



UNIVERSIDADE DA BEIRA INTERIOR
Ciências Sociais e Humanas

**O impacto diferenciado das recomendações de
investimento no curto prazo:
CAIXA versus BES**

Diana Costa

Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em
Economia
(2º ciclo de estudos)

Orientador: Prof. Doutor Pedro Silva

Covilhã, Junho de 2011

Agradecimentos

Quero agradecer ao meu orientador, Prof. Doutor Pedro Silva, pela orientação e dedicação ao longo desta investigação.

Um agradecimento especial aos meus pais e irmão pelo apoio incondicional e por terem acreditado sempre em mim, pois sem eles este ano teria sido muito mais difícil.

E também gostaria de agradecer aos meus amigos pelo apoio e paciência que tiveram comigo.

Resumo

Esta investigação analisa o efeito a curto prazo das recomendações dos analistas de dois bancos portugueses, Caixa Banco de Investimento e BES Investimento, e o seu valor para os investidores. Também se analisa a consistência entre as recomendações emitidas e a prática dos gestores de fundos de cada banco.

Detectou-se que as recomendações dos analistas da Caixa geram sempre rendibilidades anormais médias positivas, em alguns casos significativas. Contudo, para os investidores a estratégia que envolve comprar as acções recomendadas pela Caixa apenas gerará valor se estes conseguirem captar a rendibilidade no dia do evento. Por outro lado, verificou-se que as recomendações dos analistas do BES produzem em todos os intervalos analisados rendibilidades anormais médias negativas.

A análise à consistência entre as recomendações e a prática dos gestores de fundos de ambos os bancos permitiu concluir que os gestores de fundos de investimento da Caixa parecem não tomar as suas decisões de *trading* em função das recomendações ao contrário do que acontece com o BES, em que os seus gestores de fundos de investimento seguiram sempre as recomendações emitidas pelos analistas do grupo apenas com uma excepção.

Palavras-chave: Recomendações de investimento, Analistas financeiros, Eficiência dos mercados, Gestão de fundos de investimento.

Abstract

This study analyzes the short-term effect and the value for investors of the analysts' recommendations of two Portuguese banks, *Caixa Banco de Investimento* and *BES Investimento*. The consistency between recommendations and fund managers decisions was also analyzed.

It was detected that the recommendations of Caixa analysts always generate positive average abnormal returns, sometimes significant. However, for investors, the strategy that involves buying recommended stocks would only generate value if investors were able to capture the event day return. On the other hand, BES analysts' recommendations produce negative average abnormal returns in all intervals analyzed.

The analysis of the consistency between the recommendations and fund management practice of both banks allowed to conclude that Caixa fund managers seem not to make trading decisions according to the recommendations, contrary to BES fund managers that always followed the recommendations issued by their analysts with only one exception.

Keywords: Investment recommendations, Financial analysts, Market efficiency, Fund management.

Índice

1. Introdução	1
2. Revisão de Literatura	4
3. Dados e Metodologia	13
3.1.Dados.....	13
3.2. Metodologia	17
4. Análise dos Resultados	20
4.1. Impacto e valor das recomendações	20
4.2. Consistência entre as recomendações e a prática dos gestores de fundos.....	24
5. Conclusão.....	26
Bibliografia	27

1. Introdução

No mercado accionista português, tal como na generalidade dos mercados desenvolvidos, o analista financeiro assume um papel relevante na intermediação da informação financeira e empresarial. Depois de recolher e processar a informação pertinente o analista dissemina o resultado da sua análise na forma de relatórios que tipicamente incluem um preço-alvo para o título analisado e uma recomendação de transacção. Por dificuldade dos investidores na selecção das suas carteiras ou simplesmente porque estes aceitam que o analista é um profissional com acesso a melhor informação e com melhor capacidade de processamento, estas recomendações têm o potencial de influenciar as decisões de investimento e desinvestimento dos agentes de mercado até porque a sua difusão e relevo pelos *media* e pela Internet é significativo.

A influência do analista sobre o mercado justifica assim o escrutínio académico bem como a regulação e supervisão da actividade. Acresce que estudos anteriores (por exemplo, Womack, 1996 e Barber *et al.*, 2001), concluíram que as recomendações podem conter informação geradora de rendibilidades anormais. Além disso, é sobejamente conhecido que em relação a esta actividade se detectaram no passado situações de conflito de interesse que dizem respeito ao incentivo para o *trading* excessivo em benefício dos intermediários financeiros (Jackson, 2005), ao enviesamento das recomendações no sentido de favorecer actividades de banca de investimento da instituição financeira (Michaely e Womack, 2005) ou ainda a aspectos de quase manipulação das cotações de mercado (Shen, 2009). A continuada assimetria das recomendações, com preponderância das recomendações de *buy*, sugere que os analistas poderão ser compensados por emitirem recomendações favoráveis (Chan, *et al.* 2003). Segundo Womack e Roni (1999), por vezes existe uma pressão para os analistas seguirem determinadas empresas e emitirem recomendações positivas sobre empresas clientes ou potenciais clientes da sua instituição financeira com o objectivo de as captar para outras actividades de banca de investimento.

Deste modo, com conflitos de interesse potencialmente tão graves, o escrutínio académico e a regulação da actividade (executada em Portugal pela CMVM) são fundamentais.

Neste contexto, o principal objectivo deste estudo é analisar qual o impacto das recomendações dos analistas de investimento da Caixa - Banco de Investimento (CaixaBi) e do BES Investimento (BesI) no mercado accionista português e qual o seu valor para os investidores, isto é, pretendemos analisar o efeito no curto prazo das recomendações sobre os preços dos títulos e qual o ganho anormal que os investidores conseguiriam obter se agissem de acordo com as recomendações.

Para o efeito iremo-nos cingir às recomendações *buy* emitidas pelos analistas destes dois bancos portugueses, CaixaBi e BesI. Outro dos objectivos deste trabalho é analisar a

consistência entre as recomendações efectuadas e a prática dos gestores de fundos de cada banco.

Com este estudo conseguiremos obter resultados actualizados sobre uma questão já investigada para o mercado português mas em que os resultados não são consensuais. Adicionalmente este estudo proporciona uma comparação directa entre o impacto das recomendações de duas “casas” de investimento ao contrário da generalidade dos estudos que analisam o impacto agregado das recomendações. A contribuição mais original relaciona-se com a consistência entre as recomendações e a prática dos gestores de fundos, uma questão raramente abordada empiricamente e para a qual apresentaremos resultados exploratórios para o mercado português.

É importante salientar que os resultados acerca do impacto da divulgação das recomendações constituem também um teste à eficiência do mercado na sua forma semi-forte. Efectivamente, na acepção de Fama (1970), um mercado eficiente é aquele em que os preços reflectem completamente a informação disponível. De acordo com a sua classificação um mercado diz-se eficiente na forma fraca se o preço dos activos reflectir toda a informação sobre as cotações históricas dos activos. O mercado será eficiente na forma semi-forte se as cotações dos títulos reflectirem toda a informação pública e disponível. Finalmente, o mercado seria eficiente na forma forte se as cotações dos títulos reflectissem toda a informação pública e privilegiada possível. Ou seja, para avaliarmos o grau de eficiência do mercado precisamos de verificar qual é o conjunto de informação (informação histórica sobre as cotações, informação pública sobre o título ou privada) que está já reflectido nos preços dos títulos. Então, na medida em que os analistas financeiros elaboram as suas recomendações com base em informação pública a detecção de um impacto significativo da divulgação das recomendações seria indicativo de ineficiência do mercado na sua forma semi-forte (isto é, nem toda a informação pública já estaria reflectida nos preços). Curiosamente, num mercado verdadeiramente eficiente na forma semi-forte não existiria nenhum incentivo à actividade de análise financeira (uma vez que está excluída por definição a hipótese de se obterem ganhos utilizando informação publicamente disponível). Contudo, o que assegura a eficiência do mercado é a existência de agentes que estejam disponíveis para processar informação pública ainda que a sua aquisição tenha custos. Este paradoxo sublinhado por Grossman e Stiglitz (1980) apenas desaparece num mercado em que os agentes que incorram em custos com a aquisição e processamento de informação possam obter ganhos que compensem estes dispêndios.

Este papel dos analistas financeiros como promotores de mercados eficientes também é sublinhado quando se considera como eficiente o mercado em que os preços estão próximos dos seus valores fundamentais (Fama, 1976, por exemplo). Aqui, os analistas actuando como processadores e difusores de informação pelo mercado ajudam os preços a aproximarem-se

dos seus valores fundamentais. Naturalmente, as acções “cobertas” pelos analistas estariam a ser transaccionadas no mercado a preços mais próximos dos seus valores fundamentais do que as acções ignoradas pelos analistas, não havendo espaço para a obtenção de ganhos anormais pelos investidores.

Os resultados deste estudo mostram que os analistas da CaixaBI têm um desempenho médio superior aos analistas do BesI. As recomendações da CaixaBI permitem aos investidores obter ganhos anormais significativos no dia do evento e período pós-evento verificando-se que as diferenças entre bancos são acentuadas e em algumas situações o teste t e o teste não paramétrico de *Mann-Whitney* às diferenças entre rendibilidades médias confirmam a sua significância.

Os resultados preliminares da análise sobre a consistência entre as recomendações e a prática dos gestores de fundos mostram que os gestores dos fundos de investimento da CaixaBI parecem tomar as suas decisões de *trading* independentemente das recomendações dos analistas do seu banco de investimento. Em contraste, os gestores de fundos de investimento do Grupo Espírito Santo seguiram sempre as recomendações emitidas pelo BesI com uma única excepção o que favorece a credibilidade das recomendações emitidas.

