou seja eu faço um DCF ou faço uma soma das partes ou seja o que for dependendo da empresa adequo o modelo de avaliação que considero mais correto e a partir daí assumo alguns cenários que me fazem ditar um valor para mim como gestor. (EP8).

Nas outras duas organizações a proporção de utilização de análise externa é inversa e serve de complemento à análise produzida internamente. Nestes casos, os entrevistados referem usar primordialmente uma estratégia de investimento *top down*<sup>173</sup>, isto é, partindo de uma perspetiva mais geral (mercados, sectores ou regiões, por exemplo) para um enfoque mais particular (concentrando-se num título em particular, por exemplo). Assim, a opção por *research* externo é referida sobretudo numa primeira fase da definição da estratégia de investimento, enquanto enquadramento relativo a tendências sectoriais ou regionais:

Leio só para criar ideias, só para ver alguma coisa que eu acho que faça sentido para ir depois investigar por mim, depois vou eu fazer as minhas contas, temos os nosso modelos, tenho várias ferramentas e eu próprio vou criando, ok os automóveis parecem muito baratos está bem mas é porque houve agora esta crise com a Volkswagen mas pronto depois a partir daqui começo a investigar, tenho os meus gráficos, as minhas ferramentas, os meus radares e depois a partir daí com base num ou outro *research* que vá recebendo e que me faça algum clique depois começo a investigar.(EP3).

As metodologias de apoio à decisão de investimento utilizadas dependem fortemente da orientação dos produtos e do tipo de risco de exposição para o qual estão orientados. Além da análise fundamental, mais orientada para avaliação de riscos específicos associados a um título em particular, existe uma componente maior ou menor de análise de risco de carteiras:

---

<sup>173</sup> A relação entre a preferência por análise externa ou interna pode não ter relação com a preferência por estratégias top-down ou bottom-up, embora influencie o tipo de uso que tem na formação de uma decisão de investimento.

Há uma série de fatores que às vezes não são inerentes ao próprio título mas é até numa lógica de portfólio: risco, liquidez, exposição, sector, níveis confortáveis. (EP2).

Este tipo de gestão de portfolio e as metodologias de análise de risco associadas são a componente principal no caso de uma das áreas de intervenção de um entrevistado, a gestão discricionária de carteiras, que, nesta instância, são construídas com uma maior exposição ao risco de mercado e não ao risco específico de um determinado título:

Nós temos um *benchmark* interno que tem x por cento de ações, temos 3 perfis de risco, um conservador um moderado e um mais agressivo. Cada um deles tem um nível de exposição a ações, cada perfil tem o seu *benchmark* e depois fazemos desvio sectoriais mas ao nível de um índice. (EP3).

Conforme se referiu anteriormente, o tipo de técnicas e ferramentas de análise utilizadas neste tipo de perfil é heterogéneo, e, além de dependente dos produtos, está muito dependente dos prazos das decisões. Assim, mesmo quando a componente principal da decisão é a análise fundamental, a utilização de ferramentas de análise técnica é usada para informar sobre quais os momentos de intervenção.

A área de intervenção regional da gestão de ativos é outro fator que condiciona o tipo de ferramentas de análise utilizadas, sendo referidas algumas limitações na aplicabilidade de determinadas metodologias ao mercado nacional. Um desses aspetos é a recolha de dados financeiros das empresas por via automática através de serviços centralizados de informação financeira<sup>174</sup>:

A Bloomberg é muito boa, mas o mercado português tem muitas distorções, é muito boa se for o mercado americano... em que os erros anulam-se, no mercado europeu qualquer tipo de erros ou diferenças; em dimensões grandes os erros anulam-se (...) no mercado português é diferente e na minha equipa exige sempre isso que é temos mais trabalho mas vamos buscar os dados financeiros diretamente à empresa; e o *sell side* também faz assim: foi donde vim. (EP2).

Outra das limitações referidas é o da própria aplicabilidade da análise fundamental e da análise técnica. Este argumento é o de que, por um lado o ajuste do preço face aos fundamentais pode levar demasiado tempo em alguns títulos menos líquidos, e, por outro, uma única operação de negociação de um título poder ter consequências drásticas no seu preço, invalidando a possibilidade de previsão através de padrões<sup>175</sup>:

---

<sup>174</sup> Este tipo de serviços está presente em qualquer dos contextos organizacionais aqui referidos para consulta de informação e até visualização de relatórios de *research*. A limitação aqui referida refere-se apenas à utilização através de atualização automática de valores financeiros das empresas portuguesas.

<sup>175</sup> Esta especificidade do mercado português é mencionada por quase todos os entrevistados, profissionais e outros.

Às vezes acontece que a análise técnica não se aplica a todos os mercados. O mercado português é um mercado pouco líquido portanto fazer análise técnica no mercado português pode ser um bocadinho enganador, agora em mercados mais líquidos, acho que é uma ferramenta interessante para complementar. (...) tenho aqui um *research* a dizer que isto vale mais 20% eu tenderia a dizer que nos EUA ajusta mais depressa que em Portugal. Em Portugal também ajusta mas lá está, ajusta nos títulos mais líquidos, num título menos líquido pode demorar mais tempo porque há um investidor qualquer que diz até concordo que isso pode valer mais 20%, quero comprar um milhão de ações, não há [ações] (EP3).

Tal como no primeiro perfil, existem elementos de conhecimento tácito que são valorizados pelos profissionais aqui considerados não só relativamente às suas próprias competências de análise, mas também na avaliação que fazem das análises externas. Este aspeto cruza-se parcialmente com o que se se referiu acima acerca das especificidades do mercado português. Na citação seguinte, o entrevistado explica – após ter argumentado que a análise financeira *sell side* produzida em Portugal não pode competir com a capacidade de empresas estrangeiras<sup>176</sup> - que os analistas portugueses dispõem de um conhecimento particular relativamente ao mercado português:

Acho os portugueses são bons, muitas vezes os estrangeiros perdem um bocadinho da cor... Há um ou outro analista estrangeiro, por exemplo o retalho é um sector muito pan europeu; se calhar gosto muito dum analista europeu; Galp nem tanto, banca tem muita coisa específica mas eu diria que os analistas portugueses têm o *flavour* que a gente chama o *flavour*... aquela dinâmica de conhecer as pessoas, famílias: quem está à frente dum BES, duma Semapa, de uma Portucel; é diferente é o que gente chama um *flavour* e é muito importante, por exemplo estamos a pensar numa dinâmica de M&A [Mergers and Acquisitions] - a gente sabe que a instituição “A” não casa com a “B”, é cultural, isso é o *flavour* nacional, que pode ganhar-se ao longo do tempo mas por vezes certas coisas escapam a quem vem de fora; por outro lado, o estrangeiro também está longe da *picture* o que também é bom. Volta a ser um jogo de equilíbrios. (EP2).

A importância deste saber tácito ou sensibilidade adquiridos por via da socialização no trabalho também referidos no perfil anterior tem igualmente consequências para a forma como o conhecimento é reproduzido neste contexto. A formação universitária permanece aqui como um aspeto essencial dessa reprodução, como demonstram os percursos dos entrevistados, podendo a experiência profissional, inclusivamente como analista *sell side*, como no caso do entrevistado EP2 facilitar o acesso a posições mais sénior.

---

<sup>176</sup> Este é um aspecto que merece acompanhamento futuro em particular pelo facto de poder ser agravado pelo impacto da DMIF 2, aspecto que referimos no capítulo IV.

### 6.3.3. Corretagem em empresas de pequena e média dimensão

O último perfil organizacional enquadra-se, tal como o primeiro, na vertente de *sell side*. Apesar disso o tipo de funções dos analistas que aqui se enquadram é muito diferente daquela dada a menor especialização funcional destas instituições de menor dimensão. Nas três situações identificadas nesta categoria os entrevistados trabalham em salas de mercado ou *trading desks*, em equipas pequenas de três a seis pessoas e executam ordens de negociação a pedido de clientes, designando a sua função primariamente como *broker* ou gestor de conta e adicionalmente como analista. Num dos casos a empresa de investimento é uma corretora com um perfil ligeiramente diferente dos outros uma vez que tem clientes mais afluentes e presta serviços de gestora de patrimónios e *multi family office*<sup>177</sup>. Nos outros dois, uma delas é um banco de investimento que também presta serviços de *buy side*, como gestão de ativos, e a outra uma sucursal de uma corretora internacional. Ambas prestam serviços de negociação com um enfoque em pequenos investidores, disponibilizando uma plataforma eletrónica que os clientes utilizam para negociar diretamente, assim como algumas ferramentas de análise técnica. No que respeita a organização do espaço físico estas três organizações apresentam também algumas diferenças: no primeiro caso a equipa de três pessoas trabalha numa pequena sala onde estão os terminais de negociação, havendo um *open space* próximo onde estão os outros serviços. Na segunda organização a equipa de cerca de 5 pessoas e os seus terminais de negociação, distribui-se à volta de uma ilha integrada num *open space* onde coexistem outros serviços banco<sup>178</sup>. No terceiro caso o escritório da empresa é composto apenas por um gabinete e uma sala onde trabalham seis pessoas, três *brokers* e três gestores de conta que são também analistas.

Apesar de estarem em contacto permanente, facilitado pela disposição dos espaços onde trabalham e que lhes permite aceder a recursos comuns como terminais financeiros e trocar ideias com colegas, estas equipas não formam uma unidade no mesmo sentido em que acontece no perfil anterior. Neste perfil, os *brokers* são responsáveis individualmente pela gestão de conta de clientes e, podendo em alguns casos ter objetivos definidos coletivamente e, noutros definidos na relação com os clientes, individualmente. A estrutura de incentivos está orientada

---

<sup>177</sup> Trata-se de uma empresa em transição que tinha uma área autónoma de *research* fundamental, embora mais pequena que as do primeiro perfil, que, entretanto, foi extinta.

<sup>178</sup> Quando a entrevista foi realizada, durante o período de intervenção do programa de assistência financeira da troika, os operadores estavam atentos a uma televisão sintonizada num canal de notícias português.

para o seu trabalho de negociação, havendo uma componente do seu rendimento que está associada à geração de rentabilidades para a organização.

O responsável de sala nestas organizações não tem uma função autónoma como a que se verifica num dos exemplos do primeiro perfil, sendo essa função exercida por um dos *brokers* ou gestores de conta da equipa, que tem em dois dos casos a designação de *head of sales*. Apesar de poder haver um elemento ou área da empresa mais dedicado à análise financeira, esta sobretudo integrada nas competências do *broker* ou gestor de conta. Num dos exemplos a equipa recebe alguma informação de *research* que é produzida no quadro das funções do *buy side*, mas a maior parte de análise é produzida pelos próprios. Num outro caso a organização dispunha de uma área de *research* na qual o entrevistado trabalhou como analista, mas essa área foi extinta e este passou para o *trading desk*. O trabalho de análise financeira enquadrado neste perfil tem duas componentes, a produção de informação diária distribuída aos clientes, na qual se identificam as principais tendências dos mercados globais e algumas oportunidades de investimento específicas que possam ter sido detetadas, e o contacto direto por telefone com os investidores através do qual se faz um aconselhamento personalizado.

Do ponto de vista da autonomia nas suas funções os profissionais estão constrangidos na sua qualidade de *brokers* pela decisão do cliente. Enquanto analistas a sua autonomia é muito maior, havendo um caso em que se refere a necessidade de evitar contradições nas opiniões entre os vários profissionais da organização, e outro que o entrevistado afirma poder ter uma total independência face à opinião dos colegas:

A autonomia é total, não há limites para aquilo que é produzido no sentido das barreiras de opinião - naturalmente que tentamos que a opinião individual quando produzida, quando emitida esteja debaixo dum... ou envolvida num consenso... não faz sentido, por exemplo, eu ter uma opinião que amanhã sai no jornal e ter um colega meu com uma opinião contrária. (EP9).

Aliás, os clientes já sabem que um pensa mais assim ou mais assado e para conforto próprio ligam só para aquele que vai dizer o que ele quer ouvir. (EP4).

O tipo de análise financeira que se realiza nestas organizações é fortemente marcado pela grande variedade de instrumentos financeiros em que negociam e no perfil menos especializado dos seus clientes.

O contacto com os clientes é frequente e realizado pelos próprios, o que se enquadra numa relação de confiança pessoal e por vezes de longa duração. Por se tratarem em geral de investidores particulares não especializados a informação transmitida aos clientes procura ser rápida e acessível:

Quando entrei nesta área toda a gente se ria, epá, começaste nisto agora, o melhor é mudares já de área. As pessoas estavam perfeitamente convencidas que a internet ia acabar com a nossa função. É exatamente o oposto. Isto é uma coisa que vive exatamente

disso, de confiança. Há clientes aqui, que eu conheci em 2001 e 2002, tinha um relacionamento muito próximo, estive anos sem ver e agora voltei garanto que há clientes que mal ligam pedem para falar comigo. (EP4).

É mais simples, uma linguagem mais terra a terra, o mais simples possível, não é como um gestor de fundos que tem formação nesta área, vive isto, quando se fala no *cash flow* ou *price target* ele sabe... o cliente privado, um é professor o outro é médico, o outro é reformado, o outro é uma velhota que herdou não sei o quê, e o outro é o filhinho do papá que tem uns dinheiros, isto é malta que o EBITDA e o DCF não sabem nem querem saber. Tem que ser uma coisa muito simples... tem que ser: temos aqui uma empresa que nos parece sólida, do ponto de vista das obrigações, não está muito endividada, rating simpático - já toda a gente sabe o que é o rating - e então achamos que é um investimento interessante e tem aqui uma rentabilidade associada razoável sim, ponha aí 100 mil euros ou 200 mil. (EP5).

Contrariamente ao perfil anterior, em que o gestor toma as decisões dentro de um mandato concedido pelo cliente, nestes casos a decisão é da exclusiva responsabilidade deste. A proteção contra potenciais clientes desiludidos com perdas incorridas é garantida através de termos de responsabilidade e da obrigatoriedade de preenchimento de um questionário de literacia financeira<sup>179</sup>.

A diversidade de instrumentos financeiros recobre várias classes de ativos, regiões e sectores pelo que as análises são fundamentalmente análises de mercado, informadas pela interpretação de dados macroeconómicos e do fluxo noticioso, e nas quais a análise técnica tem uma componente maior que nos perfis anteriores. A abrangência das análises tem dois tipos características, por um lado um enquadramento geral das principais tendências dos mercados globais, especto que está mais presente nos produtos estandardizados como os emails diários ou nas opiniões publicadas nos sites destas empresas, e por outro identificar oportunidades de negócio específicas para sugestão aos clientes ou aconselhamento relativamente a ideias dos próprios investidores.

