

# O IMPACTO DA DIVULGAÇÃO DOS FACTOS RELEVANTES NO MERCADO DE CAPITAIS PORTUGUÊS

JOÃO DUQUE\*

INÊS PINTO\*\*

## 1- INTRODUÇÃO

A grande incerteza e a turbulência verificada nos mercados financeiros têm levado a uma maior atenção da investigação em áreas como as de avaliação, eficiência e regulamentação dos mesmos. Os recentes escândalos financeiros como os da *Enron* ou *WorldCom* afectaram profundamente os mercados de capitais, assim como, as suas estruturas de regulamentação e supervisão. Neste contexto, a divulgação da informação tornou-se num vector fundamental de actuação dos reguladores com vista à garantia da eficiência dos mercados e protecção dos agentes envolvidos.

Ao criar condições adequadas à realização de investimentos, o mercado de capitais desempenha um papel fundamental no crescimento económico. Características como a velocidade e a precisão com que a informação é incorporada nos preços dos títulos são aspectos fundamentais para o bom funcionamento do sistema.

Assim, com o objectivo de garantir a eficiência e bom funcionamento dos mercados de capitais, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) impõe diversas normas relativamente à difusão de informação de forma a garantir a integridade e transparência no mercado. Para além da divulgação de informação periódica, as sociedades emittentes de acções cotadas admitidas à negociação têm o dever de informação de factos que possam ter um impacto relevante no preço das acções, sendo obrigadas a informar imediatamente a autoridade do mercado, usando o seu sistema de difusão de informação disponível no sítio da CMVM na *Internet*<sup>1</sup>.

O estudo da capacidade de incorporação da informação no preço das acções tem sido um tema dominante na investigação em finanças, conhecido como estudo sobre a *Eficiência dos Mercados*. Segundo Fama (1970), num mercado eficiente, os preços dos activos devem reflectir total e imediatamente toda a informação disponível. Assim, se os preços reflectirem imediatamente toda a informação pública relevante então o mercado pode considerar-se eficiente na forma semi-forte (*semi-strong form*).

O estudo do impacto da divulgação de um determinado acontecimento no preço dos títulos é analisado através da metodologia clássica de estudos de acontecimentos (*event studies*), procurando testar-se a hipótese de existência de uma rendibilidade anormal em torno do dia da divulgação de um determinado acontecimento, com o objectivo de poder concluir em relação à eficiência semi-forte do mercado de acções.

Neste artigo, pretendemos reflectir sobre a relevância deste dever de divulgação de informação e sua contribuição para a eficiência dos mercados, avaliando até que ponto os factos relevantes são efectivamente relevantes. Por outro lado, e tendo em conta a forma de divulgação de tal informação, é também nossa intenção procurar, ainda que de uma forma indirecta, avaliar o papel desempenhado pelo sistema de difusão pelo qual tais divulgações são realizadas.