O trabalho está organizado da seguinte forma. No segundo capítulo realiza-se uma revisão de literatura empírica sobre o efeito das recomendações. O terceiro capítulo apresenta uma descrição dos dados e a metodologia utilizada para análise. No quarto capítulo será efectuada a análise aos resultados acerca do impacto no mercado e o valor das recomendações como também da consistência entre as recomendações e a prática dos gestores de fundos. No último capítulo apresentam-se as principais conclusões do trabalho.

2. Revisão de Literatura

A investigação académica sobre o valor das recomendações dos analistas financeiros tem incidido sobre as recomendações publicadas na imprensa económica e sobre as recomendações de consenso dos analistas. As recomendações de consenso são as mais analisadas nos Estados Unidos. Esta resulta da média das diferentes recomendações, compiladas na maioria em bases de dados como a *Institutional Broker Estimate System (I/B/E/S)* e a *First Call*.

As recomendações publicadas nos jornais foram durante muito tempo as que tiveram mais impacto nos investidores visto que a imprensa era mais acessível e que chegava com mais facilidade ao público em geral. Destacam-se na literatura as análises ao *Wall Street Journal*. É natural que com o passar do tempo as recomendações divulgadas *online* passem a merecer mais atenção por parte dos investidores.

A partir dos anos sessenta surgem os primeiros estudos sobre a importância das recomendações dos analistas. Estes estudos analisaram o *VLRS Value Line Ranking System*, evidenciando-se os trabalhos de Shelton (1967) e Black (1973). Copeland e Mayers (1982) distinguiram-se com o estudo em que mostraram que o *VLRS* gerou uma rendibilidade anormal de cerca de 6% ao ano. Desde então este tema assumiu uma relevância importante, na medida em que este tipo de estudos configuram testes à hipótese de eficiência de mercado.

Um dos estudos pioneiros sobre o valor das recomendações foi o de Cowles (1933), que analisou as recomendações de empresas de investimento e as recomendações publicadas no *Wall Street Journal*. O autor descobriu que em média as recomendações não produzem um desempenho superior ao do índice de mercado, não permitindo ao investidor obter ganhos anormais.

Barber e Loeffler (1993), e Ferreira e Smith (2003) analisaram também as recomendações publicadas no *Wall Street Journal* em diferentes períodos (1988-1990 e 1996-1997). Os autores revelaram que as recomendações de *buy* produzem rendibilidades anormais positivas no dia do evento, concluindo que em média o mercado reage de forma positiva às recomendações. Barber e Loeffler (1993) estimaram uma rendibilidade anormal média positiva de 4% e Ferreira e Smith (2003) de 0,65%. Estes últimos, a longo prazo, verificaram que as carteiras que contêm acções do tipo *growth* têm um maior contributo na performance das recomendações publicadas neste jornal. Barber e Loeffler (1993) também analisaram o impacto das recomendações no volume transaccionado, e detectaram uma relação positiva entre ambos, dado que o volume duplicou nos dois dias seguintes à divulgação da recomendação.

Stickel (1995) revelou que as recomendações de *buy* estão associadas a aumentos de preços no dia da publicação da recomendação. Pelo contrário, as recomendações de *sell* estão associadas a uma diminuição do preço de -1,28%.

Womack (1996) é um dos estudos mais evidenciado e mais citado na literatura. Este autor utilizou para a sua investigação as recomendações da base de dados *First Call*, compreendidas entre 1989 e 1991. No seu estudo utilizou a metodologia de *event study*, tal como Stickel (1995) e detectou uma rendibilidade anormal no dia do evento das recomendações *buy* que permanecia até um mês após o dia da recomendação. Os impactos mais significativos ocorriam nos três dias à volta do dia do evento. Womack (1996) demonstrou que a persistência das rendibilidades anormais dependia de alguns factores e concluiu que as recomendações de *sell* em relação às de *buy* têm um impacto mais significativo nos preços dos activos e que as revisões das recomendações são mais úteis e geram mais ganhos para os investidores.

Barber, *et al.* (BLMT) realizaram várias investigações sobre as recomendações de consenso de bancos de investimentos dos EUA. BLMT (2001) analisaram as recomendações de consenso de carteiras de activos desde 1985 a 1996 da base de dados fornecida pela empresa de investimento *Zacks Investment Research*. As carteiras constituídas pelas acções mais recomendadas geraram uma rendibilidade anormal média anual de 4,13%, enquanto a carteira composta por acções menos recomendadas produziram uma rendibilidade anormal média de -4,91%.

Mais tarde, os mesmos autores, reavaliaram as rendibilidades das recomendações usando uma nova amostra para o período de 1996 a 2001 (BLMT, 2003). Reafirmaram os mesmos resultados no período de 1966-1999 mas em 2000 verificaram que as acções menos recomendadas tiveram maiores ganhos. Concluíram que este desempenho dos analistas reflecte a incapacidade de estes se adaptarem às alterações das condições de mercado, visto que as rendibilidades de estratégias de negociação baseadas em recomendações de consenso são positivas em mercados de *bull* e negativas em mercados *bear*. Estas conclusões também foram detectadas por Jegadeesh, *et al.* (2004). Estes autores concluíram que as recomendações de consenso não acrescentam valor por si, ao contrário das alterações das recomendações que permitem aos investidores obter ganhos.

Barber, *et al.* (2005), fizeram uma análise comparativa do desempenho dos analistas de bancos de investimento e de empresas independentes de *research*, desde 1996 a 2003. Os resultados mostraram que as recomendações de *buy* de empresas de *research* independentes produzem ganhos superiores às recomendações de bancos de investimento. Assim, concluíram

que os analistas dos bancos de investimento têm pior desempenho nas recomendações de *buy* em relação às empresas de *research* independentes.

Chen e Cheng (2002) realizaram um estudo semelhante ao de Womack (1996), cujo objectivo era verificar se o desempenho das recomendações se devia essencialmente às recomendações dos analistas *sell side*, num período de quatro anos (1º trimestre de 1994 ao 2º trimestre de 1999). Com os resultados obtidos identificaram rendibilidades anormais positivas nas recomendações de *strong buy* (1,18%) e rendibilidades negativas nas recomendações de *hold*, *sell* e *strong sell*, num período de 3 dias [-1,1]. Os autores verificam que as recomendações permitem aos investidores terem um ganho anormal anual de 4,2%. Assim, concluíram que os analistas *sell side* são um factor importante na explicação e determinação do desempenho dos analistas financeiros.

Um dos estudos mais recentes (1997 a 2004) sobre as recomendações de analistas de grandes empresas de investimento de *buy side* em comparação com as empresas de *sell side* foi o de Healy *et al.* (2010). Neste caso os analistas eram premiados consoante o ganho que proporcionavam ao investidor. Os resultados obtidos indicam que 44% das recomendações emitidas pelos analistas *buy side* eram *buy* ou *strong buy* (56% para os analistas *sell side*). As recomendações *buy* de empresas *buy side* geraram uma rendibilidade anormal de 2,3% (e 6,1% para as empresas *sell side*). Assim estes resultados sugerem um pior desempenho para os analistas de empresas *buy side* em acções de grandes empresas. Este facto pode ser explicado pelo grau de liquidez exigido pelos gestores de carteiras associados aos analistas. Assim, este aspecto limita as rendibilidades que podem ser obtidas a partir das recomendações de empresas *buy side*.

O estudo de Walker e Haltfield (1996) analisa as recomendações dos analistas de acções publicadas no jornal *USA Today*, desde 1988 a 1990. Os autores defendem que a performance de um analista depende muitas vezes da metodologia utilizada, pelo que além de usarem a metodologia *event study*, usaram as medidas sugeridas por Sharpe, Treynor e Jensen. Ao aplicarem as medidas de performance clássicas de Sharpe, Treynor e Jensen verificaram rendibilidades positivas mas não significativas nas recomendações *buy*. Em relação aos resultados do *event study* encontraram um efeito positivo de 4% no dia do evento nas recomendações *strong buy* e *buy* e negativo nas recomendações *sell* e *hold* (cerca de -4% e -6%).

O estudo de Nakhle (2003) analisa as rendibilidades anormais das alterações das recomendações (*upgrade* e *downgrade*) obtidas no site *Yahoo*, durante o período Janeiro de 2000 a Dezembro de 2002. Este autor analisa os resultados em três períodos: durante os 10 dias após a data da divulgação, nos 5 dias antes do anúncio da alteração da recomendação e no dia da divulgação da recomendação. Os resultados obtidos mostraram que a carteira de

upgrade buy tem uma maior percentagem de rendibilidades anormais positivas mas não significativas, nomeadamente no dia do evento e que as carteiras *upgrade hold* produzem rendibilidades anormais positivas principalmente nos períodos pré e pós-evento. As recomendações de *downgrade* de *hold* produzem rendibilidades anormais negativas sobre o dia do evento e período pós-evento. Para recomendações *downgrade sell* não existem rendibilidades anormais positivas significativas no dia do evento apresentando no período pré-evento rendibilidades anormais negativas. Assim, concluíram não existir fuga de informação, dado que as rendibilidades anormais próximas do dia do evento são negativas.

Relativamente ao mercado espanhol também se evidenciam alguns estudos sobre recomendações de acções divulgadas pela imprensa espanhola. Requejo (2005), um desses estudos, analisa as recomendações de *buy* e *sell* publicadas no jornal espanhol *Cinco Días*, no período de 1997 a 1999. Primeiramente analisou as rendibilidades anormais das recomendações, mas depois relacionou-as com o volume negociado. Para as recomendações *buy* aplicou a metodologia proposta por Brown e Warner (1985) e para as de *sell*, dado serem em número reduzido, aplicou o teste não paramétrico sugerido por Corrado (1989). Com os resultados verificou uma rendibilidade anormal significativa no dia anterior à divulgação da recomendação de *buy* e que a rendibilidade acumulada é significativa entre os dois dias antes e um dia depois da recomendação. Em relação ao volume há um aumento significativo do valor e da quantidade transaccionada a partir de três dias antes até dois dias depois da divulgação da recomendação. Assim, a autora concluiu que as rendibilidades anormais significativas estão associadas ao período pré-evento, o que sugere que há divulgação de informação antes do anúncio da recomendação.