Não há uma divisão como em algumas empresas: por exemplo sector americano ou mercado americano; não fazemos isso: qualquer dos 3 fala sobre qualquer mercado. Quando é para o cliente produzimos o relatório escrito e é enviado num momento do dia; depois temos aqueles clientes mais próximos, mais importantes, e aí o contacto é mais pessoal e se há uma atualização da informação é feito um contacto telefónico... mas em termos concretos há um momento do dia em que todos os clientes recebem a análise produzida. (EP9).

Normalmente quando produzo a análise diária para os clientes, segue sempre uma componente específica de ativos concretos. Ainda hoje sugerimos a negociação de *bunds* alemãs; há sempre uma componente específica de algum ativo concreto... uma leitura genérica do mercado e depois, então, 3 ou 4 ativos em especial sobre os quais há uma

---

<sup>179</sup> Nos outros perfis, além deste tipo de medidas regulamentares, os clientes são em geral mais informados sobre os riscos das análises e, portanto, aqui este risco de culpabilização do analista é maior.

atenção mais detalhada - em que de facto fazemos uma conjugação da parte fundamental e da parte técnica. (EP9).

Um fator central na distinção entre o tipo de análise praticada nestes contextos e nos perfis descritos anteriormente é a sua não especialização. Mesmo havendo instâncias em que o analista se possa focar em determinadas características de um produto as competências de avaliação são genéricas, incidem nos mercados financeiros como um todo. Este aspeto tem consequências fortes para o tipo de análise praticada e que se descreve de seguida.

A relevância da análise fundamental é a mais reduzida entre os três perfis organizacionais e concentra-se num tipo particular de fundamentais, e integrada num tipo de perspetiva de leitura do mercado. O papel da análise fundamental aqui é mais próximo do que aquele que Wansleben (2013) refere a propósito das culturas de expertise no mercado de Forex: Os fundamentais interessam não pelo seu próprio efeito mas sobretudo pelo impacto que têm na perceção que os investidores vão fazer do valor de um ativo. Neste sentido a análise fundamental é encarada como um dispositivo de mediação de perceções, útil como instrumento de antecipação das reações dos investidores, tal como o fluxo noticioso. Um entrevistado refere este entendimento performativo da metodologia:

A análise que é produzida por estas casas tem um impacto maior na formação do sentimento do investidor e nessa medida para nós é mais importante fundamentarmos uma análise feita por nós com base em análises feitas por casas como essas do que casas mais irrelevantes. (...) O mercado vive de expectativas e a que é formada fruto duma análise vinda da Goldman Sachs é diferente duma vinda do BPI. (EP9).

Numa destas organizações, que se referiu anteriormente estar em transição para este perfil, existia uma componente de análise fundamental de empresas, que entretanto deixou de existir. Nas três equipas incluídas neste perfil esse tipo de *research* fundamental é totalmente obtido externamente e usado apenas de acordo com necessidades específicas e em complementaridade com a perspetiva do próprio analista.

A fundamentação fundamental, no sentido de perceber que além das contas, que variáveis é que existem que estão a influenciar a evolução do negócio... nessa medida a leitura feita por um colega, aquilo que o colega está a ver pode ser diferente daquilo que eu hoje vejo, nessa medida é alargar os horizontes na visão que tem do mesmo ponto, da mesma ação, da mesma empresa, é importante. (EP9).

Os relatórios de *research* mesmo isto está tudo... O que eu estou a dizer é o sintético, depois lá é mais pormenorizado. Isso é o que eu gosto de ler... ver receita, *top line*, e ver, o EBITDA e depois conjugar isto com o nível de dívida da empresa e estes são os 3 indicadores. Receita, EBITDA e nível de dívida. Eu assim com estes 3 números tenho a vertente acionista e a vertente obrigacionista. (EP5).

ASML, STM e Infineon, são 3 empresas de semicondutores, 3 gráficos eram iguais, e o mercado vinha duma queda gigante, estavam todas ali a dar sopa antes de arrancar, tinha de escolher uma das 3 e liguei, e o tipo da análise fundamental de tecnologia disse das 3 escolhes esta... e de facto todas subiram, mas a que subiu mais foi a que tinha melhores fundamentais. As duas coisas complementam-se. (EP4).

O tipo de análise que os entrevistados fazem eles próprios e que enquadram enquanto fundamental é a interpretação de dados macroeconómicos, entendidos como fatores impulsionadores de dinâmicas de mercado a grande escala:

(...) análise fundamental na prática, análise fundamental de mercados e não tanto de empresas; não é aquele *research* puro de contas de empresa mas uma visão mais holística do mercado - de perceber como é que a decisão da reserva federal americana vai afetar as matérias-primas ou vai afetar os ativos de risco; mais nessa base e não tanto a incidir nas contas das empresas e é essa função que tenho desempenhado até agora... (EP9).

As ferramentas de análise técnica têm uma importância muito maior neste contexto do que nos outros perfis. Não só enquanto instrumentos de deteção dos momentos de alteração de posições, aspeto que é referido no perfil anterior, mas também como forma de encontrar oportunidades de investimento.

O Santander emitiu uma nota a dizer isto, eu respondi: se eles sabem e todos analistas sabem que é a mais cara da Península Ibérica, mas alguém está a comprar a este preço e a mim interessa-me mais onde é que eles estão a pôr o dinheiro do que o que é que o analista está a dizer. (EP4).

A parte da componente técnica pode ser muito forte: podem existir padrões técnicos que me levam a sugerir a negociação das *bunds* não tanto pelos fatores fundamentais (que eventualmente podem ser muito fracos), mas os técnicos são muito relevantes para deixar passar essa oportunidade. (EP9).

Além de técnicas como a identificação de padrões reconhecíveis na evolução do preço e que remetem para o comportamento dos investidores em situações similares no passado, é mencionada a utilidade de determinados índices que podem ser usados como detetores do sentimento do mercado. Um dos entrevistados explica a sua abordagem a partir da conceção das expectativas dos investidores como orientadas para sentimentos de medo e ganância e de como utiliza um índice de volatilidade sobre opções para detetar momentos de viragem de sentimento.

Quando achas que as coisas vão correr mal não vais estar a desfazer as posições todas, nem há mercado para isso, o que fazes é defendes-te através de opções. Estás a ver aqui Agosto? A situação de stress, já viste para onde é que disparou o medo? E aqui a tranquilidade outra vez. Este [VIX]<sup>180</sup> é um dos indicadores que uso. (EP4).

O uso da análise técnica nestes casos está também, obviamente, associado a tempos de intervenção mais curtos. Além da sua simplicidade de aplicação permite um envolvimento contínuo no mercado sem esperar por análise mais demoradas que podem chegar tarde demais.

É olhar para o boneco, depois há milhões, há os canais, há as figuras, o *head and shoulders*, as ondas não sei quê, três para cima quatro para baixo, a análise técnica tem centenas de indicadores... é para chegar ali e epá, isto está aqui a bater num ponto... Vamos supor que isto é uma linha [faz um desenho de variação de preço face a uma linha

---

<sup>180</sup> Trata-se do índice de volatilidade implícita das opções do índice S&P 500 publicado pela Chicago Board Options Exchange.

de resistência] e isto é outra e a cotação está a fazer assim e de repente... partiu aqui a resistência: compra, compra, compra... e depois aquilo vem “retestar” a linha... espera aguenta, aguenta, olha aguentou, pronto e deixa ir não vende... olha voltou a entrar no canal, fecha a posição, perdeu dinheiro. Comprou aqui e estar a fechar aqui já perdeu dinheiro. Depois espera e só vai comprar quando bater no suporte... quando chegar aqui, compra... mas “ups” voltou a não entrar no canal perde dinheiro outra vez (...). A análise técnica é muito dinâmica, muito rápida. (EP5).

Outra forma de descobrir oportunidades de investimento consiste na descoberta de correlações entre títulos. No exemplo seguinte o entrevistado demonstra o uso de uma metodologia deste tipo em que as qualidades particulares do título em causa são tornadas irrelevantes e o preço abstraído das condições do subjacente do título, neste caso uma empresa

Tínhamos clientes com as duas posições - Portugal Telecom e PT Multimédia - e nós estudávamos o rácio entre as duas cotações; dividíamos a cotação da PT Multimédia pela PT que dava um valor que tem origem num quociente e descobrimos passados 4 meses ou 5 meses que aquilo variava entre 1.90 e 2.20; independentemente dos resultados das empresas e independentemente de tudo, o que começamos a fazer é quando o rácio vinha a 1.90 nos comprávamos Multimédia e vendíamos a posição em PT; quando o rácio vinha a 2.20 fazíamos o inverso; (EP4).

Apesar da benevolência face às várias metodologias de previsão e avaliação que se encontra entre os entrevistados deste perfil, nota-se também, comparativamente com os outros, uma posição de defesa das competências em análise técnica não só no que respeita à sua eficácia, mas também relativamente ao lugar subordinado que lhe reconhecem no quadro da legitimidade das várias metodologias, e, em particular face à análise fundamental. Nesse sentido os argumentos dos entrevistados centram-se não só na capacidade destas ferramentas gerarem oportunidades de investimento, mas também na inadequação da educação universitária no que respeita à transmissão de conhecimentos necessários ao seu trabalho.

Do dia para a noite. (...) é muito diferente a visão que se tem de como isto funciona que se tem depois com a prática, a experiência não se ensina. Mesmo entre os analistas fundamentais, todos nós, com a experiência, vamos percebendo que muito daquilo em que acreditámos é verdade a 10 anos, mas nós não vivemos daqui a 10 anos. (EP4).

O meu curso teve 30 e tal cadeiras e eu aproveitei meia dúzia. A matemática dá aquela facilidade para a pessoa mexer em números, mas isso tive até ao 12º ano e acho que chegava. Gestão financeira para ter umas noções de gestão. Contabilidades dá imenso para analisar balanços e demonstrações de resultado, pouco mais, ah cálculo financeiro para ter a noção de como se atualiza... uma taxa anualizada. (EP5).

na realidade o percurso académico ou as cadeiras académicas não dão uma ênfase muito grande aos mercados financeiros, na prática; isto é a análise técnica é deixada para segundo plano infelizmente, e é de facto dada alguma ênfase à análise fundamental mas infelizmente fica-se por aí (...) para quem vai para o mercado de trabalho, conhecer como é que a análise técnica funciona. No meu caso essa formação veio por iniciativa própria, procurei essa formação, paguei em alguns casos por essa formação. Cursos que não são conhecidos... Essencialmente eram formações feitas por casas de investimento, portuguesas nalguns casos, feitas online. (EP9).

Tal como foi referido acerca da análise fundamental, existe no caso de um dos entrevistados também um entendimento performativo da própria análise técnica, ou seja, a sua utilidade reside também no facto de que, por ser usada por muitos investidores, condiciona a perspetiva que estes têm do mercado. Neste sentido a ferramenta é usada como mecanismo de coordenação no sentido de Knorr-Cetina & Bruegger (2002), como forma de observar o que os outros investidores estão a ver:

Já há muita gente a fazer ou também a basear as suas análises naquilo que percebem que os outros estão a analisar. Ou seja: se há um determinado comportamento de preço, que nos apercebemos que é evidente que há muita gente a aperceber-se dele, isso é como aquelas *self fulfilling prophecies*, isso já manipula; ou melhor, já deturpa o próprio comportamento do mercado: haver muita gente a utilizar determinado tipo de técnicas, isso também ajuda a exacerbar movimentos e até que eles já não funcionem como funcionavam numa forma mais pura há 10 ou 15 anos. (EP4).

A antecipação relativamente aos outros participantes no mercado faz com que uma das componentes importantes do seu trabalho seja a análise do fluxo noticioso, avaliando o impacto de determinados acontecimentos nas cotações. Num dos casos, a equipa tem uma pessoa responsável por acompanhar e interpretar as notícias. Nos outros são os próprios que fazem esse acompanhamento.

Mudança de governo na Polónia com entrada dos conservadores que vão pôr imposto sobre banca e retalho, Jerónimo Martins e BCP como vai ser? E o pessoal não fica à espera que os analistas se sentem e vamos cá ver... não... enquanto os analistas estão a pôr os números no Excel já está o mercado todo a comprar e a vender, neste caso: vender. Ontem quando saiu a notícia BCP a perder 5% ou mais e Jerónimo estava a cair. (EP5).

Vejo umas coisas da CNBC no autocarro em certas alturas do dia em que não há nada para fazer, também leio umas notícias, tento estar informado, obviamente deposito muita confiança na [colega] nessa parte e não vamos estar a duplicar funções. Ela alerta-nos e se tenho uma dúvida, às vezes mais depressa lhe pergunto a ela. Na parte de notícias e do que se está a passar - embora tenhamos a TV ligada com não sei o quê e vamos sempre ver. (EP4).

Como este tipo de analistas é também interveniente no mercado em contínuo, o próprio contacto com colegas e clientes é usado como fonte de informação para sinalizar o sentimento de mercado. Note-se também que este tipo de enquadramento organizacional caracteriza-se por um envolvimento maior no mercado, isto é, enquanto que nos outros, e sobretudo no primeiro, há uma certa componente de distanciamento, não só relativamente ao entendimento do papel do analista financeiro como na própria divisão funcional entre analistas e outros profissionais, aqui o analista está dentro do mercado e a própria sala é um dispositivo de observação:

Tu consegues perceber até aqui nesta sala, as situações de euforia... “hey” isto está ir não sei para onde rapa, rapa, rapa! E sentes nos clientes, (...) se entras no dia errado és logo posto fora, tens que esperar claramente perceber e sentir o pânico, alguns dias de pânico e vês mesmo. (...) nós temos aqui clientes que são perfeitamente relógios. (...) Então, isto era muito bom a 7, a 6 e a 5, agora a 4 está cheio de medo, não. (EP4).