---

\* Universidade Técnica de Lisboa - Instituto Superior de Economia e Gestão

\*\* Universidade Técnica de Lisboa - Instituto Superior de Economia e Gestão

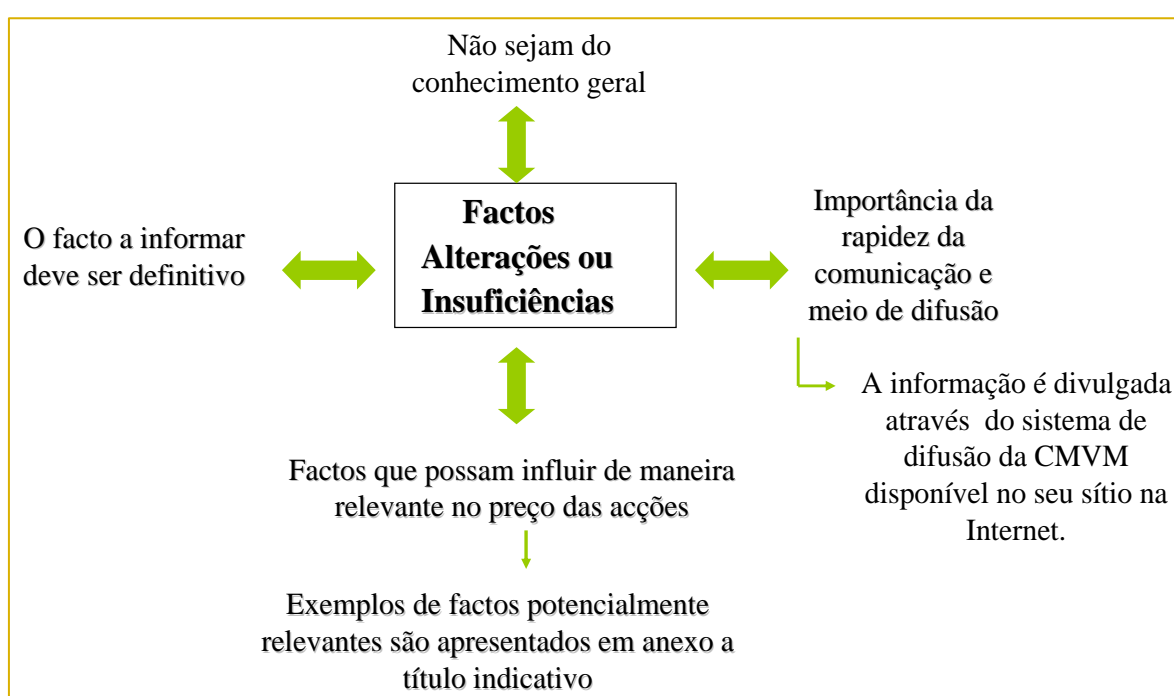
<sup>1</sup> <http://www.cmvm.pt>

## 2- ENQUADRAMENTO LEGAL

Um dos principais objectivos da CMVM é o de garantir a integridade e transparência dos mercados, pelo que a divulgação de informação de qualidade por parte dos agentes envolvidos é um ponto crucial na orientação da sua actuação. A informação é, assim, um dos vectores fundamentais da actuação da CMVM com vista à protecção dos agentes envolvidos, estando bem patente na legislação que a mesma deverá ser adequada.

No que respeita aos factos relevantes, o CVM consagra no Art. 248.º n.º 1 um dever de informação pela sociedade cotada sobre factos

que “sejam susceptíveis de influir de maneira relevante no preço das acções”. Trata-se de uma norma que comporta alguma margem de interpretação, tornando-se necessário analisar qual a delimitação do conceito de “facto relevante” no âmbito deste trabalho. Para tal, vamos considerar as orientações divulgadas pela CMVM sobre este tema, através de um documento intitulado “Entendimentos da CMVM Relativos ao Dever Legal de Informação sobre Factos Relevantes pelos Emitentes de Valores Mobiliários admitidos à Negociação em Bolsa” (Julho de 2000):



A CMVM fundamenta a existência deste dever em três ordens de razões: igualdade de oportunidades na realização de decisões de investimento, protecção dos investidores e reforço da confiança dos investidores e no mercado em geral.

Refere ainda a CMVM que “o dever de divulgação existe quando os factos, alterações, insuficiências ou inexactidões que tenham ocorrido não sejam do conhecimento geral e possam influir de maneira relevante no preço das acções”. Ressalta aqui, não só a importância da informação não ser pública, como também a questão de o “facto” ser entendido num sentido amplo, incluindo não só factos/operações como também alterações, insuficiências ou

inexactidões, desde que estas não sejam do conhecimento geral.

Por outro lado, ainda segundo estas orientações, o facto a informar deve ser definitivo. Ou seja, a CMVM considera que “o emitente não tem de comunicar a existência de etapas preliminares da sua formação – designadamente as negociações que decorram tendo em vista a conclusão de determinado acordo ou as fases de um processo interno de decisão – enquanto permanecer o sigilo entre as partes intervenientes no respectivo processo”. Esta entidade chama ainda a atenção neste documento para o facto do fecho do processo de decisão não ser entendido num sentido formal, mas sim no “sentido da gestão da actividade”.

