

# **Requerimientos de Información de los Analistas Financieros y Capacidad de Predicción**

**Septiembre 2010**

**nº 18**

**Manuel López Antón**

El impacto y la influencia de las opiniones y recomendaciones de los analistas financieros en la formación de precios de las acciones de compañías cotizadas, así como en los inversores, es muy fuerte y creciente. Sorprendentemente, y a pesar de este rol tan marcado que desempeñan en los mercados financieros, se conoce muy poco sobre el proceso de decisión que subyace a estos análisis y recomendaciones de inversión.

Los objetivos principales de mi investigación son determinar cuáles son los requerimientos de información de los analistas financieros de cara a emitir sus recomendaciones de inversión, para posteriormente determinar la calidad de estas opiniones. La metodología utilizada con estos fines es la encuesta, que unida a la participación de analistas en el diseño del cuestionario, asegura la fiabilidad de los resultados. A esto se añaden los objetivos planteados, que en conjunto suponen una contribución muy original.

**Palabras clave:** Analistas financieros, información, predicción

Edita:

Instituto L.R.Klein – Centro Gauss  
Facultad de CC.EE. y EE.  
Universidad Autónoma de Madrid  
28049 Madrid  
Teléfono y Fax: 913974191  
Correo Electrónico: [klein.gauss@uam.es](mailto:klein.gauss@uam.es)  
Página Web: [www.uam.es/klein/gauss](http://www.uam.es/klein/gauss)

ISSN 1696-5035

Depósito Legal: M-30165-2003

© Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación sin la previa autorización escrita del editor.

## I.- INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS

Esta investigación destaca lo llamativo que resulta el escaso conocimiento que existe sobre la información que utilizan y el ulterior proceso de decisión en el que se apoyan los análisis y recomendaciones de los analistas financieros de renta variable en España.

Estos analistas tienen sin duda un gran impacto en los mercados de valores a través de sus conclusiones y recomendaciones de inversión, que las tecnologías de la información han contribuido a hacer aún mayor en los últimos años.

Ante esta falta de información sobre una cuestión tan relevante, el primer objetivo que plantea esta investigación es determinar cuáles son los **requerimientos informativos de los analistas financieros** para poder emitir recomendaciones de inversión. Más en concreto, el propósito es el de conocer el conjunto completo de variables consideradas por los analistas financieros de renta variable en España, a la hora de evaluar las compañías objeto de análisis, es decir, conocer en detalle cada una de las variables empleadas por este colectivo de expertos, así como la importancia relativa de cada una de estas variables frente al resto del conjunto.

De este primer objetivo, se pretende adicionalmente obtener un mayor entendimiento acerca del papel que juegan en el análisis financiero determinados aspectos en concreto, que son particularmente relevantes en el momento actual, tanto desde una óptica regulatoria como desde una perspectiva de transparencia empresarial. Estos aspectos son las **Variables de los Estados Financieros** que intervienen en el proceso de análisis, **el impacto de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF o IFRS)** en la práctica, la relevancia de los **Factores Intangibles y Estratégicos**, la importancia del **Buen Gobierno Corporativo** o la consideración hacia los **Stakeholders**.

Se pretende obtener respuestas del colectivo objeto de estudio para conocer en detalle las **Variables de los Estados Financieros** que intervienen en el proceso de análisis, evaluar su importancia y su peso en el conjunto total de variables empleadas por los analistas, además de ver cómo impacta la **nueva contabilidad** en las prácticas del colectivo de analistas financieros españoles de renta variable. A través de este estudio queremos averiguar así mismo si éstos consideran que el cambio normativo es positivo, y también hasta qué punto las empresas y los propios analistas conocen en profundidad y han asimilado las

nuevas normas. A este respecto, partimos de la hipótesis de que los impactos más destacables y palpables son el de la sustitución del principio de prudencia por el “fair value” o valor razonable, medida que provocará fluctuaciones en el valor de los balances de muchas sociedades (especialmente en lo relativo a activos financieros), que en nuestra opinión provocarán a su vez cambios en la forma de analizar las compañías que se venía practicando hasta ahora. Otros cambios palpables que suponemos que influyen definitivamente en la labor de los analistas son por ejemplo la desaparición de un formato obligatorio para la presentación de los estados financieros, o la introducción de un desglose mucho mayor de información en las notas de la memoria, cambios estos que pueden introducir mayor confusión a la hora de mirar las cifras de las compañías, al menos en un primer momento.