## Síntese

As definições do papel dos analistas são definidas por reivindicações de integração numa uma ordem normativa socialmente legítima. Essas reivindicações são sempre construídas pela afirmação da promoção de um melhor funcionamento dos mercados financeiros e pela afirmação do papel positivo dos mercados financeiros na economia e na sociedade. Nessa medida, apesar da dimensão da rentabilidade como recurso de justificação que apresenta a análise financeira como uma tecnologia de geração de lucro, e a aproxima do que Muzio et al. (2011) designam por legitimação pelo mercado, não se pode excluir que existe uma orientação, do ponto de vista da ideologia profissional, para o que os mesmos autores referem por orientação para o benefício público. Contudo, apesar dessa apreciação genérica, a análise por perfis permitiu identificar formas diferentes de definição do papel do analista face à organização, clientes e sociedade. Assim, de acordo com cada definição de analista corresponde uma delimitação de designações ocupacionais e funções diferentes, cujas reivindicações de legitimidade face a esses três aspetos variam, não só de acordo com a ocupação com a qual o profissional se identifica ou a formação pela qual passou, mas pelo tipo de prática profissional que exerce.

Uma outra conclusão a destacar sobre este capítulo e que é inesperada face à nossa própria perspetiva inicial, formada em particular pela reflexão sobre a literatura sociológica centrada neste tema, é a de que os profissionais demonstram em geral uma atitude pragmática face às várias metodologias de avaliação, definindo a sua preferência pelas circunstâncias do seu enquadramento organizacional e os objetivos que dele decorrem. Mas apesar da apreciação que fazem acerca das várias metodologias poder ser positiva, o seu trabalho orienta-se para uma combinação particular de metodologias, formas de observação do mercado e formas de interpretação que são locais, específicas do enquadramento organizacional em que se encontram. Em alguns casos, sobretudo no primeiro perfil, de forma menos notória no segundo e ainda menos no terceiro, essas combinações aproximam-se mais daquilo que poderíamos designar por cultura legítima da análise financeira e que diz respeito aos saberes e conceções correspondentes à formação universitária e certificações da área. Em consonância com a ideia de que essas combinações têm uma base organizacional considere-se que alguns entrevistados circulam ao longo do seu percurso profissional por esses vários perfis organizacionais

adaptando-se às combinações particulares que fazem parte de cada enquadramento<sup>181</sup>, mesmo que em noutros casos essas combinações estão mais presas ao percurso individual dos profissionais<sup>182</sup>.

A construção de perfis organizacionais permitiu identificar alguns padrões nas combinações de metodologias, formas de observação do mercado e de interpretação. O argumento principal que aqui se pretende defender é de que esses enquadramentos organizacionais e as suas características estão na base da configuração dessas combinações, podendo estas ser consideradas elas próprias, e não os perfis, enquanto culturas de expertise, posição que irá discutir na conclusão.

---

<sup>181</sup> Existe neste ponto dois casos exemplares: um é o entrevistado (EP2), cujo percurso passa do primeiro perfil para o segundo, havendo alguma continuidade entre os dois no que respeita à importância dos fundamentais e tendências de longo prazo; outro é o entrevistado (EP5) que passa entre os vários perfis e se vai adaptando a essas circunstâncias.

<sup>182</sup> Um caso em que essa ligação ao indivíduo é mais evidente é o do entrevistado (EP4), pelo seu percurso de formação, maior ligação a determinadas metodologias e formas de justificação invocadas, comparativamente a outros para quem, havendo maior ou menor preferência por uma metodologia, existe sempre uma certa benevolência face às várias alternativas.



## CONCLUSÃO

Esta investigação foi orientada por dois conjuntos teóricos de referência, focados na institucionalização ocupacional e nas culturas de expertise presente nas questões de partida referidas na introdução. A razão invocada para esta dualidade de abordagem prende-se com um fator de percurso e um fator de ordem teórica. O fator de percurso é que a presente investigação tem origem em questões que surgiram no quadro de leituras sobre a abordagem sociológica aos mercados financeiros, e ao papel dos analistas enquanto mediadores, criadores e utilizadores de estruturas de mediação da informação nos mercados. O fator de ordem teórica remete para uma argumentação utilizada anteriormente e que aqui se reitera. Primeiro a constatação de que a prática profissional no quadro da sociologia dos mercados financeiros, sobretudo no caso da análise financeira, onde tem havido maior influência dos Estudos Sociais da Finança, tende a ser contextualizada apenas localmente, ignorando frequentemente que existe uma dimensão de continuidade e de rotinização, que resulta da relação entre a prática localizada e condições de institucionalização a escalas diferentes<sup>183</sup>. Segundo, o facto de que as condições de institucionalização da prática profissional são objeto de uma longa tradição de investigação e problematização teórica no quadro da sociologia das profissões, que, excetuando alguns casos, é negligenciada pelos Estudos Sociais da Finança. Terceiro, a tendência em sentido de contrário, para a qual já Abbott (1988) tinha chamado a atenção, de exclusividade no foco da sociologia das profissões sobre aspetos formais da institucionalização profissional e relativo esquecimento da prática profissional em si, e da interação entre as duas dimensões, nomeadamente ao nível dos contextos organizacionais. Por último, o entendimento de que a noção de culturas de expertise, tem, mesmo no quadro dos Estudos Sociais da Finança sido objeto de tratamentos empíricos (Wansleben, 2013) que não a constroem ao espaço da expertise meramente localizada que é habitualmente o foco desta área disciplinar, e possui características que possibilitam a ligação entre dois universos à partida longínquos, o da sociologia dos mercados e o da sociologia das profissões. O conceito de culturas de expertise decorre de uma continuidade da problematização sobre as culturas epistémicas (Knorr-Cetina, 1999, 2007, 2011), tema que sob diversas designações ocupa um lugar central na sociologia da

---

<sup>183</sup> Esta afirmação nem sequer faz sentido no contexto de parte dos Estudos Sociais da Finança que, a partir da perspectiva da Teoria do Actor-Rede, e em contraste com a maior parte da produção sociológica, negam a existência de escala no sentido de distinção entre micro e macro, preferindo referir-se uma topografia plana (Latour, 2007).

finança, em particular no que respeita aos métodos e técnicas e a sua implementação como dispositivos de avaliação do valor. Ao mesmo tempo, os temas da expertise e do trabalho baseado no conhecimento têm vindo a ocupar um lugar cada vez mais preponderante no quadro da sociologia das profissões (Gorman & Sandefur, 2011).

Em consonância com esta argumentação, a investigação desenvolveu uma abordagem de cruzamento entre a sociologia da finança e a sociologia das profissões, considerando a institucionalização da análise financeira do ponto de vista da sua dimensão ocupacional, enquanto conjunto de instituições de reprodução de conhecimento e regulação, mas também do ponto de vista da sua dimensão epistémica, enquanto conjunto de práticas de avaliação diversificadas. Esta abordagem realçou ainda uma dimensão organizacional, ao mostrar que nos contextos locais, a equipa, o departamento ou a organização, dinâmicas de várias escalas são recombinadas em formas particulares de institucionalização da expertise. Assim, dinâmicas como a regulação pelo Estado são interpeladas a nível local a partir de estratégias específicas do contexto organizacional onde se articulam diferentes formas de avaliação e diferentes reivindicações ocupacionais. Neste sentido esta investigação cruza-se também com o domínio interdisciplinar dos *organization studies*, para o qual autores da área da sociologia dos mercados (Beunza et al., 2006; Callon & Muniesa, 2005) assim como da sociologia das profissões (Reed, 1996) têm contribuído<sup>184</sup>.

A partir deste diálogo teórico procurou-se descrever as condições de institucionalização da análise financeira em Portugal conjugando várias escalas: a nacional e transnacional, sobretudo nos domínios da reprodução do conhecimento e da regulação profissional; as estruturas e as práticas, por exemplo na forma como os processos de recrutamento a nível local incorporam ou são autónomos da influência das instituições de certificação, ou na relação entre a prática profissional localizada e os tipos de enquadramento organizacional e ocupacional.

Importa sumarizar alguns resultados e as suas implicações. Para esse efeito, podemos organizar essa sumarização enumerando as dimensões de análise que orientaram transversalmente a investigação e que consistem nas dimensões de institucionalização (Muzio et al. 2011) da ocupação (ver capítulo II), e terminando com as implicações da investigação no quadro do conceito de culturas de expertise.

#### *Corpo de conhecimentos*

---

<sup>184</sup> A publicação periódica “Organization Studies” onde se incluem os três artigos citados anteriormente e a “Organization” são duas importantes disseminadoras da produção académica na área dos *organization studies*.

Os analistas financeiros não têm uma associação a um corpo de conhecimentos formal exclusivo reproduzido a nível das instituições universitárias. Como se mostrou, a educação formal reproduz um tipo de conhecimento abstrato e universalista que é comum a várias ocupações e que corresponde a um conjunto central de teoria financeira e de alguns saberes complementares. Esse conhecimento tem características de institucionalização transnacional (Fourcade, 2006): a nível da sua formalização, pela preponderância da matemática como técnica aplicada e referência teórica e a sua aplicabilidade universal, e também pela própria natureza do conhecimento, abstrato e generalizável; a nível das relações institucionais, no papel legitimador de organizações internacionais na certificação e validação de cursos e universidades, e na conseqüente influência sobre conteúdos curriculares; a nível da organização dos cursos, pela tendência para o ensino em inglês, por vezes em exclusividade.

O corpo de conhecimentos em análise financeira abrange mais do que a educação universitária. Em proporção variável em função dos perfis organizacionais, são necessárias competências em outras metodologias ensinadas em instituições não universitárias – competências de interpretação de notícias, conhecimento de base sectorial e sobre o mercado português. É nos locais de trabalho que grande parte destas competências são reproduzidas.

Estes vários tipos de conhecimento têm diferentes graus de legitimidade – científica e pragmática – não sendo suficiente apenas uma delas, o que é visível na associação das universidades a empresas reputadas e na promoção de uma imagem de empregabilidade e orientação para o mercado de trabalho, mas também em sentido inverso na valorização de credenciais académicas pelas empresas como critério de recrutamento.

#### *Fechamento ocupacional, relação com o Estado e mercado*

Parte dos analistas é obrigado ao registo na entidade reguladora para exercer atividade, mediante condições estabelecidas pelo regulador e assentes primordialmente na detenção de certificações organizadas por entidades internacionais. Entre estas, a certificação com origem nos EUA é a mais difunda globalmente, o que reforça a adoção de padrões universais de base americana, apesar de haver uma lógica competitiva entre as duas. Contudo, existem limites ao fechamento de base regulamentar, uma vez que parte dos analistas financeiros e outras ocupações ligadas à análise financeira não estão abrangidos por essa obrigatoriedade. Além disso existem estratégias no mercado de trabalho de resistência aos requisitos legais, pese embora possa existir uma tendência de aumento de influência da certificação como critério de recrutamento. Mais fundamentalmente a análise financeira é apenas parcialmente entendida como ocupação, o que dificulta a possibilidade de emergência de lógicas de fechamento ocupacionais.

### *Composição associativa*

A pluralidade de representações sobre a definição de analista e acumulação com outras designações ocupacionais e o tipo de organização funcional do trabalho e multiplicidade de metodologias são obstáculos à criação de um sentido de comunidade e pertença profissional. Consequentemente, a capacidade de mobilização associativa, pese embora a vocação abrangente de uma das associações, é fraca e a identificação dos profissionais com os seus objetivos difusa. Uma das associações deste domínio é uma associação de *chartholders*, e os seus objetivos mais próximos da promoção da certificação do que de interesses de base ocupacional. Outra associação tem uma orientação metodológica e não ocupacional juntando analistas e investidores, enquanto utilizadores da análise técnica. À semelhança de algumas organizações estudadas por Muzio et. al (2011) também uma delas admite afiliação coletiva, incluindo empresas e outras associações, embora não se possa concluir acerca da influência da associação sobre as práticas empresariais.

### *Jurisdição*

A competição no caso da análise financeira é mais intraocupacional do que interocupacional e revela-se sobretudo a nível das reivindicações de exercício de uma expertise legítima entre analistas fundamentais e analistas técnicos. Este aspeto, já variadas vezes referido na literatura (Zuckerman, 2012), tem mais importância a nível da reprodução de conhecimento em que existe uma separação entre o tipo de instituições mais ligadas a um tipo de metodologia ou a outra. No caso do mercado de trabalho, não existe uma separação forte entre ocupações segundo cada tipo de metodologia e são muitas vezes usadas em combinação pelos mesmos indivíduos ou por diferentes indivíduos de uma mesma equipa. Existem, contudo, variações por perfil organizacional que estabelecem algumas delimitações, apesar de difusas, entre as duas metodologias. Além disto identificou-se um conflito em torno do espaço mediático ligado às recomendações de investimento, sobre o qual os analistas reclamam, mais do que exclusividade para si próprios, a exclusão dos não especialistas<sup>185</sup>.

### *Autonomia técnica, relação com clientes e empregadores*

Dada a diversidade de contextos de prática profissional, existe uma grande variação no que diz respeito ao grau de envolvimento entre clientes e empregadores. Existem, por exemplo, consultores de investimento que prestam serviços personalizados de aconselhamento financeiro, mas também analistas que raramente contactam com clientes. Mais uma vez a

---

<sup>185</sup> A terminologia utilizada pode, contudo, esconder um conflito entre analistas fundamentais e analistas técnicos.

variação prende-se com a ocupação específica em causa e com o perfil organizacional. Verificou-se que em instituições de mais pequena dimensão, onde há menos diferenciação funcional, o analista pode acumular funções e ter uma relação de confiança com um conjunto de clientes que acompanha há anos. No mesmo sentido a relação com os empregadores pode pressupor vários graus de autonomia. No caso dos analistas de *sell side* que fazem recomendações públicas, é promovida uma separação entre os interesses da instituição e a independência do analista, mas esses interesses são diretamente convergentes no caso dos analistas de *buy side* e nos que no quadro de instituições mais pequenas acumulam a função de analista com outras funções.

#### *Reivindicações de legitimidade*

As reivindicações de legitimidade podem aplicar-se a dois aspetos diferentes. No caso das reivindicações de legitimidade sobre o corpo de conhecimentos trata-se de reivindicações de cientificidade e também de rentabilidade que já foram referidas. No sentido que esta categoria tem para Muzio et al. (2011), refere-se à orientação para a rentabilidade ou para o benefício público. Existem elementos das duas, que podem variar de acordo com os perfis organizacionais. Verificou-se que o tipo de justificação usado, quer por coordenadores de curso, quer por profissionais permite uma mobilização das duas formas em sobreposição, isto é, relacionando os efeitos da atividade sobre a geração de lucro com efeitos positivos para os mercados e a sociedade em geral. Também aqui há distinções a nível de perfil, dado que o impacto da prática profissional sobre a rentabilidade pode ser mais direto, como no caso dos gestores de fundos, ou mais indireto como no caso dos *equity research analysts*.