Outro elemento essencial na concretização do dever de informação prende-se com o conceito de “influência relevante”. Ainda segundo este texto de orientações, o facto torna-se relevante na medida em que é susceptível de afectar significativamente a avaliação dos valores mobiliários em causa, na óptica de um investidor “normalmente diligente”. Não existe, assim, nenhuma regra predefinida que permita realizar uma avaliação automática sobre a relevância do facto, devendo tal juízo ser levado a cabo pelo emitente em cada caso concreto. No entanto, a título indicativo, este documento apresenta em anexo uma listagem com exemplos de factos potencialmente relevantes, não isentando, no entanto, o emitente de verificar caso a caso a relevância do facto (anexo 1).

De referir ainda a importância da rapidez da comunicação e do meio de difusão pelo qual a divulgação é realizada. De acordo com o Art. 1.º - A n.º 1 do Regulamento N.º 11/2000 da CMVM “os factos relevantes a que se refere o artigo 248.º do Código dos Valores Mobiliários devem ser imediatamente comunicados à CMVM, que promove a sua divulgação no sistema de difusão de informações, e à entidade gestora da bolsa, antes de a qualquer outro meio de comunicação”. O sistema de difusão de informação está acessível através do sítio da CMVM na *Internet*<sup>2</sup>. De notar que até 2004, de acordo com o n.º 3 deste mesmo artigo “, a divulgação de factos relevantes devia ocorrer fora do horário de funcionamento da bolsa, salvo se a CMVM o tivesse autorizado diversamente. Actualmente, de acordo com o Regulamento n.º 4/2004 da CMVM esta divulgação já pode ser realizada durante o horário de funcionamento da bolsa, devendo apenas ser precedida de contacto junto da entidade reguladora.

Segundo o Art. 367º do CVM, o sistema de difusão de informação da CMVM deverá abranger não só os factos acima referidos, como também outros que lhe sejam comunicados, nomeadamente, participações qualificadas, documentos de prestações de contas entre outros. Assim, no sítio da *Internet*, para além dos factos relevantes, está ainda disponível uma área denominada “outras comunicações”, onde os emitentes

disponibilizam informação tão diversificada como divulgação de resultados, aquisição/alienação de acções próprias, alteração na composição dos órgãos sociais entre outros. Uma vez que não apresenta os critérios definidos no âmbito do Art. 248.º do CVM, é de esperar que este tipo de comunicado não tenha um impacto significativo no preço dos títulos.

### 3- CONCEITOS TEÓRICOS

#### 3.1 A Eficiência dos Mercados

Estando o valor das acções dependente da expectativa das rendibilidades futuras, toda a informação que leve a uma alteração desta expectativa vai ter um impacto directo na valorização destes títulos. O estudo da capacidade de incorporação da informação no preço das acções é conhecido em finanças como estudo sobre a *Eficiência dos Mercados*.

Apesar de existirem trabalhos anteriores nesta área (Bachelier (1900) e Cowles (1933)), é no final da década de 60 que se consolida o conceito de “mercado de capitais eficiente”, com o artigo de Fama (1970), onde o autor apresenta uma revisão teórica e empírica da literatura sobre este tema, lançando os fundamentos para muitas das investigações posteriores.

Segundo Fama (1970), num mercado eficiente, os preços dos activos deverão reflectir total e imediatamente toda a informação disponível. Ou seja, todo o conjunto de informação disponível no momento  $t$  ( $\Phi_t$ ) que leve a uma alteração das expectativas das rendibilidades futuras dos títulos deverá ser imediatamente incorporada no seu preço, impossibilitando o investidor de ganhar uma rendibilidade anormal<sup>3</sup>.