Em contraste, Blandón e Bosch (2009) revelaram que as recomendações dos analistas têm um impacto significativo sobre as rendibilidades dos activos no dia do evento. Examinaram as recomendações publicadas no jornal económico Espanhol *Expansión*, edição internet, compreendidas entre Janeiro de 2000 e Abril de 2008. Seguiram a metodologia *event study*, aplicada pela maioria dos estudos (Stickel, 1995, Womack, 1996, Requejo, 2005, Walter e Kerl, 2006). Em relação ao impacto das recomendações no volume transaccionado, concluíram que as recomendações positivas influenciam de uma forma positiva o volume. Não existe influência das recomendações na rendibilidade e volumes no dia após o anúncio da recomendação, mas sim na rendibilidade e não no volume na véspera da publicação da recomendação. Este facto sugere utilização privada da recomendação antes do dia do anúncio e uma influência sobre as rendibilidades que não está associada a aspectos relacionados com pressão dos preços.

Num mercado diferente, Junior e Rochman (2006) analisaram seis estratégias diferentes baseadas em recomendações publicadas no jornal mais vendido do Brasil (Folha de São Paulo) durante o período de 1999 a 2005. Detectaram que as melhores estratégias envolvem comprar

as acções recomendadas com igual ponderação na carteira, acções em que a diferença entre o preço alvo e o preço de mercado é superior a 25% e menor ou igual a 50% e activos em que a diferença entre o preço alvo e o preço de mercado é de 75%. Os resultados mostraram que as recomendações contêm valor no mercado brasileiro e que a hipótese de eficiência de mercado não se verifica no mercado brasileiro existindo ganhos significativos com as recomendações.

Um dos estudos a salientar com especial relevo é o de Jegadeesh e Kim (2004) que estudaram as recomendações de consenso de analistas dos países G7 (Estados Unidos, Japão, Alemanha, Reino Unido, França, Itália e Canadá) durante o período Novembro 1993 a Julho de 2002. Revelaram que os preços das acções reagem de forma significativa às alterações de recomendações (*upgrade* e *downgrade*) no dia do evento e no dia seguinte na maioria dos países. Os dados demonstraram desvios maiores nos preços nos EUA e no Japão. Estes dois países são considerados os dois maiores mercados do mundo e nesta investigação verifica-se um valor maior das recomendações nestes dois países. Os analistas dos EUA foram os que demonstraram melhor desempenho, por produzirem mais valor para os investidores com as suas recomendações, seguidos do Japão.

Azzi e Bird (2005) realizaram um estudo no mesmo sentido de Jegadeesh e Kim (2004), analisando o valor das recomendações de consenso como também das suas revisões. A análise incide sobre os analistas australianos de 1993 a 2003 tendo sido subdividida em dois subperíodos: 1994-2000 em que o mercado cresceu a uma taxa anual de 7% e 2000-2003 em que o mercado tem uma queda à taxa anual de 3,2%. Os autores descobriram que em ambos os períodos os analistas continuam a favorecer as acções do tipo *high growth*. Com os resultados obtidos verificaram que uma estratégia de longo prazo baseada numa carteira com recomendações de *buy* e numa carteira com recomendações *sell* em que apliquem *short-selling*, produz uma rendibilidade anormal positiva mas não significativa (4,31%) para um período de seis meses. Por outro lado, as estratégias baseadas em alterações de recomendações geram uma rendibilidade anormal positiva e significativa de 5,147%. Estes resultados, mais uma vez, confirmam a ideia de que as recomendações por si só poderão não produzir rendibilidades anormais, ao contrário das alterações de recomendações em que se conseguem rendibilidades positivas significativas. Assim, os autores consideram as alterações das recomendações (*upgrade* e *downgrade*) como um indicador muito útil para os investidores.

Um dos trabalhos realizado no mercado espanhol foi desenvolvido por Espinosa e Sala (2005) que examinaram o valor das recomendações de consenso nas decisões de investimento em três carteiras no mercado espanhol de Janeiro de 1994 a Dezembro de 2003. Como acontece em muitos estudos, as recomendações estão distribuídas de forma assimétrica (por exemplo, Coelho, 2002, Ferreira *et al.* 2003, Requejo, 2005, Ramón *et al.*, 2006), indo ao encontro da

ideia de que os analistas têm incentivos a emitir mais recomendações favoráveis do que desfavoráveis e pela oposição dos analistas em relação à emissão de sinais negativos (Lin e McNichols, 1998, e Michaely e Womack, 1999).

Os resultados revelaram que as acções com recomendações mais favoráveis produzem rendibilidades superiores às acções com recomendações mais desfavoráveis e que a rendibilidade média das acções com recomendação de *outperform* é superior à das acções com recomendações em que o nível de consenso é *underperform*. No entanto, o ajustamento ao risco faz estas diferenças desaparecerem. Os mesmos autores concluíram que os analistas espanhóis identificam oportunidades de investimento rentáveis se praticarem uma estratégia de investimento auto-financiada, ou seja, comprando carteiras com recomendações mais favoráveis e vendendo carteiras com piores recomendações. Assim, mesmo tendo em conta os custos de transacção, os investidores conseguem obter rendibilidades anormais positivas seguindo as recomendações.

No mesmo sentido Ramón *et al.* (2006) analisaram as recomendações e alterações de consenso de oito países (França, Suíça, Alemanha, Holanda, Espanha, Reino Unido, Japão, e Estados Unidos), durante o período de 1994-2004. Mais uma vez foi detectado que os analistas têm tendência a emitir recomendações de *buy* e evitam as de *sell*. Este estudo revela que as empresas com pelo menos uma recomendação não têm rendibilidades significativas superiores ao das empresas sem recomendações de analistas. Assim os autores sugerem que as recomendações dos analistas são baseadas em incentivos económicos que não estão relacionados com a sua rendibilidade. Tendo em conta o risco, verificaram que as recomendações de *buy* não geram permanentemente rendibilidades anormais positivas, ao contrário das *sell*. Em suma, Ramón *et al.* (2006) concluíram que a informação contida nas recomendações pode ser útil para estratégias de investimento rentáveis mas um investidor que siga a recomendação de comprar activos de consenso favorável não tem ganhos positivos. As estratégias de comprar títulos com consenso favorável e vender os títulos com consenso desfavorável, na maioria dos países, produzem rendibilidades anormais positivas.

Como foi referido anteriormente, as recomendações de consenso por si só não geram ganhos (Jegadeesh *et al.* 2004). Neste sentido, Yezegel e Palmon (2006) investigaram as recomendações mas também as revisões de consenso nomeadamente de analistas turcos. Este autor analisou as rendibilidades anormais a longo prazo de uma estratégia de negociação que implicava comprar (vender) acções com recomendações mais (menos) favoráveis, desde 1993 a 2005. Nesta investigação encontraram um número baixo de recomendações de *strong sell*. Os autores com os resultados obtidos concluíram que os dois tipos de revisão não produziram rendibilidades anormais significativas. Assim, estes analistas não possuem a capacidade de gerar rendibilidades positivas superiores às de mercado. Yezegel e Palmon (2006) comparam os analistas turcos com os dos EUA, e afirmam que os primeiros não têm o mesmo nível de popularidade, para além de que há pouca evidência de que estes são compensados

comparativamente ao nível dos analistas que actuam no mercado dos EUA. Assim, estas variáveis podem ter implicações na explicação na performance dos analistas.

Ertimur, *et al.* (2007) estudaram a relação entre o grau de acerto na previsão dos resultados da empresa e a rentabilidade das recomendações dos analistas. Analisaram recomendações de consenso de analistas do Estado Unidos da base de dados do *I/B/E/S* durante onze anos (1994-2004). Mais de metade dos eventos (56%) produzem rentabilidades anormais positivas em média global de 2,3% ao longo de 30 dias. Descobriram que há uma forte relação positiva entre a precisão e a rentabilidade, em que os analistas mais precisos conseguem maiores rentabilidades considerando apenas as empresas em que os resultados têm um impacto relevante no valor.

Na Ásia, Lonkani, *et al.* (2010) analisaram as recomendações de consenso do mercado tailandês, obtidas através da base de dados *I/B/E/S*, durante o período de 1993 a 2002. Aplicam o modelo CAPM e o de Fama-French. Com os resultados obtidos verificaram uma rentabilidade anormal ajustada ao mercado significativa e positiva nas recomendações *strong buy* em todos os períodos (pré-evento, dia do evento e pós-evento). A média da rentabilidade das carteiras de *strong buy* foi de 0,41% no dia do evento, enquanto nas carteiras de *sell* detectou-se uma rentabilidade média negativa de 0,25%. Com os modelos de CAPM e Fama-French detectaram os mesmos resultados (rentabilidade média anormal de 0,29% nas recomendações de *strong buy*). Assim, os autores concluíram que as recomendações *strong buy* são uma boa recomendação para os investidores obterem ganhos, sendo esta ideia partilhada pela investigação de Chen e Cheng (2002).

Sobre as recomendações de consenso de acções europeias cotadas no mercado financeiro de países nórdicos, foram realizados alguns estudos (Anderson e Martinez (2007), Waghall e Lystedt, 2008, Gylling, *et al.*, 2008 e Ayob e Raisse, 2009).