A exposição ao longo das anteriores dimensões de análise tem algumas implicações que importa destacar.

Desde logo a não conformidade do caso por nós analisado com os modelos considerados por Muzio et. al (2011) de profissionalização tradicional ou de profissionalização empresarial, existindo em várias dimensões elementos dos dois modelos em simultâneo. Contudo a exposição que fizemos no capítulo II do processo de institucionalização da análise financeira nos EUA remete indiscutivelmente para um processo, não um resultado, de profissionalização típico, que é interrompido, ou desviado para outro caminho, pela afirmação de novas conceções de valor no quadro da economia financeira. A análise do caso português mostra um desenvolvimento da ocupação influenciado por uma posição periférica a nível da institucionalização transnacional (Fourcade, 2006). Essa situação é sobretudo visível mais recentemente com a maior relevância das instituições de certificação internacionais. Os padrões

e normas profissionais têm uma forte influência de dois centros, os EUA e a Europa, que competem a nível das instituições associativas e de formação e certificação.

No domínio das ocupações genericamente ligadas às atividades financeiras, existem elementos de uma cultura comum. No decurso da presente investigação foi possível identificar não só nas entrevistas, mas também em textos e conversas informais o uso de exemplos, histórias e termos recorrentes, partilhados por um conjunto alargado de pessoas que atravessa ocupações e formas de expertise. Nesse sentido muito genérico não é excessivo falar de uma cultura financeira alargada. Mas o conceito de cultura de expertise é mais específico e não se refere a ocupações enquanto culturas, mas a similitudes nas formas interpretação que são específicas, podendo ou não corresponder a ocupações particulares. Conceitos como culturas epistémicas e culturas de avaliação especificam ainda mais o significado de cultura, sublinhando os fundamentos ou as bases nas quais se alicerçam determinadas formas de conhecer ou determinadas formas de interpretar o valor. Se a partir de critérios como os especificados por MacKenzie (2011) ou por Zuckerman (2012), a propósito de paradigmas de eficiência de mercado é possível distinguir entre culturas de avaliação mais próximas da análise fundamental ou da análise técnica, dado que estas se baseiam formalmente em conceções antagónicas sobre o valor, o trabalho de Wansleben (2013) mostra como nos contextos de trabalho estas divisões são superadas e conceções antagónicas são integradas em culturas formadas na prática profissional. Nesta dissertação mostrou-se que em dimensões como a reprodução do conhecimento e a regulação profissional existem diferenças nos modos de institucionalização dessas formas de expertise. Contudo, também se tornou evidente que existe uma autonomia parcial do mercado de trabalho relativamente a essas dinâmicas de institucionalização, no sentido em que fronteiras ocupacionais e fronteiras de conhecimento são regularmente atravessadas por alguns indivíduos nos seus percursos profissionais e por formas mistas na composição de equipas. À semelhança do que faz Wansleben (2013), é necessário argumentar a favor de um papel da prática profissional como fator de recomposição das culturas de expertise. Na proposta deste autor, as culturas são específicas de determinados mercados, como o mercado de cambial em que se focou a sua investigação. A nossa perspetiva é a de que esse argumento deve estender-se a graus ainda mais específicos e estabelecer pontos de contacto com o conceito de molduras de avaliação sem prejuízo de se manter o sentido de culturas epistémicas na sua abordagem mais generalista, estabelecendo contactos com a noção de disciplina ou paradigma. É importante notar que as configurações possíveis para a delimitação das culturas de expertise têm sido definidas pelas perspetivas de partida dos autores e não de uma realidade autoevidente, e o seu sentido pode orientar-se mais para fronteiras ocupacionais,

organizacionais, disciplinares ou epistêmicas, e que, portanto, poderemos encontrar culturas de expertise de determinados mercados, mas também em determinados sectores e tipos organizacionais que intervêm nesses mercados<sup>186</sup>. Parte dessa pluralidade de delimitações prende-se com alguma indefinição do próprio conceito, mas também com o facto de todas essas delimitações possíveis serem relevantes à partida, e a opção por cada uma delas ser uma necessidade de investigação no quadro de uma dada perspectiva analítica.

Identificamos duas soluções possíveis para este problema de indefinição conceptual: uma é a redução da variedade de significados do conceito e restrição do seu uso às diferenças de fundamentos epistémicos como conceções sobre o valor no caso da análise financeira, sendo então necessário integrar os contributos relacionados com outras delimitações sob outras terminologias. Outra é adotar a mesma lógica que Beunza e Garud (2007) usam para explicar a relação entre várias molduras de avaliação e considerar que as culturas de expertise podem corresponder a delimitações de diferentes níveis de abrangência e que podem estar aninhadas ou intersectarem-se entre si. De qualquer das formas é necessário reconhecer uma dificuldade relacionada com o conceito. Usando o exemplo da análise financeira essa dificuldade é a de que uma moldura de cálculo específica, usada no quadro da atividade de um individuo ou de uma equipa para avaliar um ativo financeiro ou tomar uma decisão sobre o momento de entrada num investimento, pode ser construída com recurso a várias molduras de avaliação (por exemplo um modelo DCF cujo resultado é ponderado por um método de múltiplos, tendo em consideração os possíveis efeitos de uma notícia sobre as expectativas dos investidores), articuladas com base numa moldura mais genérica (por exemplo especificada por uma determinada estratégia de investimento *top down* e um foco de exposição regional) mas também ancoradas em culturas epistémicas diferentes (análise técnica, análise fundamental) que por sua vez têm diferentes formas de institucionalização disciplinar e ocupacional. Existe, portanto, um contínuo entre o nível concreto de aplicação de uma moldura de avaliação e o nível mais geral, que corresponde a várias formas de expertise estabelecidas a nível de fronteiras disciplinares. A opção por considerar um ou outro nível é uma opção analítica válida já que, mesmo tendo em conta que a unidade de decisão ocorre a nível da equipa e se restringe apenas a um dado momento no tempo ela acontece no quadro múltiplos contextos de conhecimento (molduras

---

<sup>186</sup> Dragonetti (2003), por exemplo, propôs a análise das organizações enquanto culturas epistémicas, argumentando que os contextos organizacionais configuram modos próprios de produção de conhecimento.

quando falamos de contextos mais localizados e culturas quando nos referimos a contextos mais genéricos).

Um dos aspetos interessantes em que a presente investigação contrasta com outras investigações sociológicas (Preda, 2007a; Godechot, 2008) no domínio da análise financeira e avaliação diz respeito à irreconciliação e conflitualidade entre dois cânones e grupos da análise financeira, a análise fundamental e a análise técnica. Identificou-se claramente uma forte distinção relativamente às formas de institucionalização das duas, quer a nível da reprodução do conhecimento, aspeto em que a análise fundamental está mais associada ao ensino formal universitário e a análise técnica mais ao ensino informal ou ensino formal não universitário, quer a nível das formas de regulação profissional, sendo apenas reconhecidas as certificações associadas à análise fundamental que são reconhecidas para autorização para emissão pública devidamente autorizada de recomendações de investimento. Além disso identificámos várias instâncias que correspondem a estratégias de deslegitimação<sup>187</sup> da análise técnica, já identificadas por Godechot (2008), e, em sentido contrário, uma justificação autónoma e de autoexclusão da análise técnica<sup>188</sup>.

Por outro lado, e aí contrariamente a essa dimensão mais conflitual, identificámos argumentos utilizados pelos profissionais a favor da complementaridade destas duas metodologias e deparámo-nos com a utilização frequente da combinação das duas perspetivas. Além disso as classificações de deslegitimação relativamente à análise técnica são usadas sobretudo como uma convenção, no sentido de algo que é considerado comum, mas com a qual

---

<sup>187</sup> Por exemplo utilizando descrevendo usando termos tais como a astrologia e o *voodoo*.

<sup>188</sup> Referimo-nos por exemplo às queixas da Associação de Analistas Técnicos de tratamento discriminatório por parte da CMVM, ou a desvalorização das credenciais associadas à análise fundamental, aspetos referidos no capítulo sobre regulação profissional.

não se concorda necessariamente<sup>189</sup>, havendo também críticas dos profissionais aos excessos de isolamento nas perspetivas de origem<sup>190</sup>.

É interessante notar que entre os coordenadores de curso entrevistados a opinião sobre a análise técnica é tendencialmente desfavorável, mas isso não se passa entre os profissionais. Esta diferença é coerente com a possibilidade de existirem diferentes fontes de legitimidade entre as metodologias que correspondem a diferenças do mesmo tipo entre as universidades e empresas, designadamente a justificação científica e a justificação pela rentabilidade. Como se referiu em vários pontos da dissertação é evidente que existem elementos das duas em ambos os domínios, e esse facto é muito notório na relação de reforço de prestígio mútuo entre empresas financeiras e instituições universitárias visível em materiais promocionais das universidades ou de acontecimentos como conferências e eventos comemorativos. A análise da prática profissional realizada nesta investigação sugere que o conflito entre as duas metodologias se revela entre os próprios analistas em elementos de repetição ritualista que denotam uma afiliação dos indivíduos, mas sem criar barreiras impeditivas do uso das várias competências em contexto de trabalho. Até que ponto existe esta quase autonomia da prática profissional face a disputas de legitimidade entre metodologias existe e em que condições pode ser uma questão para futuras pesquisas. Ao mesmo tempo esta relativa autonomia da prática profissional levanta limites ao tipo de abordagem que seguimos ao longo da dissertação e que aponta precisamente para a necessidade de ultrapassar uma divisão entre o lado mais formal da institucionalização da expertise, aquilo que se poderia designar por profissionalização e o lado mais substantivo, o da prática profissional em si.

Foi igualmente identificado na análise um conjunto de competências e saberes que se podem designar como conhecimento tácito não transmissível pela educação formal. A ideia de

---

<sup>189</sup> A este respeito a seguinte citação é muito elucidativa: “Quem olha para os fundamentais das empresas como eu diz que a análise técnica é *voodoo* (risos). Acho que no fundo o analista é quem está empregado a fazer análise, agora entre as várias técnicas eu acho que entre os analistas técnicos e os fundamentais até existe alguma complementaridade.” (EP7). Note-se que o entrevistado está a brincar com o estereótipo, ele sabe que essa é uma opinião corrente e que seria suposto que um analista fundamental partilhasse dessa opinião, mas ao mesmo tempo pensa que a análise técnica é uma ferramenta importante que deve também ser usada por quem toma as decisões, a par da análise fundamental.

<sup>190</sup> Um exemplo disto é o emprego do termo “fundamentalista da análise fundamental” usado por dois entrevistados mais ligados à análise fundamental para criticarem aqueles que são mais intolerantes face a outras metodologias.

que o analista tem já à partida uma certa capacidade intuitiva de interpretação ou que ganha alguma sensibilidade na interpretação de certos indicadores e notícias é de alguma forma referida por todos os profissionais, e não só aqueles que estão mais associados à análise de mercado. A relevância desta dimensão é um dos aspetos importantes a destacar nesta conclusão. Apesar de no início da investigação existir na nossa parte alguma familiaridade com este tema, que está presente por exemplo na noção de hiperracionalidade de Abolafia (2001), a sua importância constitui um resultado de relevância adicional. A noção de conhecimento tácito ou incomunicável tem sido objeto de investigação no quadro da sociologia (Collins, 2010)<sup>191</sup>. Uma possibilidade a equacionar em investigações futuras é de que este tipo de conhecimento pode ser evocado enquanto dispositivo retórico de justificação de reivindicações de autoridade sobre um dado domínio de expertise, enquanto parte de uma estratégia de resistência à formalização e a perda de controlo sobre um espaço jurisdicional<sup>192</sup>. O facto de as referências a este tipo de conhecimento serem mais comuns entre os profissionais entrevistados do que entre os coordenadores de cursos sugere alguma concordância com esta explicação. Além disso, a emergência de tecnologias de *trading*, *hedging* e análise de elevado grau de automatização constitui um risco de perda de autoridade para os profissionais ligados à avaliação de títulos financeiros. O apelo a competências especificamente intuitivas e humanas pode, nesse caso, ser usado como uma das referidas estratégias de resistência. Outra possibilidade é considerar que podem existir outros motivos que tornam difícil a explicitação de determinadas competências. Essa possibilidade é seguida por Collins (2010) na sua tipologia de conhecimento tácito<sup>193</sup> que oferece algumas pistas para um tratamento mais profundo deste tema. Essa possibilidade também está contida nas noções de disposição e de habitus (Bourdieu, 2005), que são usadas por Godechot (2005) para relacionar modos de racionalidade financeira com referência a trajetos sociais, e potencialmente ainda mais no caso da noção de atualização de disposições

---

<sup>191</sup> Collins (2010) distingue entre conhecimento relacional, que depende apenas da familiaridade com o contexto e é potencialmente formalizável, conhecimento somático, que está ligado às associações de tarefas com partes do corpo e conhecimento colectivo que resulta da internalização de normas associadas à interação social.

<sup>192</sup> Este argumento é usado num estudo sobre a profissão médica (Lawrence, 1988).

<sup>193</sup> Uma delas é evidentemente a própria situação de entrevista pela sua duração limitada e pela distância entre entrevistado e entrevistador no que respeita a referências específicas do trabalho do entrevistado.

(Lahire, 2005) que permite considerar o efeito da socialização no trabalho e o papel dos grupos de pares na aquisição de competências.