Adicionalmente, pretendemos buscar conclusiones acerca de hasta qué punto los analistas tienen en cuenta los **factores intangibles**. Aquí se engloban tanto los aspectos psicológicos de los inversores, a través de su valoración de las variables de análisis técnico, que como hemos comentado, se basan precisamente en analizar estos componentes psicológicos que subyacen a las pautas de comportamiento de los inversores, como otras variables intangibles y estratégicas, entendidas como activos inmateriales y variables relativas a la estrategia corporativa. Estos recursos, que se materializan en gastos de investigación y desarrollo, formación, marcas, recursos humanos, factores éticos y medioambientales entre muchos otros, son los que están detrás de las actividades de innovación y gestión del cambio en las compañías, así como de su imagen social y reputación, y que son los que a la larga afectarán a sus productos / servicios, operaciones, procesos y, en resumen, a su valor de mercado de forma muy significativa, no pueden ser capitalizados, y por tanto no tienen un reflejo fiel en los estados financieros de las compañías, y es únicamente a través de apartados de las memorias e informes anuales que quedan recogidos, al menos en parte, por algunas empresas, por lo que puede pensarse que su relevancia para el análisis de una empresa es limitado.

Planteamos que, de confirmarse la relevancia para el análisis de estos factores, una primera consecuencia sería exigir un reflejo mayor en la información facilitada por las empresas a los mercados que en la actualidad, ya sea mediante mayor detalle en los Estados Financieros o mediante desgloses adicionales en la Memoria. Por el contrario, si se contrastase que los analistas no incorporan estas variables al análisis, esto hablaría muy poco a favor de la solidez y del valor del proceso seguido por estos profesionales a la hora de evaluar compañías, y generaría alguna duda sobre la fiabilidad del citado proceso. Por último, y dada la relevancia que otorgamos a estas variables, también

consideramos de gran interés y actualidad el conocer cómo afectan las NIIF a la importancia de estos factores para el analista financiero, ya que en este punto también se producen impactos por la nueva normativa, que trascienden el ámbito puramente contable como ya hemos comentado con anterioridad: La entrada en vigor de la nueva normativa contable internacional ha provocado diferencias con la normativa española en el tratamiento contable del inmovilizado inmaterial y en concreto en la valoración, amortización y tratamiento de las pérdidas de valor sufridas por los activos intangibles, así como en el tratamiento alternativo que permite la revalorización de activos intangibles a su valor razonable, y la importancia que conceden las normas internacionales al contenido informativo de la memoria en este sentido. Más concretamente, se apunta a las principales diferencias en los criterios de reconocimiento y valoración de los activos intangibles adquiridos, del fondo de comercio y de los gastos de investigación y desarrollo, por lo que se pretende determinar si los analistas reflejan comentarios acerca de si ha variado la importancia otorgada a estas variables a raíz de la nueva normativa contable, y además veremos si estos cambios se reflejan en la valoración de las mismas.

Las **variables estratégicas** constituyen el otro aspecto que consideramos imprescindible a la hora de evaluar las perspectivas de una compañía, y por extensión, de sus acciones. Estas variables son decisivas para evaluar los planes de la alta dirección, que deben estar encaminados a mejorar la posición competitiva en el mercado, así como a adaptar la empresa de acuerdo con las tendencias futuras (esperadas) del mismo. Pretendemos conocer por tanto, si los analistas evalúan correctamente las perspectivas de crecimiento de una empresa, partiendo de un análisis de la situación presente de la industria y sus expectativas, que sin duda afectan al precio de la acción de todas las empresas que compiten en ella. Parece lógico suponer a priori que un análisis del entorno supone un hito básico a la hora de analizar una compañía. Pero además, los analistas deberían ser capaces de predecir de manera aproximada el potencial de crecimiento y a evolución futura del negocio (o de las unidades de negocio) de una compañía en concreto, en base a un análisis de debilidades, amenazas, fuerzas y oportunidades (DAFO). Otro aspecto que contribuye en gran medida a conocer dicha evolución futura es, en nuestra opinión, la existencia de planes estratégicos adecuados elaborados por la alta dirección, conducentes a mejorar la posición competitiva a través de definir objetivos a alcanzar, dado un determinado entorno competitivo.