Anderson e Martinez (2007) estudaram as alterações das recomendações constantes no *I/B/E/S* de acções de empresas da Suécia, Finlândia, Dinamarca e Islândia, de 1997 a 2006. Confirmando estudos anteriores (Stickel, 1985 e Jegadeesh *et al.*, 2004,) os autores verificaram que em média as recomendações emitidas sobre acções de pequenas empresas (6,63% para as alterações positivas e -3,76% para as negativas) têm maior impacto no mercado do que as das grandes empresas (1,29% e -1,22%).

Waghall e Lystedt (2008) examinaram estratégias de negociação (carteiras) baseadas em recomendações de acções transaccionadas em bolsas europeias, publicadas na base de dados *First Call* durante o período de 2001 a 2005. Aplicaram uma metodologia semelhante à de Barber *et al.* (2001). Os resultados obtidos revelaram que as recomendações produzem valor, mas os custos de transacção fazem com que os ganhos anormais desapareçam, ao contrário do que foi revelado no estudo de Gylling *et al.* (2008).

Gylling *et al.* (2008) investigaram as recomendações de acções cotadas na bolsa Estocolmo (SSE) desde 2003 a 2008. Concluíram que as recomendações de consenso produzem ganhos anormais mesmo quando se têm em consideração os custos de transacção. Detectaram que a melhor estratégia de negociação é comprar as acções mais recomendadas e vender as menos recomendadas, semelhante ao que foi revelado no estudo de Barber *et al.* (2001).

Ayob e Raisse (2009), para além de repetirem análises anteriores (Waghall *et al.*, 2008; Gylling *et al.*, 2008) também estudaram se os analistas de melhor desempenho estão associados a algum sector específico. Detectaram que as recomendações produzem valor e que os analistas têm melhor desempenho nos mercados em queda e nos sectores “Serviços” e “Materiais básicos”. Quando têm em consideração os custos de transacção os resultados obtidos vão de encontro aos de Waghall *et al.* (2008), isto é, as recomendações não produzem rendibilidades anormais significativas.

Em Portugal foram realizados alguns estudos, como os de Coelho (2002), de Ribeiro *et al.* (2005) e Alves (2007). Coelho (2002) analisou as recomendações publicadas em diferentes meios: Portal da Bolsa, Bloomberg, Reuters, Lusa e Agência Financeira desde Janeiro de 1999 a Junho de 2002. Ribeiro *et al.* (2005) analisaram estratégias baseadas em recomendações dos analistas do *Bigonline*, compreendidas entre 1999 e 2003. Por outro lado, Alves (2007) analisou o impacto das recomendações de investimento (da base de dados da CMVM) na negociação de acções cotadas na Euronext Lisbon durante o período de 2002-2005.

Coelho (2002) concluiu que há um comportamento conservador também dos analistas portugueses quanto às recomendações de investimento, visto que em 77,4% das situações preferiam não alterar a recomendação e que a probabilidade de os investidores obterem ganhos significativos é reduzida se agirem de acordo com as recomendações, nomeadamente as de *buy*. Nas recomendações de *buy* o investidor se agisse de acordo com as recomendações obteria uma perda, em média de 12,4% e 28,4% ao fim de seis e doze meses, com as recomendações de *sell* teria um ganho de 25,3% e 48,8% (rendibilidades não ajustadas ao mercado) para o mesmo horizonte temporal. Contudo, comparando com o investimento num valor mobiliário representativo no PSI20 obteria uma rendibilidade anormal de 0,3% ao fim de 6 meses, e uma perda de 1,1% ao fim de 12 meses. Coelho (2002) defende que os resultados obtidos só vêm confirmar o papel fundamental na protecção do consumidor que assume a CMVM.

Ribeiro, *et al.* (2005) encontraram rendibilidades médias anormais negativas e significativas em estratégias baseadas em comprar as acções mais recomendadas e vendê-las mais tarde, em contraste com o estudo de Barber *et al.* (2001). Os autores mostraram que os portugueses são mais eficazes na selecção de acções portuguesas do que internacionais.

Alves (2007) utilizou o teste sugerido por Boehmer *et al.* (1991). No dia do evento, nas recomendações de *buy* e *sell*, verificou uma rendibilidade anormal significativa de 0,14% e -0,67%. Contudo, no dia seguinte ao anúncio da recomendação também identificou rendibilidades anormais significativas nas recomendações de *buy* (0,19%), *hold* (-0,27%) e *sell* (-0,41%). O autor sugere que as recomendações associadas a intermediários financeiros nacionais tiveram um desempenho melhor do que o que seria esperado. Alves (2007) concluiu que o caso português diverge dos trabalhos internacionais, dado que não existem indícios de fuga de informação. Neste estudo o autor também analisa os volumes transaccionados e constata que este é anormalmente elevado, com aumentos sempre superiores a 30% no dia do anúncio.

No mercado italiano, Belcredi, *et al.* (2003) realizaram um estudo sobre o impacto das alterações das recomendações nos preços dos títulos no dia em que é feita a recomendação (quando são dadas a conhecer aos clientes) como também no dia da divulgação (dia em que se são concedidas ao público em geral). A amostra analisada foi constituída pelos relatórios disponíveis no *site* italiano da bolsa de valores desde Setembro de 1999 a Março de 2002. Aplicaram a metodologia *event study* e o teste sugerido por Boehmer *et al.* (1991). Para uma janela de evento de três dias, quantificaram uma rendibilidade anormal de 2,52% nas revisões de *upgrade* e de -2,63% para as de *downgrade*. Os resultados obtidos mostram que há presença de rendibilidades anormais antes do dia do evento, sendo um dado espantoso para os autores dado o regime de regulação que existe em Itália, pois segundo os autores Itália é pioneira na regulação da análise financeira. Em suma, os autores concluíram que no pós-evento as rendibilidades anormais são diferenciadas dependendo do tipo de recomendação. Uma alteração do tipo *downgrade* não gera rendibilidade anormal, uma vez que as rendibilidades anormais à volta do dia de acesso ao público são pequenas e não significativas. Os investigadores sugerem que a informação implícita nos relatórios dos analistas já está incorporada no preço dos títulos na data da sua divulgação pública. Quanto ao volume transaccionado é anormalmente elevado tanto depois como nos dias anteriores ao evento.

Walter e Kerl (2006) analisaram as recomendações de *buy* publicadas numa revista financeira alemã durante o período de 1995-2003. Também aplicaram a metodologia *event study* e o teste de Boehmer *et al.* (1991). Como foi revelado em outros estudos, as recomendações *buy* estão associadas as rendibilidades anormais acumuladas positivas. Nesta investigação, os autores detectaram nos cinco dias do intervalo [-2; 2] uma rendibilidade anormal acumulada de 2,58%. Os autores tentaram justificar o aumento com base em duas componentes: uma com base no conteúdo informativo da recomendação e outra com base numa pressão sobre os preços temporária. Revelam que o conteúdo informativo é maior para as acções de pequenas empresas e para acções *value*. Por outro lado a rendibilidades anormais das acções *glamour* são impulsionadas apenas pela pressão sobre os preços.

3. Dados e Metodologia

3.1. Dados

Os dados que serviram de base a esta investigação consistem nas recomendações dos analistas da CaixaBI e do BesI. O histórico de recomendações destes bancos encontra-se parcialmente disponível no *site* dos próprios bancos e foi prolongado através de solicitação directa às próprias instituições. As cotações das acções foram obtidas no *site* bolsapt.com e complementadas com as disponibilizadas pela Euronext.

Segundo o Relatório Anual de Supervisão da Análise Financeira da CMVM (2009), as recomendações destes dois bancos têm um peso de 20% no universo português de recomendações.

O período da amostra compreende recomendações desde 2006 a 2010, sendo que cada observação contém informação sobre a data da recomendação, o intermediário financeiro, o analista que a produziu, a empresa alvo da recomendação, o tipo de recomendação, o *price target* e o horizonte temporal. Assume-se que a divulgação da recomendação para o mercado é efectuada na data da recomendação após o fecho da bolsa. Assim, o dia do evento é o dia seguinte à recomendação. O período do evento inclui 20 dias antes e 20 dias após o evento, prática comum neste tipo de estudos (Vd. Requejo, 2005, por exemplo).

Na literatura empírica os níveis de classificação das recomendações analisadas oscilam entre três e cinco (Jegadeesh, *et al.*, 2004; Barber, *et al.*, 2001). Nesta investigação os dois bancos têm diferentes classificações para os três tipos de recomendações: *buy* (comprar), *hold* (manter ou neutral) e *sell* (vender). A CaixaBI classifica-as como: *accumulate*, *buy*, *hold*, *sell* e *reduce*¹ enquanto o BesI classifica-as em *buy*, *hold* e *sell* diferenciando-as pelo risco (H risco alto, M/L risco médio/baixo). Para facilitar a interpretação dos resultados, os diferentes níveis de classificação foram alterados e ficaram reduzidos a *buy*, *hold* e *sell*, uma opção semelhante à de estudos análogos, como por exemplo Requejo (2005).

A nossa amostra inicial era constituída por 339 recomendações (Tabela 1, painel 1), ficando reduzida a 249 recomendações apenas de nível *buy* (Tabela 1, painel 2). Esta opção deve-se

¹ Segundo a Caixa BI cada recomendação significa: “Buy (comprar): é esperado que as acções da empresa apresentem um retorno superior a 20% num horizonte temporal de 12 meses; accumulate (acumular): é esperado que as acções da empresa apresentem um retorno entre 10% e 20% num horizonte temporal de 12 meses; hold (manter): é esperado que as acções da empresa apresentem um retorno entre 0 e 10% num horizonte temporal de 12 meses; sell (vender): é esperado que as acções da empresa apresentem um retorno inferior a -10% num horizonte temporal de 12 meses e reduce (reduzir): é esperado que as acções da empresa apresentem um retorno entre 0% e -10% num horizonte temporal de 12 meses”. (Fonte: <http://www.caixabi.pt/content.aspx?menuid=119> em 06/06/2011)

ao facto das recomendações *sell* e *hold* terem sido eliminadas, uma vez que o nosso objectivo é verificar se as recomendações possibilitam ganhos anormais aos investidores, o que no caso das recomendações *sell* só seria possível se os investidores já possuíssem acções ou, alternativamente, se fizessem o seu *short-selling* (venda a descoberto), sendo esta uma estratégia de difícil implementação para a maioria dos investidores. Algumas recomendações (17) de *buy* tiveram de ser retiradas da amostra, por não existirem cotações disponíveis no período do evento ou pré-evento e por se repetirem no mesmo período.