## BIBLIOGRAFIA

- Abbott, A. (1988). *The system of professions: An essay on the division of expert labor*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Abolafia, M. (2001) *Making Markets. Opportunism and Restraint on Wall Street*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Abolafia, M. (1998). Markets as cultures: an ethnographic approach. In M. Callon (Ed.), *The laws of the markets* (pp. 69-85). Oxford: Blackwell.
- Archer, M. (1995). *Realist Social Theory: the morphogenetic approach*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Aspers, P. (2007). Theory, reality, and performativity in markets. *American Journal of Economics and Sociology*. 66(2). 379-398.
- Baker, W.(1984). The social structure of a national securities market. *American Journal of Sociology*. 89(4). 775-811.
- Barry, A. & Slater, D. (2002). Technology, politics and the market: an interview with Michel Callon. *Economy and Society*. 31(2). 285-306.
- Beckert, J. & Aspers, P. (2011). *The worth of goods: Valuation and pricing in the economy*. Oxford: Oxford University Press.
- Beunza, D. & Garud, R. (2007). Calculators, lemmings or frame-makers? The intermediary role of securities analysts. *The Sociological Review*. 55. 13-39.
- Beunza, D. & Stark, D. (2003). The organization of responsiveness: innovation and recovery in the trading rooms of Lower Manhattan. *Socio-Economic Review*. 1(2). 135-164.
- Beunza, D. & Stark, D. (2004). Tools of the trade: the socio-technology of arbitrage in a Wall Street trading room. *Industrial and Corporate Change*. 13(2). 369-400.
- Beunza, D., Hardie, I., & MacKenzie, D. (2006). A price is a social thing: towards a material sociology of arbitrage. *Organization Studies*. 27(5). 721-745.
- Bianchi, F. & Squazzoni, F. (2015). Agent-based models in sociology. *Wiley Interdisciplinary Reviews: Computational Statistics*. 7(4). 284-306.
- Black, F., & Scholes, M. (1973) The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy* 81: 637–654.
- Bloor, D. (1976). The strong programme in the sociology of knowledge. *Knowledge and social imagery*. 2. 3-23.
- Boudon, R. (2003). Beyond Rational Choice Theory. *Annual Review of Sociology*. 29. 1-21.
- Bourdieu, P. (1990). *The Logic of Practice*. Stanford: Stanford University Press.
- Bourdieu, P. (2005). *The social structures of the economy*. Cambridge: Polity Press.

- Burt, R. (1992). *Structural Holes: The Social Structure of Competition*. Cambridge, Harvard University Press.
- Çalışkan, K. (2007). Price as a market device: cotton trading in Izmir Mercantile Exchange. *The Sociological Review*. 55. 241-260.
- Çalışkan, K. & Callon, M. (2009). Economization, part 1: shifting attention from the economy towards processes of economization. *Economy and Society*. 38(3). 369-398.
- Çalışkan, K. & Callon, M. (2010). Economization, part 2: a *research* programme for the study of markets. *Economy and Society*. 39(1). 1-32.
- Callon, M. (1984). Some elements of a sociology of translation: domestication of the scallops and the fishermen of St Brieuc Bay. *The Sociological Review*. 32(S1). 196-233.
- Callon, M. (1998). An essay on framing and overflowing: Economic Externalities Revisited by Sociology. In M. Callon (Ed.), *The Laws of the Markets* (pp. 244-269). Oxford: Blackwell.
- Callon, M. (2005). Why virtualism paves the way to political impotence. A reply to Daniel Miller's critique of The Laws of the Markets. *Economic Sociology: European Electronic Newsletter*. 6(2). 3-20.
- Callon, M. (2006). What does it mean to say that economics is performative?. *CSI Working Paper Series 005*. Centre de Sociologie de L'Innovation.
- Callon, M. (2008). Economic markets and the rise of interactive agencements: from prosthetic agencies to habilitated agencies. In T. Pinch & R. Swedberg (Eds.), *Living in a material world* (pp. 29-56). Cambridge: MIT Press.
- Callon, M. (2015). Revisiting marketization: from interface-markets to market-agencements. *Consumption Markets & Culture*. 1-21.
- Callon, M. & Muniesa, F. (2005). Peripheral Vision: Economic Markets as Calculative Collective Devices. *Organization Studies*. 26(8). 1229-1250.
- Carruthers, B. (1996). *City of Capital: Politics and Markets in the English Financial Revolution*. Princeton: Princeton University Press.
- Carruthers, B. & Stinchcombe, A. (1999). The social structure of liquidity: Flexibility, markets, and states. *Theory and Society*. 28(3). 353-382.
- CFA Institute (2017a) "Fact Sheet". [Consultado a 24 de junho de 2017]. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/factsheet/cfa-charter-factsheet.ashx>
- CFA Institute (2017b) "MIFID II: A New Paradigm For Investment Research: Investor Perspectives on Research Costs and Procurement" [Consultado a 10 de junho de 2018]. Disponível em: [https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/advocacy/mifid\\_ii\\_new-paradigm-for-research-report.ashx](https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/advocacy/mifid_ii_new-paradigm-for-research-report.ashx)
- Chauvin, P. (2010). *Le marché des réputations. Une sociologie du monde des Grands Crus de Bordeaux*. Bordeaux: Féret.

- Christian, B. & Chauvin, P (2013). The Power of Market Intermediaries: From Information to Valuation Processes. *Valuation Studies*. 1(1). 83-117.
- CMVM (2003) 1º Inquérito sobre a Actividade dos Analistas Financeiros em Portugal. [Consultado a 27 de Março de 2016]. Disponível em:  
[http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Estudos/Documents/356c4abe54dc467b82bfdeeb4b682d4bInquerito\\_Analistas2003.pdf](http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Estudos/Documents/356c4abe54dc467b82bfdeeb4b682d4bInquerito_Analistas2003.pdf)
- CMVM (2013) "Relatório Anual de Supervisão da Atividade de Análise Financeira 2012". [Consultado a 16 de junho de 2018]. Disponível em:  
[http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/supervisaoatividadeanalisefinanceira/Pages/Relatorios\\_AnaliseFinanceira\\_Home.aspx?pg](http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/supervisaoatividadeanalisefinanceira/Pages/Relatorios_AnaliseFinanceira_Home.aspx?pg)
- CMVM (2014) "Relatório Anual de Supervisão da Atividade de Análise Financeira 2013". [Consultado a 16 de junho de 2018]. Disponível em:  
[http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/supervisaoatividadeanalisefinanceira/Pages/Relatorios\\_AnaliseFinanceira\\_Home.aspx?pg](http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/supervisaoatividadeanalisefinanceira/Pages/Relatorios_AnaliseFinanceira_Home.aspx?pg)
- CMVM (2015) "Relatório Anual de Supervisão da Atividade de Análise Financeira 2014". [Consultado a 16 de junho de 2018]. Disponível em:  
[http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/supervisaoatividadeanalisefinanceira/Pages/Relatorios\\_AnaliseFinanceira\\_Home.aspx?pg](http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/supervisaoatividadeanalisefinanceira/Pages/Relatorios_AnaliseFinanceira_Home.aspx?pg)
- CMVM (2016) "Relatório Anual de Supervisão da Atividade de Análise Financeira 2015". [Consultado a 16 de junho de 2018]. Disponível em:  
[http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/supervisaoatividadeanalisefinanceira/Pages/Relatorios\\_AnaliseFinanceira\\_Home.aspx?pg](http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/supervisaoatividadeanalisefinanceira/Pages/Relatorios_AnaliseFinanceira_Home.aspx?pg)
- CMVM (2017) "Relatório Anual de Supervisão da Atividade de Análise Financeira 2016". [Consultado a 16 de junho de 2018]. Disponível em:  
[http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/supervisaoatividadeanalisefinanceira/Pages/Relatorios\\_AnaliseFinanceira\\_Home.aspx?pg](http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/supervisaoatividadeanalisefinanceira/Pages/Relatorios_AnaliseFinanceira_Home.aspx?pg)
- Collins, H. (2010) *Tacit and Explicit Knowledge*. Chicago: Chicago University Press
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Deleuze, G. & Guattari, F. (2004). *A Thousand Plateaus: Capitalism and Schizophrenia*. London: Continuum.
- DiMaggio, P. & Powell, W. (1983). The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review*. 48(2). 147-160.
- Dobbin, F. & Jung, J. (2010). The misapplication of Mr. Michael Jensen: How agency theory brought down the economy and why it might again. In M. Lounsbury & P. Hirsch (Eds.), *Markets on Trial: The Economic Sociology of the U.S. Financial Crisis* (pp. 29-64). Bingley: Emerald Books.

- Dobbin, F., Dierkes, J., & Zorn, D. (2003). "The Rise of the COO: From Luxury Sidekick to a Significant Player in Corporate Management." Presented at the American Sociological Association Annual Meeting, Atlanta.
- Elder-Vass, D. (2015). Disassembling actor-network theory. *Philosophy of the Social Sciences*. 45(1). 100-121.
- Epstein, A. (Ed.). (2005). *Financialization and the world economy*. Cheltenham and Northampton: Edward Elgar.
- Evett, J. (2008). "A new professionalism? Challenges and opportunities", communication aux journées de l'AISS RC 52 Oslo, 12-13 septembre.
- Fama, E. (1970). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work." *Journal of Finance* 25: 383–417.
- Fine, B. (2003). Callonistics: a disentanglement. *Economy and Society*. 32(3). 478-484.
- Fligstein, N. (1996). Markets as politics: A political-cultural approach to market institutions. *American Sociological Review*. 61(4). 656-673.
- Fligstein, N. (2015). The Theory of Fields and Its Application to Corporate Governance. *Seattle University Law Review*. 39(2). 237-262.
- Fligstein, N. & Dauter, L. (2007). The Sociology of Markets. *Annual Review of Sociology*. 33. 105-128.
- Fligstein, N. & Goldstein, A. (2010). The Anatomy of the Mortgage Securitization Crisis. *Working Paper Series*. Institute for Research on Labor and Employment, UC Berkeley.
- Fligstein, N. & McAdam, D. (2011). Toward a general theory of strategic action fields. *Sociological Theory*. 29(1). 1-26.
- Fligstein, N. & McAdam, D. (2012). *A Theory of Fields*. Oxford: Oxford University Press.
- Fligstein, N. & Shin, T. (2005). Shareholder Value and Changes in American Industries, 1984-2000. *Working Paper Series, Institute for Research on Labor and Employment*.
- Fogarty, T. & Rogers, R. (2005). Financial analysts' reports: an extended institutional theory evaluation. *Accounting, Organizations and Society*. 30(4). 331-356.
- Forum Group (2003), "Financial Analysts: Best Practices in an Integrated European Financial Market. Recommendations from the Forum Group to the European Commission Services". [Consultado a 23 de maio de 2017]. Disponível em: [http://euroirp.com/wp-content/uploads/2016/10/EU\\_Forum\\_Group\\_Report\\_04-09-03.pdf](http://euroirp.com/wp-content/uploads/2016/10/EU_Forum_Group_Report_04-09-03.pdf)
- Fourcade, M. (2006). The construction of a global profession: The transnationalization of Economics. *American Journal of Sociology*. 112(1). 145-194.
- Fourcade, M. (2007). Theories of markets and theories of society. *American Behavioral Scientist*. 50(8). 1015-1034.
- Fourcade, M. (2013). The material and symbolic construction of the BRICs: Reflections inspired by the RIPE Special Issue. *Review of International Political Economy*. 20(2). 256-267.

- Fourcade, M. & Khurana, R. (2013). From social control to financial economics: the linked ecologies of economics and business in twentieth century America. *Theory and Society*. 42(2). 121-159.
- Freidson, E. (1970). *Profession of Medicine: A Study of the Sociology of Applied Knowledge*. New York: Harper and Row.
- Freidson, E. (2001). *Professionalism, the Third Logic*. Cambridge: Polity Press.
- Garcia-Parpet, M. (2007). The Social Construction of a Perfect Market: The Strawberry Auction at Fontaines-en-Sologne. In D. MacKenzie, F. Muniesa, & L. Siu (Eds.), *Do economists make markets?: on the performativity of economics*. Princeton: Princeton University Press.
- Gautié, J., Godechot, O. & Sorignet, P. (2005). Arrangement institutionnel et fonctionnement du marché du travail. Le cas de la chasse de tête. *Sociologie du travail*. 47 (3): 383–404.
- Giddens, A. (1984). *The Constitution of Society: Outline of the Theory of Structuration*. Cambridge: Polity Press.
- Godechot, O. (2000). Le bazar de la rationalité. Vers une sociologie des formes concrètes de raisonnement. *Politix*. 13(52). 17-56.
- Godechot, O. (2005). *Les traders: Essai de sociologie des marchés financiers*. Paris: La Découverte.
- Godechot, O. (2008). Stratégies financières autour d'une table. *Regards croisés sur l'économie*. 1. 144-156.
- Goffman, E. (1974). *Frame analysis: An essay on the organization of experience*. Cambridge: Harvard University Press.
- Gonçalves, C. (1998). *Emergência e Consolidação dos Economistas em Portugal*. Ph.D. dissertation, Faculdade de Letras da Universidade do Porto.
- Gonçalves, C. (2006). Profissões e Mercados: Notas de Reflexão. *Forum Sociológico*. (15/16). 15-32.
- Gonçalves, C. (2007). Análise sociológica das profissões: principais eixos de desenvolvimento. *Sociologia*. 17. 18.
- Graham, B. (1945) Should Security Analysts Have a Professional Rating? The Affirmative Case. *Analysts Journal*, (1).
- Graham, B. (1952). Toward a Science of Security Analysis. *Financial Analysts Journal*. (51). 25-28.
- Graham, B. & Dodd, D. (1934). *Security Analysis: Principles and Technique* (Second). New York: McGraw-Hill.
- Granovetter, M. S. (1985). Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness. *American Journal of Sociology*. 91(3). 481-510.
- Guala, F. (2001). Building Economic Machines: The FCC Auctions. *Studies in History and Philosophy of Science*. 32(453-477).
- Guala, F. (2006). Getting the FCC auctions straight: a reply to Nik-Khah. *Economic Sociology - the european electronic newsletter*. 7(3). 23-28.
- Guala, F. (2015). Performativity Rationalized. *Working Paper n. 2015-07*. Università degli Studi di Milano, Dipartimento di Economia, Management e Metodu Quantitativi.