Fama (1970) define a hipótese de eficiência dos mercados em três níveis, de acordo com o tipo de informação reflectida no preço dos títulos. Estamos perante um mercado eficiente na sua forma fraca (*weak form*) se o preço dos títulos reflectir toda a informação contida nos preços históricos, não sendo possível obter rendibilidades anormais com base no estudo dos preços passados. A eficiência semi-forte

<sup>2</sup> - <http://www.cmvm.pt>

<sup>3</sup> - Este excesso de rendibilidade é normalmente medido como a diferença entre a rendibilidade efectiva e a rendibilidade estimada, sendo esta obtida a partir da aplicação de um modelo tal como o modelo de mercado, modelo da rendibilidade média ajustada ou modelo de equilíbrio dos activos financeiros (CAPM) entre outros.

(*semi-strong form*) implica que toda a informação pública relevante esteja reflectida nos preços actuais. Finalmente, a eficiência na sua forma forte (*strong form*) implica que nenhum investidor consiga obter rendibilidades anormais com base em qualquer tipo de informação, seja ela pública ou privada.

No que respeita a eficiência semi-forte ou estudo de acontecimentos, Fama (1991) conclui que os resultados da maioria dos trabalhos evidenciam que, em média, os preços se ajustam em torno da divulgação de um determinado evento, sendo esta evolução compatível com a definição de eficiência dos mercados na sua forma semi-forte.

Uma vez que este artigo pretende analisar o impacto de informação no preço dos títulos, iremos de seguida apresentar os conceitos subjacentes ao estudo de acontecimentos (*event studies*).

### 3.2 Estudo de Acontecimentos

O estudo de acontecimentos tem como objectivo analisar o impacto de um determinado acontecimento no preço das acções. Esta metodologia consiste em tentar avaliar se o preço de um título reflecte, ou não, a informação contida na divulgação de um determinado acontecimento e verificar, assim, se o mercado é eficiente na forma semi-forte.

O objectivo consiste em observar o comportamento do preço do título na data de divulgação do acontecimento (dia 0), assim como, num período em torno do dia da divulgação ao qual chamaremos de janela de observação (*event window*) de forma a detectar a existência de rendibilidades diferentes das esperadas. No caso de o mercado ser eficiente na forma semi-forte, a incorporação da informação divulgada deve ser imediata pelo que é de esperar uma rendibilidade anormal no dia da divulgação, mas não nos dias em torno da divulgação.

Uma vez que o dever de divulgação dos factos relevantes, imposto pela CMVM às sociedades emitentes, tem como principal objectivo transmitir a informação relevante de uma forma imediata e clara a todos os investidores em simultâneo, consideramos importante analisar o impacto desta informação no preço das acções de forma a poder concluir sobre a relevância

deste dever no âmbito do mercado de capitais português. Uma vez que se trata da divulgação de informação pública, estaremos a realizar um estudo ao nível da eficiência semi-forte, utilizando para tal a metodologia clássica dos estudos de acontecimentos.

Com as devidas alterações ao acontecimento em estudo, esta análise pode ser realizada através da metodologia clássica de estudos de acontecimentos, que segundo Elton e Gruber (2002) segue os seguintes passos:

1. Recolha da amostra de empresas que sofreram um acontecimento. Recolha das empresas que divulgaram factos relevantes conforme o estabelecido pela CMVM.
2. Determinação do dia do anúncio (dia 0). A data do acontecimento é a data na qual o facto relevante fica disponível através do sítio da CMVM na *Internet*.
3. Definição do período em análise, ou seja, determinação dos dias, antes e depois do acontecimento, nos quais o comportamento do preço dos títulos será analisado. Neste estudo, adopta-se uma janela de observação de 11 dias, incluindo 5 dias antes do acontecimento, o dia do evento e 5 dias após o acontecimento. A escolha deste período deve ter em conta a necessidade de se ter um intervalo de tempo suficiente para captar as eventuais reacções do mercado, mas não demasiadamente longo, no qual se pode ter diversas sobreposições de eventos e, assim, reduzir consideravelmente a nossa amostra.
4. Cálculo da rendibilidade obtida para todas as empresas da amostra na janela de observação, ou seja, em torno da divulgação do acontecimento.
5. Cálculo da chamada rendibilidade anormal definida como a diferença entre a rendibilidade efectiva e a rendibilidade esperada durante a janela de observação. Assim, a rendibilidade anormal para a empresa  $i$ , na data do acontecimento  $t$ , é calculada da seguinte forma:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} | X_t)$$