Na distribuição das recomendações por tipo (Tabela 1, painel 1) confirma-se o enviesamento das recomendações no sentido de *buy*, como já foi discutido na revisão de literatura. De facto, verifica-se que 78% das recomendações são de *buy*, existindo apenas 3% de recomendações de *sell*.

Tabela 1: Distribuição das Recomendações por tipo e por emitente

Bancos	Buy		Hold		Sell		Total
Painel 1: Total das recomendações							
BESI	110	70%	42	27%	6	4%	158
CaixaBI	156	86%	21	12%	4	2%	181
Total	266	78%	63	19%	10	3%	339
Painel 2: Amostra							
BESI	101	41%					101
CaixaBI	148	59%					148
							249

A Tabela que se segue (Tabela 2) mostra como as recomendações se distribuem por ano (Painel 1), empresa (Painel 2), dia da semana (Painel 3) e mês (Painel 4) o que permitirá verificar se existe algum padrão sazonal na sua emissão. Considerou-se na tabela o dia da recomendação e não do evento. À semelhança do detectado por Requejo (2005) verifica-se uma maior concentração de recomendações em 2008, no início e final de cada ano (Janeiro, Novembro e Dezembro), no início da semana (segunda e terça) e na quinta-feira.

Tabela 2: Distribuição do total de recomendações

Recomendações por:	N.ºRecom.BESI	N.º.Recom.CaixaBI	Total
Painel 1: Distribuição das recomendações por ano e emitente			
Ano			
2006	0	4	4
2007	34	47	81
2008	54	59	113
2009	38	35	73
2010	32	36	68
Total	158	181	339

Painel 2: Distribuição das recomendações por empresa e emitente			
Empresas			
ALTRI	3	8	11
BCP	10	6	16
BES	0	6	6
BPI	11	6	17
BRISA	5	6	11
Cimpor	6	4	10
Cofina	4	6	10
Corticeira Amorim	2	0	2
EDP	5	6	11
EDP.Renováveis	9	4	13
Galp Energia	13	14	27
Ibersol	3	6	9
Impresa	4	7	11
Inapa	0	5	5
J.Martins	13	7	20
Martifer	7	7	14
M.Capital	0	3	3
M.Engil	7	8	15
Novabase	3	8	11
Portucel	4	4	8
PT	4	6	10
R.Investimento	0	4	4
Reditus	0	4	4
REN	8	4	12
S.Indústria	10	5	15
SAG	0	3	3
Semapa	0	4	4
S.Costa	0	7	7
Sonae	10	5	15
S.Capital	0	4	4
Sonacom	10	7	17
Sumolis	0	2	2
Zon Multimédia	7	5	12
Total: 33	158	181	339
Painel 3: Distribuição das recomendações por dia da semana e emitente			
Dia da Semana			
Domingo	1	1	2
Segunda-Feira	42	41	83
Terça-Feira	37	35	72
Quarta-Feira	32	28	60
Quinta-Feira	19	54	73
Sexta-Feira	26	22	48
Sábado	1	0	1
Total	158	181	339

Painel 4: Distribuição das recomendações por mês e emitente			
Mês			
Janeiro	17	24	41
Fevereiro	11	5	16
Março	8	15	23
Abril	8	24	32
Maio	4	9	13
Junho	15	5	20
Julho	17	10	27
Agosto	13	4	17
Setembro	15	7	22
Outubro	17	8	25
Novembro	22	15	37
Dezembro	11	55	66
Total	158	181	339

A segunda análise realizada tem como objectivo estudar a coerência das recomendações dos analistas com o comportamento dos gestores de fundos de cada banco. Neste caso consideraram-se apenas as alterações das recomendações de *buy*, *hold* e *sell* da amostra. Primeiramente, a amostra de alterações nas recomendações era composta apenas por 26 eventos, ficando reduzida a 21 (Tabelas 3 e 4), devido ao facto de duas empresas não estarem incluídas na composição das carteiras dos fundos na altura da alteração. As alterações consideradas foram: *buy*→*sell*, *hold*→*buy*, *sell*→*buy*, *hold*→*sell*.

Os dados sobre a composição da carteira de fundos de investimento de acções nacionais pertencentes ao mesmo grupo bancário dos emitentes (CaixaBi e Besl), foram obtidos no Sistema de Difusão de Informação da CMVM. A análise baseou-se na quantidade e no valor das acções detidas em percentagem do valor global líquido dos fundos no final do mês anterior à mudança e no final do mês em que foi emitida a recomendação. Foram considerados nesta análise os fundos de acções nacionais pertencentes a cada grupo bancário (Caixa e BES) que se especializam no investimento em acções nacionais (Caixagest Acções Portugal e Espírito Santo Portugal Acções).

Tabela 3: Alterações nas recomendações da CaixaBi

DE	PARA	Buy	Hold	Sell
Buy				2
Hold		12		1
Sell		0		

Tabela 4: Alterações nas recomendações do BESI

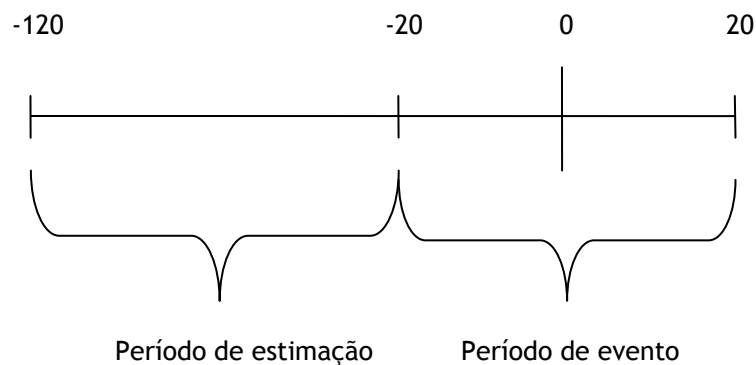
PARA DE	Buy	Hold	Sell
Buy			1
Hold	8		2
Sell	0	0	

3.2. Metodologia

Para a análise da performance dos analistas e do valor das suas recomendações para os investidores adoptou-se a metodologia de estudo de eventos (*event studies*).

A metodologia obriga à definição de um período de evento e de um período de estimação. Definiu-se como o período de estimação o intervalo de dias [-120; -21] e como período de evento o intervalo [-20; +20] (Figura 1). Ao incluirmos os dias anteriores ao evento neste período é possível analisar se há divulgação de informação para os investidores antes do anúncio do evento. O estudo das rendibilidades anormais diárias num período amplo de dias permite perceber como o mercado absorve esta informação.

Figura 1: Identificação do período de estimação e período de evento.



O primeiro passo da aplicação da metodologia implica calcular as rendibilidades anormais para cada dia do período do evento para cada recomendação. A maioria dos estudos utiliza as rendibilidades ajustadas ao risco no contexto do modelo de CAPM, (por exemplo, Barber, *et al.*, 2001, e Yezegel e Palmon, 2006) no entanto, nesta investigação adoptou-se o modelo mais simples, modelo de rendibilidades ajustadas ao mercado, mas que apresenta um desempenho semelhante ao do modelo CAPM (Seiler, 2003)².

² “The market return approach has been found to perform as well as more advanced methods unless event clustering is present.” Seiler M., 2003, pp. 220.

Assim, a rendibilidade anormal diária resulta da diferença entre a rendibilidade obtida por cada título em cada dia do período de evento e a rendibilidade do índice de mercado PSI20.

$$AR_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$$

Onde R_{jt} é a rendibilidade logarítmica da acção j no dia t e R_{mt} é a rendibilidade logarítmica do mercado (PSI20) no dia t .

A análise e os testes foram aplicados sobre as rendibilidades anormais standardizadas (SAR) para cada empresa e para cada dia do período de evento. O SAR não é mais que a rendibilidade anormal dividida pelo desvio padrão durante o período de estimação:

$$SAR_{jt} = \frac{AR_{jt}}{\sqrt{S^2_{ARj}}}$$

Onde SAR_{jt} é a rendibilidade anormal standardizada no dia t , AR_{jt} é a rendibilidade anormal no dia t e $\sqrt{S^2_{ARj}}$ é a raiz quadrada da variância da rendibilidade anormal para cada empresa j durante o período de estimação, ou seja, é o seu desvio padrão. Este procedimento de standardização reduz o impacto das acções com elevado desvio-padrão sobre os resultados do teste.

Normalmente, a estimativa tradicional da variância é corrigida, fazendo-se (Henderson, 1990):

$$S^2_{ARj} = \left[\frac{\sum_{-120}^{-21} (AR_{jt(est.periodo)} - \overline{AR}_{j(est.periodo)})^2}{D_j - 2} \right] * \left[1 + \frac{1}{D_j} + \frac{(R_{mt(periodo\ evento)} - \overline{R}_m(est.periodo))^2}{\sum_{-120}^{-21} (R_{mt(est.periodo)} - \overline{R}_m(est.periodo))^2} \right]$$

Onde, S^2_{ARj} é a variância da rendibilidade anormal de cada acção no dia t , $AR_{jt(est.periodo)}$ é a rendibilidade logarítmica de cada acção no período de estimação [-120, -21], $\overline{AR}_{j(est.periodo)}$ é a média da rendibilidade anormal para cada acção no período de estimação, D_j é o número de dias de negociação de cada acção no período de estimação, $R_{mt(periodo\ evento)}$ é a rendibilidade de mercado (PSI20) no período de evento e $\overline{R}_m(est.periodo)$ é a rendibilidade média de mercado no período de estimação.