- Hacking, I. (1999). *The Social Construction of What?*. Cambridge: Harvard University Press.
- Halliday, T & Carruthers, B. (2009). *Bankrupt: Global Lawmaking and Systemic Financial Crisis*. Stanford, CA:
- Hardie, I. & MacKenzie, D. (2007). Constructing the Market Frame: Distributed Cognition and Distributed Framing in Financial Markets. *New Political Economy*. 12(3). 389-403.
- Henriksen, L. (2009). Are Financial Markets Embedded in Economics Rather Than Society?. *DIIS Working Paper*. (10). 25.
- Hirschman, A. (1997). *As paixões e os interesses, Argumentos políticos para o capitalismo antes de seu triunfo*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- Hutchins, E. (1995). *Cognition in the Wild*. Cambridge: MIT Press.
- IEFP (2010). Classificação Portuguesa das Profissões de 2010. Lisboa: IEFP.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976), "Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
- Johnson, T. (1972). *Professions and Power*. London: Macmillan.
- Jornal Expresso (2015). Guia do Estudante.
- Jung, J. & Dobbin, F. (2012). Finance and Institutional Investors. In K. Knorr-Cetina & A. Preda (Eds.), *The Oxford Handbook of the Sociology of Finance* (pp. 52-74). Oxford: Oxford University Press.
- Karpik, L. & Scott, N. (2010). *Valuing the unique: The economics of singularities*. Princeton: Princeton University Press.
- Keynes, J. (1936). *The General Theory of Employment Interest and Money*. New York: St. Martin's.
- Klaes, M., Lightfoot, G., & Lilley, S. (2007). Market masculinities and electronic trading. *SCME Working papers*(10).
- Knight, F. (1971) *Risk, Uncertainty and Profit*. Chicago: University of Chicago Press.
- Knorr-Cetina, K. (1999). *Epistemic cultures: How the sciences make knowledge*. Cambridge: Harvard University Press.
- Knorr-Cetina, K. (2007). Culture in global knowledge societies: Knowledge cultures and epistemic cultures. *Interdisciplinary Science Reviews*. 32(4). 361-375.
- Knorr-Cetina, K. (2011). Financial analysis: Epistemic profile of an evaluative science. In C. Camic, N. Gross, & M. Lamont (Eds.), *Social Knowledge in the Making* (pp. 405-442). Chicago: University of Chicago Press.
- Knorr-Cetina, K. & Bruegger, U. (2002). Global microstructures: the virtual societies of financial markets. *American Journal of Sociology*. 107(4). 905-950.
- Krippner, G. & Alvarez, A.(2007). Embeddedness and the Intellectual Projects of Economic Sociology. *Annual Review of Sociology*. 33(1). 219-240.
- Kuhn, T. (1970). *The Structure of Scientific Revolutions*. Chicago: University of Chicago Press.
- Lamont, M. (2013). Em direção a uma sociologia comparativa da valoração e da avaliação. *Novos Rumos Sociológicos*. 1(1). 7-37.

- Larson, M. (1977). *The Rise of Professionalism. A sociological analysis*. London: University
- Latour, B. (1993). *The pasteurization of France*. Cambridge: Harvard University Press.
- Latour, B. (2007). *Reassembling the Social*. Oxford: Oxford University Press.
- Latour, B. & Woolgar, S. (2013). *Laboratory life: The construction of scientific facts*. Princeton: Princeton University Press.
- Law, J. (2008). Actor network theory and material semiotics. In B. S. Turner (Ed.), *The New Blackwell Companion to Social Theory* (pp. 141-158). Chichester: Wiley-Blackwell.
- Lawson, T. (2013). What is this 'school' called neoclassical economics?. *Cambridge Journal of Economics*. 37. 947-983.
- Lawson, T. (2015). *The nature and state of modern economics*. New York: Routledge.
- Leyshon, A., French, S., Thrift, N., & Crewe, L. (2005). Accounting for e-commerce: abstractions, virtualism and the cultural circuit of capital. *Economy and Society*. 34(3). 428-450.
- Lopes, D. (2015). Number Interception: Knowledge, Action and Culture within Financial Risk Management. *Journal of Cultural Economy*. 8(2). 202 - 217.
- Lounsbury, M. & Rao, H. (2004). Sources of durability and change in market classifications: A study of the reconstitution of product categories in the American mutual fund industry, 1944-1985. *Social Forces*. 82(3). 969-999.
- MacKenzie, D. (2006). *An Engine, Not a Camera, How Financial Models Shape Markets*. Cambridge: The MIT Press.
- MacKenzie, D. (2011). Knowledge Production in Financial Markets: Credit Default Swaps, the ABX and the Subprime Crisis. [Consultado a 3 de novembro de 2016]. Disponível em: [http://www.sps.ed.ac.uk/\\_data/assets/pdf\\_file/0010/55936/ABX13.pdf](http://www.sps.ed.ac.uk/_data/assets/pdf_file/0010/55936/ABX13.pdf).
- MacKenzie, D. & Millo, Y. (2003). Constructing a market, performing theory: the historical sociology of a financial derivatives exchange. *American Journal of Sociology*. 109(1). 107-145.
- MacKenzie, D. , Muniesa, F., & Siu, L. (2007). *Do economists make markets?: On the performativity of economics*. Princeton: Princeton University Press.
- Mäki, U. (2013). Performativity: Saving Austin from MacKenzie. Paper presented at EPSA11 Perspectives and Foundational Problems in Philosophy of Science (pp. 443-453).
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance* .7. 77-91.
- Mata, M., Costa, J. & Justino, D. (2017). *The Lisbon stock exchange in the twentieth century*. Coimbra: Imprensa da Universidade de Coimbra.
- Merton, R. (1948). The self-fulfilling prophecy. *The Antioch Review*. 8(2). 193-210.
- Merton, R.. (1982). *Social research and the practicing professions*. Nova Iorque: University Press of America.
- Miller, D. (2002). Turning Callon the right way up. *Economy and Society*. 31(2). 218-233.
- Miller, D. (2008). The uses of value. *Geoforum*. 39(3). 1122-1132.

- Mirowski, P. & Nik-Khah, E. (2007). Markets made flesh: performativity, and a problem in science studies, augmented with consideration of the FCC auctions. In D. MacKenzie, F. Muniesa, & L. Siu (Eds.), *Do economists make markets?: on the performativity of economics* (pp. 190-224). Princeton: Princeton University Press.
- Muniesa, F. (2007). Market technologies and the pragmatics of prices. *Economy and Society*. 36(3). 377-395.
- Muniesa, F., Millo, Y., & Callon, M. (2007). An introduction to market devices. *The Sociological Review*. 55. 1-12.
- Murphy, H (2018, 26 de Fevereiro), Mifid II and the return of the ‘star’ analysts, *Financial Times*, [consultado a 18 de março]. Disponível em: <https://www.ft.com/content/80a1fe16-0c0a-11e8-8eb7-42f857ea9f09>
- Muzio, D., Hodgson, D., Faulconbridge, J., Beaverstock, J., & Hall, S. (2011). Towards corporate professionalization: The case of project management, management consultancy and executive search. *Current Sociology*. 59(4). 443-464.
- Nee, V. (2005). The New Institutionalisms in Economics and Sociology. In N. J. Smelser & R. Swedberg (Eds.), *The Handbook of Economic Sociology, Second Edition* (pp. 49-74). Princeton: Princeton University Press.
- Oliveira, L. (2012), "A (in)sustentável leveza do Estado na construção dos mercados", in Veloso, L. & Carmo, R., *A Constituição Social da Economia*, Lisboa, Editora Mundos Sociais/CIES-IUL. 9-41.
- Orléan, A. (2006). The cognitive turning point in economics: social beliefs and conventions. In R. Arena & A. Festré (Eds.), *Knowledge, Beliefs and Economics*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Orléan, A. (2011). *L'empire de la valeur: refonder l'économie*. Paris: Éditions du Seuil.
- Orléan, A. (2012). Knowledge in Finance: Objective Value versus Convention. In R. Arena, A. Festré, & N. Lazaric (Eds.), *Handbook of Knowledge and Economics*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Parsons, T. (1958), "The professions and social structure", In *Essays in Sociological Theory Pure And Applied*. Glencoe: The Free Press.
- Pires, R.. (2007). Árvores Conceptuais: Uma reconstrução multidimensional dos conceitos de ação e de estrutura. *Sociologia, Problemas e Práticas*. 53. 11-50.
- Podolny, J. (1993). A status-based model of market competition. *American Journal of Sociology*. 98 (4). 829-872.
- Podolny, J.(2001). Networks as Pipes and Prisms of the Market. *American Journal of Sociology*. 107(1). 33-60
- Polanyi, K. (1944). *The great transformation: the political and economic origins of our time*. Boston: Beacon Press.
- Portes, A. (2010). *Economic sociology: a systematic inquiry*. Princeton: Princeton Univ Press.
- Preda, A. (2006). Socio-Technical Agency in Financial Markets. *Social Studies of Science*. 36(5). 753.

- Preda, A. (2007a). The sociological approach to financial markets. *Journal of Economic Surveys*. 21(3). 506-533.
- Preda, A. (2007b). Where do analysts come from? The case of financial chartism. *The Sociological Review*. 55(s2). 40-64.
- Preda, A. (2009). *Framing finance: the boundaries of markets and modern capitalism*. Chicago: University of Chicago Press.
- Reed, M. (1996) 'Expert Power and Control in Late Modernity: an Empirical Review and Theoretical Synthesis', *Organization Studies*. 17(4). 573-97.
- Santos, A. C. & Rodrigues, J. (2009). Economics as social engineering? Questioning the performativity thesis. *Cambridge Journal of Economics*. 33(5). 985-1000.
- Santos, F. (2001), "A Evolução do Mercado de Capitais Portugêses", *Economia Pura*, 19 de Abril. [Consultado a 20 de janeiro de 2017]. Disponível em: [https://www.fep.up.pt/docentes/ftsantos/intervenções/Economia\\_Pura\\_Abril2001.pdf](https://www.fep.up.pt/docentes/ftsantos/intervenções/Economia_Pura_Abril2001.pdf)
- Smith, C. (1989). *Auctions: The social construction of value*. Nova Iorque: Free Press.
- Stark, D. (2000). For a sociology of worth. *Working Paper Series*. Center on Organizational Innovation, Columbia University. [http://www.coi.columbia.edu/pdf/stark\\_fsw.pdf](http://www.coi.columbia.edu/pdf/stark_fsw.pdf).
- Stark, D. (2009). *The Sense of Dissonance*. Princeton: Princeton University Press.
- Swedberg, R. (1990). International financial networks and institutions. *Current Sociology*. 38(2). 259-281.
- Thévenot, L. (2002). Conventions of co-ordination and the framing of uncertainty. In E. Fullbrook (Ed.), *Intersubjectivity in Economics: Agents and Structures* (pp. 181-197). London: Routledge.
- Twedt, B. & Rees, L. (2012). Reading between the lines: An empirical examination of qualitative attributes of financial analysts reports. *Journal of Accounting and Public Policy*. 31(1). 1-21.
- Uzzi, B. (1999). Embeddedness in the making of financial capital: How social relations and networks benefit firms seeking financing. *American Sociological Review*. 481-505.
- Velthuis, O. (2005) *Talking Prices. Symbolic Meanings of Prices on the Market for Contemporary Art*. Princeton, NJ, and Oxford: Princeton University Press.
- Wansleben, L. (2012). Financial Analysts. In K. Knorr-Cetina & A. Preda (Eds.), *The Oxford Handbook of the Sociology of Finance* (pp. 250-271). Oxford: Oxford University Press.
- Wansleben, L. (2013). 'Dreaming with BRICs'. *Journal of Cultural Economy*. 6(4). 453-471.
- Wansleben, L. (2013). *Cultures of expertise in global currency markets*. London: Routledge.
- Weber, M. (1978). *Economy and Society, An Outline of Interpretive Sociology* (2). Berkeley: University of California Press.
- White, H. (2002) *Markets from Networks. Socioeconomic Models of Production*. Princeton,
- White, H. (1981). Where Do Markets Come From?. *American Journal of Sociology*. 87(3). 517-517.
- Zaloom, C. (2006). *Out of the pits: Traders and technology from Chicago to London*. Chicago: University of Chicago Press.

- Zelizer, V. (1989). The social meaning of money: "special monies". *American Journal of Sociology*. 95 (2). 342-377.
- Zorn, D. (2004). Here a chief, there a chief: The rise of the CFO in the American firm. *American Sociological Review*. 69(3). 345-364.
- Zorn, D., Dobbin, F., Dierkes, J., & Kwok, M. (2004). Managing Investors: How Financial Markets Reshaped the American Firm. In K. K. Cetina & A. Preda (Eds.), *The Sociology of Financial Markets* (pp. 269-289). London: Oxford University Press.
- zu Knyphausen-Aufsess, D., Mirow, M., & Schweizer, L. (2011). The role of financial analysts in the strategy formation process of business firms. *Industrial and Corporate Change*. 20(4). 1153-1187.
- Zuckerman, E. (1999). The categorical imperative: Securities analysts and the illegitimacy discount. *American Journal of Sociology*. 104(5). 1398-1438.
- Zuckerman, E. (2000). Focusing the corporate product: Securities analysts and de-diversification. *Administrative Science Quarterly*. 45(3). 591-619.
- Zuckerman, E. (2012). Market Efficiency: A Sociological Perspective. In K. Knorr-Cetina & A. Preda (Eds.), *The Oxford Handbook of the Sociology of Finance* (pp. 223-249). Oxford: Oxford University Press.

## FONTES

### *Legislação e Estatutos*

Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril

Decreto-Lei n.º 473/99 de 8 de Novembro

Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro

Markets in Financial Instruments Directive II (MIFID II), Directive 2014/65/EU.

Regulamento (UE) N.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Abril de 2014

Regulamento da CMVM n.º 2/2007

Regulamento da CMVM n.º 3/2010

### *Outros documentos citados*

APAF (2016). Código de Conduta dos Associados da APAF. [Consultado a 20 de junho de 2016]. Disponível em: <http://www.apaf.org.pt/pt/publicacoes/codigo-de-conduta/>

APAF(2015). Estatutos da APAF. [Consultado a 20 de junho de 2016]. Disponível em: <http://www.apaf.org.pt/pt/apaf/estatutos/>

ATM (2006) "Declaração de Missão e Valores" [Consultado a 6 de setembro de 2017]. Disponível em:

<http://www.associacaodeinvestidores.com/index.php/regulamentos/declaracao-de-missao>

ATM (2017) "Comunicados" [Consultado a 6 de setembro de 2017]. Disponível em:

<http://www.associacaodeinvestidores.com/index.php/comunicados>

CFA Institute (2014) "Code of Ethics and Standards of Professional Conduct" [Consultado a 24 de junho de 2017]. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/en/ethics/codes/about-code-of-ethics-and-standards>

CFA Institute (2015) "Current exam candidates result, 1963 – 2014" [Consultado a 26 de junho de 2017]. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/programs/cfa/cfa-exam-results-since-1963.ashx>

[/media/documents/support/programs/cfa/cfa-exam-results-since-1963.ashx](https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/programs/cfa/cfa-exam-results-since-1963.ashx)

CFA Society Portugal (2014) "CFA Society Portugal Fact Card". [Consultado a 24 de junho de 2017]. Disponível em:

<https://www.cfasociety.org/portugal/Documents/CFA%20Society%20Portugal%20FactCard.pdf>

EFFAS (2014) "CHARTER (Approved in April 11, 2014)<sup>[1]</sup> of the European Federation of Financial Analysts Societies (EFFAS)" [Consultado a 20 de maio de 2017]. Disponível em: <https://effas.net/pdf/EFFAS%20Charter%2011%20April%202014.pdf>

IFB (2016) Cursos do Instituto de Formação Bancária. [Consultado a 20 de abril de 2016]. Disponível em: <https://ifb.pt/cursos/>

ISGB (2015). Pós-graduação Investimentos e Mercados Financeiros. [Consulta do a 20 de março de 2016]. Disponível em:  
[http://www.isgb.pt/documents/18988/141050/Folheto\\_PG\\_IMF.pdf](http://www.isgb.pt/documents/18988/141050/Folheto_PG_IMF.pdf)

UCP (2016). Master in Finance. [Consultado a 15 de abril de 2016]. Disponível em:  
<http://www.clsbe.lisboa.ucp.pt/executivemasters/programas/mif>

## **ANEXOS**

### **Anexo I – Guiões de entrevista**

## **Guião de entrevista a analistas financeiros**

No quadro de uma pesquisa de doutoramento sobre analistas financeiros em Portugal, que estou a desenvolver no CIES-IUL, estou a entrevistar alguns analistas assim como coordenadores de cursos, empregadores e dirigentes associativos. A entrevista aborda o percurso profissional do entrevistado, a organização em que trabalham actualmente, assim como a sua opinião sobre a evolução da análise financeira como profissão. As entrevistas serão analisadas em bloco, não havendo nas eventuais publicações que resultem deste estudo nenhuma menção ao nome do entrevistado ou a elementos que o identifiquem. Para garantir a fidelidade necessária à entrevista solicito a sua autorização para a gravação da mesma.