Onde  $R_{it}$  e  $E(R_{it} | X_t)$  representam, respectivamente, a rendibilidade efectiva e esperada para o título  $i$  no período  $t$ , condicionada ao conjunto informativo  $X_t$ . A rendibilidade esperada é estimada através da aplicação de um modelo, neste caso, modelo de mercado.

6. Cálculo da rendibilidade anormal média (*average abnormal return* – AAR). Considerando N acontecimentos, e assumindo que não há sobreposição nas janelas de observação dos títulos incluídos na amostra, pode obter-se um valor médio para a rendibilidade anormal média:

$$AAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_i$$

7. Cálculo da rendibilidade anormal média acumulada (*cumulative average abnormal return* – CAAR). A rendibilidade anormal pode ainda ser agregada ao longo da janela de observação, ou seja ao longo dos 11 dias de observação:

$$CAAR_{(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t$$

O mercado é considerado eficiente na forma semi-forte no caso de se concluir que o ajustamento é feito imediatamente no dia da divulgação do facto relevante, não se observando rendibilidades excessivas nos dias em torno da sua divulgação.

#### 4- O IMPACTO DA DIVULGAÇÃO DOS FACTOS RELEVANTES NO MERCADO DE CAPITAIS PORTUGUÊS

##### 4.1 Divulgação dos Factos Relevantes

Num estudo realizado no mercado de capitais português, Duque e Pinto (2004) analisaram o impacto da divulgação dos factos relevantes num período compreendido entre 1/01/2000 a 31/12/2002. Para uma amostra de quarenta e quatro empresas cotadas no Mercado de Cotações Oficiais da Euronext Lisboa, recolheram setecentos e noventa e oito anúncios de factos relevantes publicados no sistema de informação da CMVM.

De salientar que, apenas oito empresas (EDP, PT, BCP, Cimpor, Pararede, BES, Cofina e Jerónimo Martins) divulgaram, nos três anos em análise, quatrocentos e vinte factos relevantes, ou seja, cerca de 55% da amostra recolhida.

Observou-se uma redução significativa na publicação de factos relevantes entre 2000 e 2001, que foi mais do que compensado por um aumento muito significativo na divulgação de “outras comunicações”.

Relativamente à variação entre 2001 e 2002, observou-se uma quebra em ambos os tipos de anúncios. No entanto, os dados recolhidos sobre as “outras comunicações” para o ano de 2001 estão fortemente influenciados por duas empresas: o BES e a Mota Engil que divulgaram 110 e 82 comunicações, respectivamente, sendo na sua quase totalidade anúncios sobre aquisições de acções próprias. No caso de retirarmos estas duas empresas da nossa amostra, a variação entre 2001 e 2002 relativamente às “outras comunicações” seria positiva em 10%, enquanto que relativamente à divulgação dos factos relevantes a variação para o mesmo período seria negativa em 21%.

Com vista a avaliar qual o tipo de acontecimento com maior frequência, os autores classificaram os factos relevantes por categorias. Assim, com base em classificações apresentadas nos trabalhos de Thompson, Olsen e Dietrich (1987) e Pritamani e Singal (2001), e com as devidas alterações à amostra, obteve-se as seguintes categorias: anúncio dos resultados; alterações contabilísticas/ Informação sobre impostos; alterações dos órgãos sociais; alterações relacionadas com a estrutura de capital da empresa (dividendos, acções próprias, emissão de capital e/ou de dívida); informação relacionada com alterações estruturais (fusões, aquisições, vendas de activos); informação relacionada com a actividade operacional da empresa (vendas, acordos estratégicos ou de cooperação, exploração de novos produtos ou serviços); e informação diversa, não classificável nas classes anteriores.