A rendibilidade anormal média para a amostra total para cada dia do período do evento t é conseguida com a fórmula:

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N AR_{jt}$$

A rendibilidade anormal acumulada média CAR é obtida através a soma da rendibilidade anormal média para diferentes intervalos [a; b], incluídos na janela do evento [-20; +20]:

$$CAR_{[a; b]} = \sum_{t=a}^b \overline{AR}_t$$

A rendibilidade anormal standardizada $CSAR$ para diferentes períodos $[a; b]$, incluídos na janela do evento é dada pela expressão:

$$CSAR_{[a; b]} = \sum_{t=a}^b \overline{SAR}_t$$

Para o estudo de eventos existem alguns testes paramétricos que testam a significância das rendibilidades anormais, como os de Patell (1976) e o de Boehmer, *et al.* (1991). Nesta investigação, os resultados resultam da aplicação do teste desenvolvido por Boehmer *et al.* (1991) que incorpora toda a informação do período de estimação e do período de evento. Boehmer *et al.* (1991) mostram que este teste não é afectado por alterações na variância induzidas pelo evento. O objectivo é testar a hipótese nula das rendibilidades anormais serem zero.

Segundo Harrington e Shrider (2007), o teste sugerido por Boehmer *et al.* (1991) é um bom teste paramétrico, tem uma base teórica ampla, tem mais poder do que os testes tradicionais tendo um desempenho semelhante a testes mais elaborados.

O teste à significância, que como se disse anteriormente assenta nas rendibilidades anormais standardizadas, calcula-se através de:

$$t_{BMP} = \frac{\frac{1}{N} \sum_{j=1}^N CSAR_j}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{j=1}^N \left[CSAR_j - \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N CSAR_j \right]^2}}$$

Onde, SAR_j é a rendibilidade anormal standardizada para cada período e N é o número de recomendações da análise, ou seja, o número de eventos.

Tendo em conta o objectivo desta investigação o teste é aplicado separadamente às recomendações da CaixaBl e Besl.

4. Análise dos Resultados

4.1. Impacto e valor das recomendações

A tabela 5 mostra as rendibilidades anormais diárias produzidas pelas recomendações *buy* de cada banco no período de evento. Relativamente à CaixaBI no dia em que a recomendação já é conhecida do público em que os investidores já podem reagir à emissão da recomendação a rendibilidade anormal é de 0,58%, um valor estatisticamente diferente de zero ao nível de 5%. Por outro lado, a Tabela 6 mostra as rendibilidades acumuladas para diferentes intervalos do período. Nos seis dias que o intervalo [0; 5] compreende a rendibilidade anormal continua positiva (0,94%) e é estatisticamente significativa. A mesma ideia é revelada quando se analisa a percentagem de eventos com rendibilidade positiva neste intervalo temporal (56%). As rendibilidades anormais continuam significativas no intervalo [0; 10] (1,34%) e estatisticamente significativas bem como no intervalo que inclui todo o período pós-evento (1,63%), onde a percentagem de eventos com rendibilidade anormal positiva é de 57%. Excluindo o dia do evento as rendibilidades anormais continuam positivas mas perdem significância estatística, o que significa que o valor das recomendações da CaixaBI para os investidores dependerá da sua capacidade de captar a rendibilidade no dia do evento. Se o investidor comprar as acções recomendadas ao preço de fecho do dia em que é divulgada a recomendação consegue obter rendibilidades anormais positivas até ao vigésimo dia após a recomendação (1,05%), embora com um nível de significância de 5% este valor não seja significativo (Tabela 6), contrariando os resultados de Womack (1996). Nos resultados obtidos verifica-se a ausência de rendibilidades anormais significativas no período pré-evento sugerindo que não há fuga de informação, ao contrário do estudo de Requejo (2005), em que se verificara uma rendibilidade anormal significativa no dia anterior à recomendação. Assim, conclui-se que as recomendações da CaixaBI têm um impacto significativo no mercado, embora seja difícil aos investidores obterem ganhos anormais se as seguirem.

Tabela 5 - Rendibilidade anormal diária no período do evento

Dias	RA % Caixa BI	% Positivos CaixaBI	Z (BMP)	RA % Besl	% Positivos Besl	Z (BMP)
-20	-0,031%	47%	-0,46	-0,027%	48%	-0,93
-19	0,078%	47%	0,06	-0,031%	50%	0,45
-18	-0,122%	45%	-1,34	-0,300%	38%	-2,02*
-17	-0,235%	45%	-1,72	-0,116%	42%	-1,33
-16	0,076%	50%	-0,04	0,170%	53%	0,72
-15	-0,606%	36%	-3,83**	-0,242%	42%	-1,11
-14	-0,040%	49%	-0,21	0,031%	52%	-0,08
-13	-0,042%	49%	0,22	-0,395%	40%	-1,65
-12	0,061%	45%	0,80	-0,431%	51%	-1,96*
-11	0,152%	49%	0,70	0,377%	55%	1,51
-10	-0,006%	49%	-0,22	0,176%	46%	0,34
-9	-0,043%	49%	0,30	-0,269%	46%	-0,83
-8	-0,273%	41%	-1,65	-0,190%	40%	-1,54
-7	0,045%	51%	0,57	-0,437%	40%	-2,29*
-6	0,343%	51%	1,97*	-0,302%	43%	-1,74
-5	0,197%	49%	1,21	-0,155%	44%	-0,22
-4	-0,174%	39%	-0,91	0,572%	61%	3,29**
-3	-0,566%	40%	-1,69	-0,089%	46%	-0,63
-2	-0,036%	51%	0,07	0,054%	49%	0,12
-1	0,012%	47%	0,32	0,008%	47%	-0,40
0	0,583%	54%	2,16*	-0,217%	49%	-0,90
1	-0,014%	49%	0,00	-0,318%	41%	-1,69
2	0,196%	55%	1,70	-0,293%	45%	-1,51
3	0,258%	50%	1,40	-0,072%	47%	-0,84
4	-0,036%	43%	0,03	-0,070%	47%	-0,14
5	-0,049%	50%	-0,35	-0,031%	46%	0,24
6	0,220%	54%	0,91	0,369%	54%	1,94
7	-0,030%	42%	-0,84	0,113%	54%	0,90
8	-0,135%	46%	-1,06	0,611%	59%	3,10**
9	0,017%	49%	0,39	-0,223%	46%	-1,08
10	0,333%	56%	2,08*	0,005%	52%	0,25
11	-0,092%	49%	-0,28	-0,206%	47%	-0,35
12	0,025%	46%	0,30	-0,199%	39%	-0,83
13	0,142%	52%	0,99	0,119%	51%	0,34
14	-0,022%	50%	-0,09	0,191%	53%	1,04
15	-0,117%	43%	-1,52	0,134%	53%	0,68
16	-0,078%	45%	0,23	-0,212%	46%	-0,43
17	0,183%	55%	0,82	-0,028%	51%	-0,39
18	-0,054%	45%	-0,26	0,105%	48%	0,37
19	0,146%	52%	1,41	-0,058%	44%	-0,98
20	0,152%	53%	0,95	-0,283%	44%	-1,56

*Nível de significância de 5%; **Nível de significância 1%. A coluna Z (BMP) apresenta os resultados do teste Boehmer *et al.* (1991).

Com os resultados do BesI (Tabela 5) verifica-se que a maioria das rendibilidades diárias nos dias antes e depois do evento são negativas. Inclusivamente, no intervalo [-20; -1] a rendibilidade acumulada é de -1,57%, valor significativo ao nível de 5% (Tabela 6). No período completo [-20; 20] a rendibilidade acumulada é -2,16%, (tendo apenas 35% de eventos com rendibilidade positiva) sendo um valor estatisticamente significativo. Apesar de existir um valor positivo e significativo próximo do dia do evento (0,57% no dia -4), não parece existir suficiente evidência que sustente a hipótese de fuga de informação. Esta hipótese seria plausível, à partida, uma vez que no inquérito sobre a actividade dos analistas financeiros em Portugal, realizado pela CMVM (2003), em relação ao processo de divulgação do relatório de *research*, verificou-se que em 38,5% dos casos os relatórios são divulgados em primeiro lugar para os clientes da instituição financeira e em 15,4% para os departamentos da instituição. Apenas 7,7% dos relatórios têm divulgação pública imediata. Assim, se pode concluir que as recomendações de investimento divulgadas publicamente, na maioria das vezes, já terão sido utilizadas para uso privado.

As recomendações de *buy* do BesI não parecem ter impacto no mercado, dado que a rendibilidade acumulada é de -0,67% no período [0; 20] (Tabela 6) e as rendibilidades anormais são negativas em todos os dias desde o dia zero até ao dia cinco (sempre com uma percentagem de eventos positivos inferior a 50%) o que vai de encontro ao estudo de Ribeiro *et al.* (2005). A possibilidade de os investidores obterem ganhos anormais, assumindo posições longas nos activos recomendados, não é viável.

Os gráficos (Figuras 2 e 3) mostram claramente o desempenho das recomendações de *buy* de cada banco. A CaixaBI no período pré-evento tem rendibilidades anormais negativas (Figura 1), o que confirma que não há fuga de informação, e obtém rendibilidades positivas a partir do dia do evento (Figura 2). Ao contrário do que acontece com o desempenho das recomendações do CaixaBI, as recomendações do BesI produzem rendibilidades anormais negativas quer no período pré-evento como também nos dias pós-evento.