Desde já obrigado pela sua colaboração.

### **1. Caracterização e percurso do entrevistado**

1.1 Descreva o seu percurso de académico. Que instituições e cursos frequentou e concluiu, quando e com que grau académico?

1.2 Qual a sua primeira actividade profissional e actividades subsequentes? - Qual(is) a(s) razão(ões) de mudança ou permanência? Desempenhou outras funções não remuneradas? Que funções exerceu? Em que instituições? (membro de órgãos consultivos, etc.)

1.3 Que momentos considera terem sido mais importantes nesse percurso? (viragens na carreira, oportunidades de emprego importantes, fechos de empresas, etc.)

### **2. Representações sobre a profissão**

2.1 Encontrei várias definições de analista financeiro, na CPP, na APAF, no CFAI. O que é para si um analista financeiro? Como é que se define um analista financeiro?

2.2 Para que serve a análise financeira? Quem mais beneficia com a actividade? Quem mais beneficia com uma análise de boa qualidade?

2.3 Quais considera serem as características necessárias para se ser um bom analista financeiro?

-Nota: deixar o entrevistado dar exemplos de competências mas também traços de personalidade ou outras características.

### **4. Organização da prática profissional**

4.1 Como foi o recrutamento e selecção para o seu emprego actual como analista financeiro?

4.2 Quais considera serem os critérios de performance da actividade de um analista financeiro? Que incentivos/penalizações existem na sua organização para o cumprimento desses critérios?

4.3 Quais as possibilidades de promoção que existem para os analistas financeiros na sua organização? Quais os factores que considera serem mais importantes para essa promoção?

4.4 Considera que a sua remuneração é justa comparativamente com o que conhece de outros profissionais? Há uma parte da remuneração que é variável? Varia em função de que critérios?

## **5. Prática profissional**

5.1 Qual a sua área de intervenção enquanto analista financeiro (tipo de títulos financeiros, tipo de mercados, zonas geográficas, etc.)

5.2 Como está organizado o seu espaço de trabalho?

5.2 Quais as tarefas que costuma realizar quotidianamente no seu dia-a-dia? (recolha de informação, reuniões, cálculos, etc.) Que tarefas ocorrem mais excepcionalmente? Tarefas mais excepcionais (visitas, roadshows). Com que costuma realizar essas tarefas?

5.3 Que partes da sua formação académica utiliza mais frequentemente como analista financeiro? Que partes do seu trabalho quotidiano considera que não aprendeu na sua formação académica? Que contextos foram importantes para aprender essas elementos?

5.4 Que métodos de análise financeira costuma utilizar e em que situações? Que modelo utiliza? O modelo foi desenvolvido ou adaptado por si? Como?

5.5 Que ferramentas, software ou outras, costuma utilizar no seu trabalho? Há livros que consulte ocasionalmente ou outros recursos sobre métodos, técnicas e teorias?

5.6 Que relação existe entre os métodos de análise financeira utilizados e as estratégias de investimento dos clientes (growth vs value)?

5.7 Que contactos costuma realizar no âmbito do seu trabalho a fim de recolher informação? (com que profissões, frequência, motivo, forma de contacto). Com que organizações costuma contactar mais frequentemente?

## **6. Inserção no mercado de trabalho**

6.1 Como avalia a procura no mercado de trabalho por analistas financeiros, comparando com outros profissionais referidos anteriormente? (consultores de investimento, etc.) Que diferenças na procura por analistas financeiros esse respeito existem entre Portugal e outros países? Como tem evoluído ao longo do tempo a procura pelos serviços dos analistas financeiros? Que tipo de serviços são mais procurados?

6.2 Quais considera serem os passos mais importantes do percurso profissional de um analista financeiro? Quais considera serem as instituições que podem influenciar mais esse percurso? (a formação académica, tipo de empregadores, participação associativa, etc.)

6.3 Que aspectos considera mais importantes para a inserção dos analistas financeiros no mercado de trabalho? (formação, experiência profissional, características pessoais, conhecimento empírico, etc.)

6.5 Que diferenças na forma de inserção (tipo de empregador) existem entre os diversos tipos de analistas financeiros? (buy-side, sell-side; especializados em diferentes mercados) Que diferenças a esse respeito existem entre os diversos tipos de organizações em que podem trabalhar?

6.6 Quais são os principais tipos organizações empregadoras de analistas financeiros em Portugal? Que diferenças existem entre eles quanto ao tipo de análise financeira? (organização interna, especialização, certificação?)

6.7 Quais são os seus objectivos de carreira? Acha que é uma opção comum entre os analistas que conhece?

-Nota: considerar não só possíveis cargos e tipos de instituições mas também espaços nacionais.

## **7. Regulação profissional**

7.1 É membro de alguma organização profissional ou alguma organização do sector. Quais? Desde quando? porque motivo?

7.2 Que organizações representam os analistas financeiros? Quais considera serem as a mais importantes e a que nível? Quais as principais diferenças entre elas?

7.3 Como avalia as várias regulações existentes no que respeita à análise financeira? (Considerar normais gerais e indirectas e as específicas como o CVM, normas deontológicas, outro tipo de normas) Que aspectos considera que precisam de ser melhorados ou alterados?

7.4 Qual a importância de organizações internacionais neste domínio comparativamente com as organizações nacionais? A que nível (regulação, definição das competências)?

7.4 Que certificações considera serem mais importantes para os analistas financeiros e porquê? Quais as principais diferenças entre elas?

## **8. Perspectivas sobre o futuro da análise financeira**

8.1 Que mudanças e continuidades antevê no futuro da análise financeira em Portugal nos próximos anos tendo em conta a sua importância nos mercados financeiros, as possíveis oportunidades de carreira e a organização da profissão?

## **9. Documentação a solicitar**

IDENTIFICAÇÃO DO ENTREVISTADO:	
DATA:	LOCAL:

NOTAS:

## **Guião de entrevista a coordenadores de curso**

No quadro de uma pesquisa de doutoramento sobre analistas financeiros em Portugal, que estou a desenvolver no CIES-IUL, estou a entrevistar alguns profissionais, assim como coordenadores de cursos, empregadores e dirigentes associativos. A entrevista aborda o percurso profissional do entrevistado, a criação e conteúdos do curso, assim como a sua opinião sobre a evolução da análise financeira como profissão. As entrevistas serão analisadas em bloco, não havendo nas eventuais publicações que resultem deste estudo nenhuma menção ao nome do entrevistado ou a elementos que o identifiquem.

Para garantir a fidelidade necessária à entrevista solicito a sua autorização para a gravação da mesma.

Desde já obrigado pela sua colaboração.

### **1. Caracterização e percurso do entrevistado**

1.1 Qual a sua área de formação superior inicial e actual?

Nota - aferir:

- se houve mudança de curso(s) ou especialização e porquê; - em caso de mudança de curso(s) ou especialização porquê; - idem em caso de permanência - grau/s académico/s (caso não seja especificado).

1.2 Qual a sua primeira actividade profissional e actividades subsequentes? - Qual(is) a(s) razão(ões) de mudança ou permanência? Desempenhou outras funções não remuneradas? (membro de órgãos consultivos, etc)

1.3 Que momentos considera terem sido mais importantes nesse percurso? (viragens na carreira, oportunidades de emprego importantes, fechos de empresas, etc.)

### **2. Representações sobre a profissão**

2.1 Quais considera serem as características necessárias para se ser um bom analista financeiro?

-Nota: deixar o entrevistado dar exemplos de competências mas também traços de personalidade ou outras características.

2.2 Qual considera ser o papel dos mercados financeiros nas sociedades modernas? Quais os principais factores que podem favorecer esse papel dos mercados financeiros? Quais podem perturbar esse papel?

2.3 Qual é o papel que os analistas financeiros desempenham no funcionamento dos mercados financeiros?

2.4 Qual a relevância social da análise financeira? Qual o benefício que a profissão traz para a população em geral?

### **3. Caracterização do curso**

- 3.1 Fale-me um pouco sobre o processo de criação do curso.  
-Nota: considerar motivações, protagonistas e instituições envolvidas.  
Que relação considera existir entre a criação do curso e o desenvolvimento da profissão de analista financeiro?
- 3.2 Pensando no programa curricular do curso que correntes teóricas foram mais importantes? (considerar influências, tendências, instituições e figuras de referência, se for necessário)  
Quais as instituições que continuam a ser relevantes para a orientação curricular dos cursos (CFA e outras)?
- 3.3 Como caracteriza as principais tendências no corpo da análise financeira (análise fundamental, análise técnica, HME)?  
Como se posiciona o curso relativamente a essas tendências?

### **4. Campo profissional**

- 4.1 Quais as áreas de intervenção (ou as principais funções) a que os analistas financeiros estão associados?  
Que áreas de actividade considera que poderiam beneficiar de mais intervenção de analistas financeiros?
- 4.2 Das áreas de intervenção/ou principais funções atrás referidas, qual é considerada como a mais qualificada; a mais complexa; a mais prestigiante?
- 4.3 Qual/quais as áreas/funções em que os analistas financeiros trabalham com mais autonomia?  
Qual/quais as áreas/funções em que os analistas financeiros estão dependentes das directivas de outros profissionais?  
-Nota: pedir para especificar quais os profissionais e qual o tipo de directivas – administrativas, técnicas, etc.
- 4.4 Qual/quais as áreas/funções em que os analistas financeiros trabalham com outros profissionais que dependem das suas directivas para realizarem o trabalho que lhes compete?  
-Nota: pedir para especificar quais os profissionais e qual o tipo de directivas – administrativas, técnicas, etc.

- 4.5 Qual a distinção entre a análise financeira e outras profissões especializadas do domínio financeiro como a economia financeira, a contabilidade, a consultoria de investimento
- 4.6 Relativamente às competências, quais as diferenças entre os analistas financeiros e cada uma das restantes áreas profissionais já referidas? E quais as zonas de sobreposição e/ou complementaridade?
- 4.7 Relativamente à formação académica (no plano técnico e teórico-científico), quais as principais diferenças entre os analistas financeiros e restantes áreas profissionais acima indicadas? E quais as zonas de sobreposição e/ou complementaridade?
- 4.8 Existe(m) algum(uns) outro(s) que dispute(m) o espaço de exercício profissional dos analistas financeiros? Qual/quais, e porquê?
- 4.9 Quais considera serem habitualmente os objectivos de carreira dos analistas financeiros?  
-Nota: considerar não só possíveis cargos e tipos de instituições mas também espaços nacionais.

## **5. Inserção no mercado de trabalho**

- 5.1 Como avalia a procura no mercado de trabalho por analistas financeiros, comparando com outros profissionais referidos anteriormente? (consultores de investimento, etc.)  
Que diferenças na procura por analistas financeiros esse respeito existem entre Portugal e outros países?  
Como tem evoluído ao longo do tempo a procura pelos serviços dos analistas financeiros?  
Que tipo de serviços são mais procurados?
- 5.2 Quais considera serem os passos mais importantes do percurso profissional de um analista financeiro?  
Quais considera serem as instituições que podem influenciar mais esse percurso? (a formação académica, tipo de empregadores, participação associativa, etc.)
- 5.3 Que aspectos considera mais importantes para a inserção dos analistas financeiros no mercado de trabalho? (formação, experiência profissional, características pessoais, conhecimento empírico, etc.)
- 5.4 Que instituições ou organizações são mais importantes para a inserção dos analistas financeiros no mercado de trabalho?
- 5.5 Que diferenças na forma de inserção existem entre os diversos tipos de analistas financeiros? (buy-side, sell-side; especializados em diferentes mercados)  
Que diferenças a esse respeito existem entre os diversos tipos de organizações em que podem trabalhar?

## 6. Regulação profissional

- 6.1 Quais as principais instituições que regulam a actividade dos analistas financeiros? (a vários níveis: legislação, normas deontológicas, outro tipo de normas)
- 6.2 Quais as principais normas jurídicas, profissionais ou outras que os analistas financeiros devem conhecer?
- 6.3 Qual a importância de organizações internacionais neste domínio? A que nível (regulação, definição das competências)?
- 6.4 O que pensa das várias regulações existentes? (Considerar normais gerais e indirectas e as específicas como o CVM)  
Quais os aspectos que pensa que deveriam ser modificados?
- 6.5 Que organizações representam os analistas financeiros? Quais considera serem as a mais importantes e a que nível?  
Quais as principais diferenças entre elas?
- 6.6 Que certificações considera serem mais importantes para os analistas financeiros e porquê?  
Quais as principais diferenças entre elas?