Da análise dos dados conclui-se que a informação que surge com maior frequência (46%) está relacionada com alterações estruturais, nomeadamente compra e venda de participações financeiras em Portugal ou no estrangeiro. Com algum relevo, mas com um peso bastante inferior (18%), tem-se os factos relevantes associados com alterações na estrutura de capital, nomeadamente aumentos de capital e distribuição de dividendos.

##### 4.2 Impacto da Divulgação na Rendibilidade das Acções:

Depois de classificar os factos relevantes em “boas” ou “más” notícias, de acordo com a evolução da taxa de rendibilidade do activo no



dia da divulgação, Duque e Pinto (2004) verificaram uma alteração significativa na rendibilidade dos títulos no dia da divulgação (dia 0), observando-se um aumento da rendibilidade anormal neste dia seguido de um decréscimo nos dias posteriores.

Pode assim dizer-se que, em média, o mercado incorpora rapidamente a informação em torno do dia do acontecimento. Os resultados evidenciam que o mercado é eficiente na sua forma semi-forte, pelo menos, no que respeita à velocidade de ajustamento dos preços à informação.

No entanto, é necessário ter em consideração que o dia 0 representa a data em que o emitente comunica o facto relevante à CMVM, sendo que, por regra, na altura deste estudo, esta comunicação devia ocorrer fora das horas de funcionamento da bolsa, evidenciando assim a existência de uma rendibilidade anormal antes da difusão do acontecimento ao mercado.

Duas razões podem justificar esta observação. Por um lado, existem determinados acontecimentos que pela necessidade de informação urgente ao mercado são comunicados durante o horário de funcionamento da bolsa, levando a um ajustamento imediato dos preços no dia 0. Por outro lado, podem existir situações em que a divulgação do facto relevante constitui uma rectificação a qualquer informação insuficiente, incorrecta ou pouco clara que esteja a perturbar o mercado, originando um ajustamento do preço na sessão de bolsa imediatamente anterior à difusão do facto relevante.

De salientar ainda que, num período em que a tendência no mercado de capitais português é de queda<sup>4</sup>, o maior impacto nos preços é observado aquando a divulgação de “boas notícias”. De acordo com este estudo, no dia do anúncio, a variação ocorrida na rendibilidade anormal média é de 2% no caso das “boas notícias”, sendo este valor de 0,95% para as “más notícias”.

#### **4.3 Impacto da Divulgação no Volume de Transacções**

À semelhança do realizado a nível da rendibilidade, este estudo faz igualmente uma análise do impacto da divulgação dos factos relevantes em termos do volume de transacções.

Os autores observam que existe um excesso de actividade logo no dia da divulgação do evento, verificando-se, no entanto, que o maior volume de transacções médio anormal ocorre no dia a seguir ao anúncio que, na maior parte dos casos, representa o primeiro dia de negociação após a divulgação do facto relevante. Por outro lado, é de notar que, ao contrário do que acontecia ao nível da rendibilidade, o retorno à normalidade é mais lento.

Conjugando os resultados obtidos a nível de rendibilidades e de volume de transacções, pode concluir-se que a divulgação de um facto relevante leva, em termos médios, a uma variação significativa destas duas variáveis. No entanto, enquanto o preço parece voltar ao valor de equilíbrio logo após o anúncio, o mesmo não acontece em relação à quantidade transaccionada, mantendo-se um excesso de actividade nos dias a seguir ao anúncio. Esta evidência reforça a ideia de que a variação observada a nível de preços não é função de uma maior “actividade” no mercado, mas sim de alterações nos preços de equilíbrio, ou seja de mudanças nas expectativas das rendibilidades futuras.

### **5- CONCLUSÃO**

No ambiente competitivo que caracteriza os mercados de capitais de hoje, a transparência dos preços é crucial para a confiança dos investidores. A divulgação de informação para o mercado constitui, assim, um pilar fundamental na sua regulamentação e supervisão. Neste âmbito e com o objectivo de contribuir para uma maior integridade e transparência dos mercados, a CMVM consagra no Art. 248.º n.º 1 um dever de informação sobre factos relevantes pela sociedade cotada.