Figura 2 - Rendibilidade anormal média acumulada no período de evento

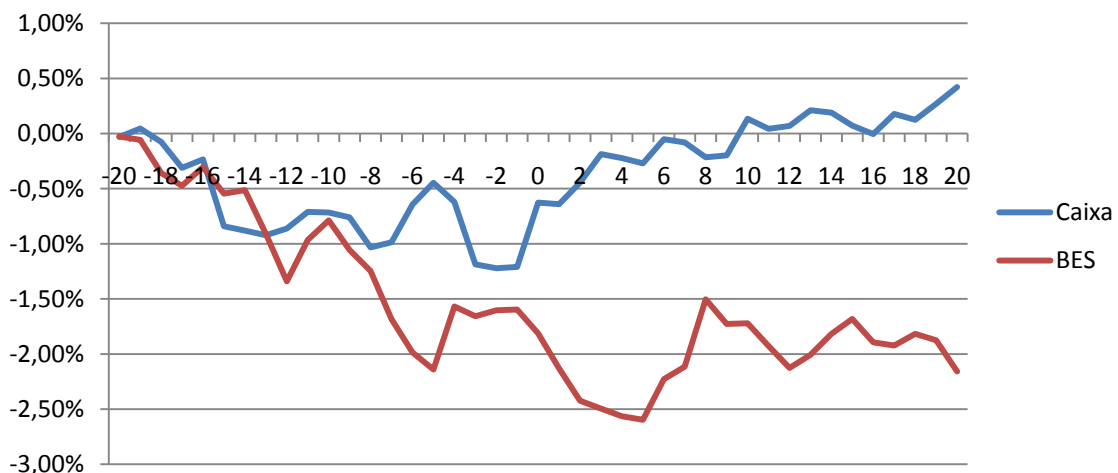
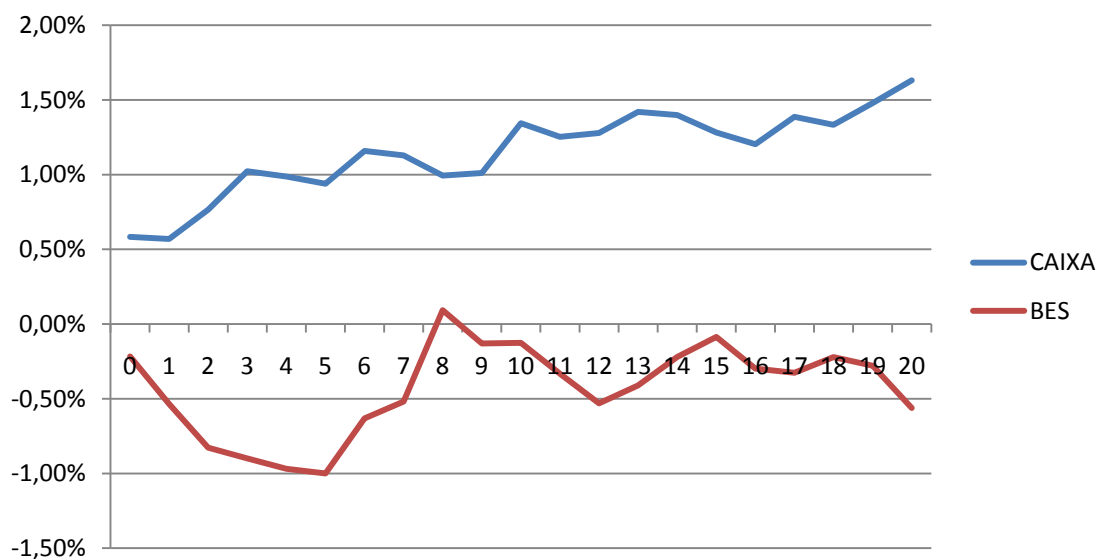


Figura 3 - Rendibilidade anormal média acumulada no período pós-evento



Comparativamente, o impacto no mercado das recomendações é bastante diferenciado entre bancos. Para a CaixaBI detectámos rendibilidades anormais sempre positivas e alguns casos significativos (com uma excepção para o intervalo [-20; -1]). No caso do Besl em todos os intervalos as rendibilidades anormais eram negativas. Naturalmente, as diferenças entre bancos são acentuadas e em alguns casos o teste t às diferenças entre as rendibilidades médias no intervalo e o teste não paramétrico de Mann-Whitney confirmam a sua significância (Tabela 6).

Tabela 6 - Rendibilidade anormal média acumulada por intervalo de dias

Intervalos	CAR. CaixaBI	%positivos	Z (BMP)	CAR.Besl	%positivos	Z (BMP)	Diferenças	T. Param.	T. não Param.
[-20; 20]	0,422%	52%	0,78	-2,158%	35%	-2,47*	2,58%	1,566	-2,087*
[-20; -1]	-1,209%	45%	-1,12	-1,567%	39%	-2,32*	0,36%	0,26	-1,221
[0; 1]	0,569%	56%	1,89	-0,631%	53%	-1,64	1,20%	2,797	-2,096*
[0; 5]	0,939%	56%	2,35*	-1,051%	39%	-1,89	1,99%	2,822*	-2,449*
[0; 10]	1,344%	55%	2,49*	-0,185%	49%	-0,14	1,53%	1,849	-1,465
[0; 20]	1,631%	57%	2,46*	-0,674%	48%	-0,65	2,31%	2,146*	-1,915
[1; 20]	1,049%	53%	1,84	-0,783%	42%	-1,73	1,83%	1,948	-1,554
[1; 10]	0,761%	50%	1,61	0,091%	50%	0,16	0,67%	0,835	-0,555
[1; 5]	0,356%	49%	1,35	-0,345%	49%	-0,42	0,70%	0,86	-0,575

*Nível de significância de 5%; **Nível de significância 1%. A coluna Z (BMP) apresenta os resultados do teste Boehmer *et al.* (1991). As duas últimas colunas apresentam os resultados de um teste t e do teste de Mann-Whitney à diferença entre médias.

Em suma, com esta análise detectamos resultados que são partilhados por estudos anteriores. Os resultados da CaixaBI, rendibilidades anormais positivas ao longo do período pós-evento, estão em conformidade com os resultados dos estudos como os de Barber e Loeffler (1993), Womack (1996), Ferreira e Smith (2003), Requejo (2005) e Blandón e Bosch (2009). Estes resultados também são detectados por Alves (2007) que encontrou rendibilidades anormais significativas no dia do evento permanecendo pelos dois dias seguintes. Em contraste, as recomendações do Besl produziram, na sua maioria, rendibilidades anormais diárias negativas no período de evento, indo ao encontro dos resultados do estudo de Ribeiro *et al.* (2005). Estes autores analisaram estratégias baseadas em recomendações de compra das acções mais recomendadas e detectaram rendibilidades médias anormais negativas.

4.2. Consistência entre as recomendações e a prática dos gestores de fundos

Nesta análise procurámos verificar se, na sequência da alteração de uma recomendação, os fundos pertencentes ao mesmo grupo financeiro da entidade emitente da recomendação, agiam em conformidade reduzindo ou reforçando o investimento no activo recomendado. Estes resultados preliminares mostram que os gestores de fundos de investimento de acções nacionais da Caixa parecem tomar as suas decisões de *trading* independentemente das recomendações dos analistas da CaixaBI. De facto, perante uma recomendação de *buy*, observa-se que o fundo em algumas situações (4) reforça o investimento nas acções recomendadas no entanto, noutras situações (4) reduz o investimento nas acções (Tabela 7). Estes resultados também são partilhados pelo estudo de Shen (2005) e Kuo (2005), que concluíram que o comportamento dos intermediários financeiros não é coincidente com as suas recomendações e que existem conflitos de interesse entre os departamentos de análise e os departamentos responsáveis pela actividade de *trading* em nome próprio dos bancos.

Tabela 7 - Consistência entre as recomendações da CaixaBI e a prática dos seus gestores de fundos

Recomendação	Comportamento		
	Buy	Hold	Sell
Buy	4	1*	4
Hold	0	0	0
Sell	0	1**	0

* A quantidade detida pelo fundo manteve-se embora o peso na carteira do fundo tenha diminuído ligeiramente. ** A quantidade detida pelo fundo manteve-se embora o peso na carteira do fundo tenha aumentado ligeiramente.

Em contraste, os gestores de fundos de investimento de acções nacionais do Grupo Espírito Santo, perante 11 alterações de recomendação seguiram-nas sempre com uma única excepção (Tabela 8), conclusões semelhante às do estudo de Frey *et al.* (2010). Estes autores descobriram que as alterações das recomendações dos analistas *buy side* têm um impacto significativo sobre o comportamento dos gestores de fundos que actuam de acordo com elas.

Tabela 8 - Consistência entre as recomendações do BesI e a prática dos seus gestores de fundos

Recomendação	Comportamento		
	Buy	Hold	Sell
Buy	7	0	1
Hold	0	0	0
Sell	0	0	3

5. Conclusão

Este trabalho teve como principal objectivo analisar o impacto das recomendações dos analistas da CaixaBI e do BesI no mercado accionista português e qual o seu valor para os investidores. Analisámos o efeito a curto prazo das recomendações *buy*, emitidas por analistas destes dois bancos portugueses, sobre os preços dos títulos e tentámos quantificar o ganho anormal que os investidores teriam se seguissem as suas recomendações. Outro dos objectivos deste estudo foi analisar a consistência entre as recomendações emitidas e a prática dos gestores de fundos de cada banco.

Na análise às recomendações de *buy* de ambos os bancos, detectámos que as recomendações dos analistas da CaixaBI produzem rendibilidades anormais sempre positivas e em alguns casos significativas. Concluimos que as recomendações da CaixaBI têm um impacto significativo no mercado mas, mesmo ignorando os custos de transacção, será difícil aos investidores obterem ganhos anormais seguindo-as, dado que se excluirmos o dia do evento as rendibilidades anormais nos dias que se seguem à recomendação são positivas mas perdem significado estatístico. Por consequência, o valor das recomendações da CaixaBI para os investidores depende da sua capacidade de captar as rendibilidades no dia do evento.