IDENTIFICAÇÃO DO ENTREVISTADO:	
DATA:	LOCAL:

NOTAS:
--------

## **Guião de entrevista a dirigentes associativos**

No quadro de uma pesquisa de doutoramento sobre analistas financeiros em Portugal, que estou a desenvolver no CIES-IUL, estou a entrevistar alguns profissionais, assim como coordenadores de cursos, empregadores e dirigentes associativos. A entrevista aborda o percurso profissional do entrevistado, assim como a sua opinião sobre a evolução da análise financeira como profissão. As entrevistas serão analisadas em bloco, não havendo nas eventuais publicações que resultem deste estudo nenhuma menção ao nome do entrevistado ou a elementos que o identifiquem.

Para garantir a fidelidade necessária à entrevista solicito a sua autorização para a gravação da mesma.

Desde já obrigado pela sua colaboração.

---

### **1. Caracterização e percurso do entrevistado**

- 1.1 Qual a função que desempenha na organização?  
Desde quando) Que funções exercia anteriormente?  
Nota: (tempo parcial/inteiro, motivação, tarefas, interações)
- 1.2 Descreva o seu percurso de académico. Que instituições e cursos frequentou e concluiu, quando e com que grau académico?
- 1.3 Qual a sua primeira actividade profissional e actividades subsequentes? - Qual(is) a(s) razão(ões) de mudança ou permanência? Desempenhou outras funções não remuneradas? Que funções exerceu? Em que instituições? (membro de órgãos consultivos, etc.)
- 1.4 Que momentos considera terem sido mais importantes nesse percurso? (viragens na carreira, oportunidades de emprego importantes, fechos de empresas, etc.)

---

### **2. Representações sobre a profissão**

- 2.1 Qual considera ser o papel dos mercados financeiros nas sociedades modernas? Que factores podem favorecer ou prejudicar esse papel?
- 2.2 Qual é o papel que os analistas financeiros desempenham no funcionamento dos mercados financeiros?
- 2.3 Qual a relevância social da análise financeira? Qual o benefício que a profissão traz para a população em geral?
- 2.4 Quais considera serem as características necessárias para se ser um bom analista financeiro?  
-Nota: deixar o entrevistado dar exemplos de competências mas também traços de personalidade ou outras características.

### **Guião de entrevista a jornalistas financeiros**

No quadro de uma pesquisa de doutoramento sobre analistas financeiros em Portugal, que estou a desenvolver no CIES-IUL, estou a entrevistar alguns profissionais relacionados com o domínio da análise financeira. A entrevista aborda o percurso profissional do entrevistado, a profissão de analista financeiro e produção e utilização de research e métodos de análise financeira. As entrevistas serão analisadas em bloco, não havendo nas eventuais publicações que resultem deste estudo nenhuma menção ao nome do entrevistado ou a elementos que o identifiquem. Para garantir a fidelidade necessária à entrevista solicito a sua autorização para a gravação da mesma. Desde já obrigado pela sua colaboração.

#### **1. Caracterização e percurso do entrevistado**

- 1.1. Descreva o seu percurso de académico. Que instituições e cursos frequentou e concluiu, quando e com que grau académico?
- 1.2. Qual a sua primeira actividade profissional e actividades subsequentes? - Qual(is) a(s) razão(ões) de mudança ou permanência? Desempenhou outras funções não remuneradas? Que funções exerceu? Em que instituições? (membro de órgãos consultivos, etc.)
- 1.3. Que momentos considera terem sido mais importantes nesse percurso? (viragens na carreira, oportunidades de emprego importantes, fechos de empresas, etc.)

#### **2. Representações sobre a profissão**

- 2.1. Na sua opinião para que serve a análise financeira? Quem mais beneficia com a actividade? Quem mais beneficia com uma análise de boa qualidade?
- 2.2. Quais considera serem as características necessárias para se ser um bom analista financeiro?  
-Nota: deixar o entrevistado dar exemplos de competências mas também traços de personalidade ou outras características.
- 2.3. Qual a distinção entre a análise financeira e outras profissões especializadas do domínio financeiro como a economia financeira, a contabilidade, a consultoria de investimento

#### **3. Prática profissional: organização da prática profissional**

- 3.1. Qual a sua área de intervenção enquanto jornalista financeiro (tipo de títulos financeiros, tipo de mercados, zonas geográficas, etc.)
- 3.2. Quais as tarefas que costuma realizar quotidianamente no seu dia-a-dia? (recolha de informação, reuniões, cálculos, etc.) Que tarefas ocorrem mais excepcionalmente?
- 3.3. Em que é que a avaliação de títulos é mais importante para o seu trabalho? E menos?

#### **4. Prática profissional: utilização de análise financeira**

- 4.1. Como é que utiliza a análise financeira no seu trabalho?

- 4.2. De que forma acede a research produzido por outros? (relatórios, contacto directo, notas de imprensa especializada, subscrição) Relatórios (tipo de relatório) contacto directo, etc.
- 4.3. Como é que escolhe a suas fontes de análise financeira? (considerar origem geográfica, instituição, analistas a título individual)
- 4.4. Que tipo de informação considera mais importante no research que utiliza (partes do relatório por exemplo)?

## **5. Regulação profissional**

- 5.1. Como avalia as várias regulações existentes no que respeita à análise financeira? (Considerar normais gerais e indirectas e as específicas como o CVM, normas deontológicas, outro tipo de normas) Que aspectos considera que precisam de ser melhorados ou alterados?
- 5.2. Qual a importância de organizações internacionais neste domínio comparativamente com as organizações nacionais? A que nível (regulação, definição das competências)?
- 5.3. Que certificações de análise financeira considera serem mais importantes e porquê? Quais as principais diferenças entre elas?

## **6. Perspectivas sobre o futuro da análise financeira**

- 6.1. Que mudanças e continuidades antevê na sua profissão no que respeita à forma como se produz e utiliza análise financeira?

IDENTIFICAÇÃO DO ENTREVISTADO:

DATA:

NOTAS:

---

### 3 Campo profissional

3.1 Como definiria a profissão de analista financeiro e a análise financeira enquanto disciplina? Considerar diferenças e sobreposições.

O que considera que define um profissional enquanto analista financeiro?

3.2 Como avalia o desenvolvimento da análise financeira em Portugal? Que momentos e fases considera terem sido mais importantes nesse processo? Que instituições e personalidades?

3.5 Quais as principais funções em que os analistas financeiros estão envolvidos?

Quais as principais segmentações da actividade? (especialização, tipo de empregador, tipo de destinatário, com ou sem recomendações)

Que outras funções considera que poderiam exercidas por analistas financeiros?

3.6 Das áreas de intervenção/ou principais funções atrás referidas, qual é considerada como a mais qualificada ou mais complexa; a mais prestigiante ou socialmente reconhecida? (pedir exemplos e justificação da resposta)

3.7 Qual/quais as áreas/funções em que os analistas financeiros trabalham com mais autonomia? A que nível? E com menos autonomia? A que nível?

Nota: Áreas/funções em que os analistas financeiros estão dependentes das directivas de outros profissionais. Áreas em que outros profissionais dependem do trabalho de analistas financeiros. Pedir para especificar quais os profissionais e qual o tipo de directivas – administrativas, técnicas, etc.

3.8 Qual a distinção entre a análise financeira e outras profissões especializadas do domínio financeiro como a economia financeira, a contabilidade, a consultoria de investimento? Referir o facto de haver pessoas com formação em economia ou finanças que trabalham em departamentos de research mas que se definem como economistas.

Nota: ter em conta o tipo de competências, a formação teórica e científica. Zonas de sobreposição e zonas de complementaridade.

3.9 Existe(m) algum(uns) outro(s) que dispute(m) o espaço de exercício profissional dos analistas financeiros? Qual/quais, e porquê?

3.10 (Quais considera serem habitualmente os objectivos de carreira dos analistas financeiros?

-Nota: considerar não só possíveis cargos e tipos de instituições mas também espaços nacionais.

---

#### **4. Inserção no mercado de trabalho**

- 4.1 Como avalia a procura no mercado de trabalho por analistas financeiros, comparando com outros profissionais referidos anteriormente? (consultores de investimento, etc.)  
Que diferenças na procura por analistas financeiros esse respeito existem entre Portugal e outros países?  
Como tem evoluído ao longo do tempo a procura pelos serviços dos analistas financeiros?  
Que tipo de serviços são mais procurados?
- 4.2 Quais considera serem os passos mais importantes do percurso profissional de um analista financeiro?  
Quais considera serem as instituições que podem influenciar mais esse percurso? (a formação académica, tipo de empregadores, participação associativa, etc.)
- 4.3 Que aspectos considera mais importantes para a inserção dos analistas financeiros no mercado de trabalho? (formação, experiência profissional, características pessoais, conhecimento empírico, etc.)
- 4.5 Que diferenças na forma de inserção (tipo de empregador) existem entre os diversos tipos de analistas financeiros? (buy-side, sell-side; especializados em diferentes mercados)  
Que diferenças a esse respeito existem entre os diversos tipos de organizações em que podem trabalhar?
- 4.6 Quais são os principais tipos organizações empregadoras de analistas financeiros em Portugal? Que diferenças existem entre eles quanto ao tipo de análise financeira? (organização interna, especialização, certificação)

---

## 5. Regulação profissional

- 5.3 Qual a importância de organizações internacionais neste domínio comparativamente com as organizações nacionais? A que nível (regulação, definição das competências)?
- 5.4 Como avalia as várias regulações existentes no que respeita à análise financeira? (Considerar normais gerais e indirectas e as específicas como o CVM, normas deontológicas, outro tipo de normas)  
Que aspectos considera que precisam de ser melhorados ou alterados?
- 5.5 Que organizações representam os analistas financeiros? Quais considera serem as a mais importantes e a que nível?  
Quais as principais diferenças entre elas?
- 5.6 Que certificações considera serem mais importantes para os analistas financeiros e porquê?  
Quais as principais diferenças entre elas?
- 5.7 Qual o papel da instituição que representa na regulação da análise financeira?  
Nota: (Considerar conteúdos curriculares, deontologia, mercado de trabalho, legislação)
- 5.8 Para além dos associados a instituição desenvolve iniciativas com outros públicos/organizações (APAF, EFFAS, Universidades, Empresas, associações de clientes ou de empregadores)

---

## 6. Perspectivas sobre o futuro da análise financeira

- 6.1 Que mudanças e continuidades antevê no futuro da análise financeira em Portugal nos próximos anos tendo em conta a sua importância nos mercados financeiros, as possíveis oportunidades de carreira e a organização da profissão?

---

## 7. Documentação a solicitar

IDENTIFICAÇÃO DO ENTREVISTADO:	
DATA:	LOCAL:

NOTAS:
--------

## **Anexo II - Categorias usadas na análise das entrevistas**

- Enquadramento histórico - Elementos acerca do desenvolvimento dos mercados financeiros e da ocupação de analista financeiro;
- Mercado de trabalho e empregadores - Evolução da procura por analistas financeiros, formas e critérios de recrutamento;
- Percursos profissionais - Alterações durante o trajeto profissional dos entrevistados, mudanças de emprego ou de funções;
- Percursos de formação – Frequência de formação universitária e outros tipos de formação;
- Representações sobre percursos individuais – Opiniões dos profissionais sobre motivações e fatores de mudança no seu percurso de formação e profissional.
- Identidade profissional – Definições de análise e analista financeiro, assim como os aspetos relativos à legitimidade profissional;
- Corpo de conhecimentos – Definições sobre os saberes da análise financeira e as competências dos analistas; Funcionamento dos cursos, os seus objetivos, características dos programas curriculares e parcerias;
- Associativismo – Dados sobre as associações, os seus objetivos e funcionamento; filiação associativa dos entrevistados; representações sobre o papel das associações e sua relação com o Estado, empregadores e outras entidades associativas
- Certificação – Dados sobre os sistemas de certificação, o seu modo de funcionamento e destinatários;
- Regulação – Elementos de legislação e regulação estatutária relativas a mercados financeiros e análise financeira e representações dos entrevistados sobre a evolução da regulação;
- Jurisdições ocupacionais – Elementos relativos a reivindicações de autoridade sobre o domínio das recomendações de investimento; referências a domínios consolidados ou em disputa por parte de várias ocupações e grupos;
- Representações sobre o sistema financeiro – Opiniões e definições sobre o funcionamento do sistema financeiro e da formação de preços em particular; referências a elementos de legitimação dos mercados, instituições e ocupações;
- Media
  - relação entre media e analistas – Contactos entre analistas e canais mediáticos;
  - critérios de seleção da análise – Critérios utilizados pelos jornalistas para seleção de análises e recomendações de investimento;
- Prática profissional
  - Relação com clientes – Frequência, modos e objetivos do contacto com clientes;
  - Representações sobre investidores – Opiniões sobre a função dos analistas enquanto interlocutores dos clientes; classificações sociais relativas a investidores;
  - Relação com emitentes – Frequência, modos e objetivos do contacto com empresas emitentes de títulos financeiros;
  - Organização das instituições empregadoras – Estrutura das empresas e posição do departamento ou equipa dentro da empresa;
  - Organização da equipa – Dimensão e divisão funcional e hierárquica das equipas,
  - Autonomia funcional – Interdependência entre as várias funções; expectativas relativas à responsabilidade individual e autonomia.
  - Espaço de trabalho – Organização do espaço de trabalho da equipa e do espaço individual; Recursos materiais utilizados;

- Critérios de avaliação de desempenho – Existências de incentivos individuais ou coletivos com base no desempenho; Mecanismos de avaliação do trabalho;
- Fontes de informação –Frequência, modos e objetivos dos contactos com fontes de informação institucionais, individuais, bases de dados ou literatura;
- Produção própria/ utilização de análise externa – Critérios de decisão entre a produção própria de análise financeira ou a utilização de análise produzida por terceiros;
- Culturas de avaliação
  - Análise técnica – Métodos, técnicas, recursos e indicadores utilizados; Critérios de utilização e representações face a outras metodologias; meios e recursos de aprendizagem;
  - Análise fundamental - Métodos, técnicas, recursos e indicadores utilizados; Critérios de utilização e representações face a outras metodologias; meios e recursos de aprendizagem
  - Newsflow - Métodos, técnicas, recursos e indicadores utilizados; Critérios de utilização e representações face a outras metodologias; meios e recursos de aprendizagem
  - Análise macroeconómica- Métodos, técnicas, recursos e indicadores utilizados; Critérios de utilização e representações face a outras metodologias; meios e recursos de aprendizagem
  - Conceções sobre valor – Referências a vários tipos conceções de valor e representações sobre a sua função e mecanismos de formação de preços
  - Construção e revisão de modelos – Processos de construção de modelos, critérios e periodicidade as alterações aos modelos.