Neste artigo pretendemos chamar a atenção para a relevância de tais factos no mercado accionista português, tentando determinar se a divulgação desta informação é incorporada de uma forma eficiente nos preços dos títulos. Este trabalho constitui, por outro lado, uma forma de analisar o papel desempenhado pelo sistema de difusão de informações da CMVM como meio de divulgação de informação, avaliando a sua acessibilidade à generalidade dos investidores.

<sup>4</sup> Em 2002, o índice accionista PSI-20 registou uma desvalorização de 25,62%, tendo este mesmo indicador sofrido uma variação anual de -24,73% no ano anterior.

Assim, através de um estudo realizado ao mercado Português entre 2000 e 2002 (Duque e Pinto, 2004) verifica-se que no dia da divulgação dos factos relevantes, o mercado reage à notícia, observando-se a existência de uma rendibilidade anormal em torno deste dia com posterior estabilização do preço. Pode assim afirmar-se que os factos relevantes contém informação útil para o mercado e que esta informação é incorporada rapidamente nos preços. No entanto, é de salientar que ao considerar que a divulgação do facto relevante é realizado fora das horas de funcionamento da bolsa, o ajustamento do preço é anterior à divulgação do facto relevante, podendo indicar que em muitas situações o facto relevante constitui uma rectificação a alguma informação que esteja a perturbar o mercado.

Estes resultados foram ainda confirmados por uma análise a nível da quantidade de títulos transaccionados no mercado. Neste caso,

também se verifica um volume anormal médio em torno do dia da divulgação dos factos relevantes. Porém, o processo de retorno desta variável para os seus valores normais é mais lento, observando-se um excesso de actividade até ao terceiro dia após o anúncio. Ou seja, após o preço voltar ao seu valor de equilíbrio, os investidores continuam a realizar ajustamentos nas suas carteiras, mantendo-se uma certa actividade no mercado.

Em conclusão, estes resultados sugerem, não só, que o dever de divulgação dos factos relevantes contribui favoravelmente para a difusão de informação consistente e útil ao mercado, como também que o veículo utilizado para tal difusão (a *Internet*) parece ser efectivo e eficiente. No entanto, esforços deverão continuar a ser desenvolvidos no sentido dos factos serem divulgados o mais atempadamente possível, uma vez que existem evidências de alguma reacção anterior à divulgação.

## BIBLIOGRAFIA

**BACHELIER, Louis**, 1900, Theory of speculation. “The Random component of Stock Prices”, *MIT Press*.

**COWELS, A.**, 1933, “Can Stock Market Forecasters Forecast?”, *Econometrica* 1: 309-24.

**Comissão do Mercado de Valores Mobiliários**, “Entendimentos da CMVM Relativos ao Dever Legal de Informação sobre Factos Relevantes pelos Emitentes de Valores Mobiliários admitidos à Negociação em Bolsa”, Julho 2000.

**DUQUE, João e Inês Pinto** (2004), “How Sensitive Are Price Sensitive Events?”, *Working Papers* n° 4/2004, Instituto Superior de Economia e Gestão.

**ELTON, Edwin J., e Gruber Martin J**, 2002, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis* (John Wiley & Sons, Inc.: New York).

**FAMA, Eugene F**, 1970, “Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work”, *Journal of Finance* 25: 383-417.

**FAMA, Eugene F.**, 1991, “Efficient Capital Markets: II”, *Journal of Finance* 36: 1575-617.

**PRITAMANI, Mahesh, e Vijay Singal**, 2001, “Return Predictability Following Large Price Changes and Information Releases”, *Journal of Banking & Finance* 25: 631-56.

**THOMPSON, Robert, Chris Olsen, e Dietrich Richard**, 1987, “Attributes of News About Firms: An Analysis of Firm-Specific News Reported in the Wall Street Journal Index”, *Journal of Accounting Research* 25: 245-73.