Por outro lado, verificamos que as recomendações dos analistas do BesI produzem em todos os intervalos analisados rendibilidades anormais negativas. Assim, as diferenças entre bancos são acentuadas e em algumas situações o teste *t* e o teste não paramétrico de *Mann-Whitney* às diferenças entre rendibilidades nos intervalos confirmam a sua significância.

Estes resultados, a dificuldade em obter ganhos anormais utilizando as recomendações dos analistas, não nos permite rejeitar a hipótese de eficiência do mercado accionista português na sua forma semi-forte.

Os resultados preliminares da análise realizada sobre a consistência entre as recomendações e a prática dos gestores de fundos mostram que no caso da CaixaBI não existe uma relação directa entre as recomendações e o investimento/desinvestimento por parte do fundo. Por isso, os gestores parecem tomar as suas decisões de *trading* independentemente das recomendações dos analistas do seu banco de investimento. Contrariamente ao que acontece com a CaixaBI, os gestores de fundos de investimento do Grupo Espírito Santo seguiram sempre as recomendações emitidas pelo BesI com uma única excepção. Esta coerência entre recomendações e decisões de investimento/desinvestimento dos gestores reforça a credibilidade dos relatórios de *research* dos analistas do BesI e afasta a possibilidade de existência de conflitos de interesse.

Bibliografia

- Alves, P., 2007, Impacto das recomendações de investimento nas maiores empresas cotadas na Euronext Lisbon, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº28.
- Anderson, A. e Martinez, 2007, Vice or Advice? Profits from Brokerage Firm Trading around Recommendation Revision Dates, Working Paper, Stockholm School of Economics.
- Ayob, S. e Raisse, A., 2009, *Analyzing the performance of analyst coverage of stocks publicly traded on the Stockholm Stock Exchange*, Stockholm School of Economics Master Thesis in Finance.
- Azzi, S. e Bird, R., 2005, Prophets during boom and gloom downunder, *Global finance Journal*, 15, 337-367.
- Barber, B. e Loeffler, D., 1993, The “Dartboard” Column: Second-Hand Information and Price Pressure, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28, pp.273-284.
- Barber, B. M.; Lehavy, R.; McNichols, M. F. and Trueman, B., 2001, Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns”, *Journal of Finance*, Vol. 56; 531-563.
- Barber, B., R. Lehavy, and B. Trueman, 2005, Comparing the stock recommendation performance of investment banks and independent research firms, *Journal of Financial Economics*, 85, 490-517.
- Barber, B., R. Lehavy, M. McNichols, and B. Trueman, 2003, Prophets and losses: Reassessing the returns to analysts’ recommendations, *Financial Analyst Journal*, 59: 2, 88-96.
- Belcredi, M., Bozzi, S. e Rigamonti. S., 2003, The impact of research reports on stock prices in Italy, *EFMA Helsinki Meetings*.
- Black, F. (1973) - Yes Virginia, There is Hope: Tests of the Value Line Ranking System *Financial Analysts Journal* - 29: 10-14, September/October.
- Blandón, J. e Bosch J., 2009, Short-term effects of analyst’s recommendations in Spanish blue chips returns and trading volumes, *Estudios de economia*, vol. 36, 33-36.
- Boehmer E. - Musumeci J. - Poulsen A.B., 1991, Event-Study Methodology Under Conditions of Event-Induced Variance, *Journal of Financial Economics*, 30, pp. 253-272.
- Chan, L., Karceski, J. e Lakonishok, J., 2003. Analysts’ Conflict of Interest and Biases in Earnings Forecasts, *NBER working paper 9544*.
- Chen Q. e Cheng X., 2002, Institutional Holdings and Analysts’ Stock Recommendations, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, pp. 399-440

- Child L. H., 2005, Trust your friends, but don't forget to lock your car door: Conflicts of interest in the stock Recommendations of investment banks and their determinants, *13th Conference on the Theories and Practices of Securities and Financial Markets*, Taiwan.
- Coelho, M., 2002, As Recomendações de Investimento em Portugal Breve Caracterização, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº14, pp.80-97.
- Copeland, T.E. - Mayers, D., 1982, The Value Line Enigma (1965-1978): A Case Study of Performance Evaluation Issues, *Journal of Financial Economics*, 10, pp.289-322.
- Cowles, A., 1933, Can stock market forecasters forecast?, *Econometrica*, 1, 309-24.
- Ertimur, Y., J. Sunder and S.V. Sunder, 2007, Measure for measure: the relation between forecast accuracy and recommendation profitability of analysts, *Journal of Accounting Research*, 45, 567-606.
- Espinosa, L.G. e Sala, G.C.J., 2005, ¿Es Posible implementar estrategias rentables basadas en el nivel de las recomendaciones de inversión? Un análisis empírico, *Artículos Doctrinales*.
- Fama, E. (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance* 49: 283-306.
- Fama, E., 1976, *Foundations of Finance: Portfolio Decisions and Securities Prices*, New York: Basic Books.
- Ferreira, E. J. and Smith, S. D., 2003, "Wall Street Week": Information or Entertainment? *Financial Analysts Journal*, 59, 45-53.
- Grossman, J. S. e Stiglitz, E. J., 1980, On the impossibility of informationally efficient markets, *The American Economic Review*, 70 (3), 393-408.
- Gylling, k., Larsson, A. e Tobieson, J., 2008, *Analysts recommendations and stock returns- Evaluating the performance of analysts covering stocks publicly traded on the Stockholm Stock Exchange*, Stockholm school of economics, Master Thesis, in Finance Spring 2008.
- Healy, P., Groyberg, B., Serafeim G., Shanthikumar, D. Yang, G., 2010, The Performance of Buy-Side Analyst Recommendations (July 17) Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1644782>.
- Jackson, R.A., 2005, Trade Generation, Reputation, and sell-side analysts, *Journal of Finance*, vol. 60, issue 2, pages 673-717.
- Jegadeesh, N. e Kim, W., 2004. Value of Analyst Recommendations: International Evidence, Working Paper, Emory Univ.
- Jegadeesh, N., J. Kim, S. D. Krische and C. M. C. Lee, 2004, Analyzing the analysts: When do recommendations add value? *Journal of Finance* 59, 1083-1124.
- Junior, E.W. e Rochman, R. R., 2006, Analysts' recommendations in Brazil: do they add value?, Working Paper.

Kerl, G., A. e Walter A., 2006, Market responses to Buy Recommendations Issued by German Personal Finance Magazines: Effects of Information, Price-Pressure, and Company Characteristics, *9th Conference Zürich SWX Swiss Exchange*, April 7.

Kuo, C.C., 2005, *Home Bias on Analysts' Recommendations? Evidence in Taiwan Market*, Master Thesis Ncku University.

Lonkani, R., Khanthavit, A. e Chunahachinda, P., 2010, The Value of Analysts' Recommendations in the Thai Stock Market, International Research, *Journal of Finance and Economics*, Issue 36.

Menendez, S., 2005, Market valuation of the analysts' recommendations: the Spanish stock market, *Applied Financial Economics*, Vol. 15; 509-518.

Michaely, R., e Womack, K., 1999, Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations, *Review of Financial Studies*, 12, 653-686.

Michaely, R., e Womack, K., 2005, Brokerage Recommendations: Stylized Characteristics, Market Responses and Biases, *In Advances in Behavioral Finance*, vol. II.

Nakhle, F., 2003, *Analyst's Recommendations: A prophecy or a fallacy*, MBA Thesis, American University of Beirut.

Palmon, D. e Yezegel, A., 2006, Performance of Analyst Recommendations in the Istanbul Stock Exchange, Working Paper Series WCRFS: 07-01.

Ramón, B.M., Espinosa, L.G. e Sala, G.C.J., 2006, ¿ Existen diferencias en el valor de las recomendaciones a nivel internacional? Evidencia desde un enfoque sesgo-país, *XIV Foro de Finanzas*, Spanish Finance Association, Novembro.

Requejo, M. S., 2005, Market valuation of the analysts' recommendations: the Spanish stock market, *Applied Financial Economics*, 15, 509-518.

Seiler, M., 2004, *Performing Financial Studies: A Methodological Cookbook*, Prentice Hall.

Serra, A., 2002, Event study tests - A brief survey, FEP Working Paper.

Serra, P. A., Ribeiro, M. J. e Barreto, R., 2005, Analysts' Recommendations: Evidence from a Portuguese Investment Bank, *Review of Financial Markets*, Vol. 7, No. 1, pp.5-23.

Shelton, J., 1967, The value line contest: A test of the predictability of stock prices changes, *The Journal of Business*, pp.251-269.

Shen, H.C. e Child L. H., 2009, Conflicts of interest in the stock Recommendations of investment banks and their determinants, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44: 1149-1171.

Shen, H.C., 2009, Conflicts of Interest in the Stock Recommendations of Investment Banks and Their Determinants, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 44: 1149-1171.

Stickel, Scott E., 1995, The anatomy of the performance of buy and sell recommendations, *Financial Analysts Journal* 51, 25-39.

Wåghäll C., Lystedt E., 2008, *Do analyst recommendations yield profitable trading strategies? Evaluation of analysts covering European stocks*, Stockholm School of Economics.

Walker, M.M. - Hatfield, G.B. (1996) Professional Stock Analysts' Recommendations: Implications for Individual Investors, *Financial Services Review*, 5, n.1, pp.13-29.

Womack, K.L., 1996, Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?, *Journal of Finance*, 51, n.1, pp.137-167.