El concepto “**buen gobierno corporativo**”, más allá de ser considerado un tema de moda, surge con el fin de asegurar la buena gestión de las compañías, especialmente las cotizadas, para garantizar los derechos de los accionistas. En

general, el buen gobierno promueve la transparencia, la productividad, la competitividad y la integridad. En reconocimiento de que un buen gobierno corporativo crea mayor valor para la propia empresa, realizando por ende el valor para el accionista y reduciendo el riesgo para los inversores y acreedores, encontramos que en la actualidad, y de forma creciente, el tema de la evaluación de la calidad del gobierno corporativo en las empresas forma parte integral de cualquier proceso de análisis de inversión o financiación. A esto se añade la existencia de los primeros trabajos de investigación realizados en diversos centros financieros de Europa, Norteamérica y Asia, que han revelado que para muchos inversores, la evaluación de la calidad del gobierno corporativo en las empresas se está tornando indispensable para sus decisiones, ya que un pobre o mal gobierno corporativo es considerado como uno de los factores que han contribuido significativamente a los fracasos empresariales más sonados en el mundo de los últimos años. Tan es así, que parece lógico pensar que si los inversores no pueden evaluar razonablemente los riesgos asociados a las prácticas del gobierno corporativo en una empresa, estarán poco predispuestos a invertir o financiar, y exigirán en muchos casos una mayor retribución o prima, a modo de compensar dicho desconocimiento. Como consecuencia, esta falta de control generará perjuicio a la imagen de la empresa y aumentará el coste del capital para la misma. Veremos por tanto si esta visión es compartida por los analistas, o si bien la falta de concreción y obligatoriedad de ciertos aspectos hacen que no sea un apartado que suponga un input esencial para el análisis financiero.

Para concluir con el detalle que encierra el primer objetivo principal de la investigación, consideramos que hay unos últimos factores que la empresa debe tener en cuenta sin excusa, y que deberían ser medidos y considerados por los analistas, junto con el resto de magnitudes económico-financieras, de cara a evaluar una compañía y de recomendarla como destinataria de los fondos de los inversores. Las bondades de una compañía responsable hacia sus **stakeholders** y reputada deberían en nuestra opinión verse reflejadas en la cotización, y por tanto deberían constituir una fuente de información fundamental para los analistas. De hecho, el número de rankings e índices de responsabilidad corporativa está creciendo fuertemente en los últimos años, así como el interés que los mismos suscitan. Todos estos códigos y tratados aglutinan una serie de principios, de los cuales consideramos que destacan por su impacto en la sociedad los relativos a los conceptos comportamiento ético, conciencia medioambiental y conciencia social. Esta mayor facilidad para medir y comparar las actuaciones de responsabilidad social de las compañías se traduce en una presión directa de los mercados de capitales hacia las corporaciones para que cumplan estos estándares, aunque desgraciadamente el cumplimiento y la

calidad de información del reporting social y medioambiental no es todo lo elevada que sería deseable.

Por último, esperamos que con esta investigación los analistas puedan encontrar un resumen de prácticas nacionalmente más extendidas (en lo que a las necesidades de información se refiere), que pueda considerarse un benchmark o incluso una referencia, ya que este trabajo pudiera constituir un compendio de mejores prácticas del conjunto de analistas financieros de renta variable en España. Por otro lado, para los directivos y responsables de las compañías analizadas, como principal colectivo interesado en las necesidades de información de los analistas, también confiamos en que este trabajo pueda ser considerado una guía hacia la información específica que éstos buscan para su análisis, y dentro de ésta, qué aspectos obtienen mayor ponderación a la hora de evaluar favorable o desfavorablemente una compañía. De cara a los reguladores, consideramos que esta investigación puede suponer una buena aproximación a necesidades informativas que manifieste el colectivo de analistas financieros, que hoy en día no se exigen de manera formal a las compañías cotizadas. Finalmente, pudiera ser igualmente útil para una mejor comprensión de algunos determinantes de las predicciones de los analistas, y por tanto, como apoyo para determinar el nivel de regulación de las actividades de éstos.

El segundo objetivo principal que se planteaba al inicio de la presente investigación es, en base a las necesidades de información identificadas, comprobar la calidad de las recomendaciones de los analistas financieros y contrastar su **capacidad de predecir** el comportamiento de los títulos de renta variable objeto de análisis.

A esta cuestión subyace la discusión que existe en los últimos años acerca de la fiabilidad de estas recomendaciones y de la independencia de los analistas, que ha provocado una fuerte pérdida de confianza de los inversores y de los mercados en general hacia los analistas. Éstos, como ya hemos señalado, tienen acceso a millones de inversores a través de los medios e Internet. Al mismo tiempo, constituyen una parte integral de los centros de beneficios de la banca, ya que los banqueros de inversión esperan que les ayuden a cerrar negocios, emitiendo recomendaciones favorables sobre las acciones de sus clientes, y los brokers esperan que aquellos analistas con influencia sobre inversores institucionales (como por ejemplo gestores de fondos de inversión e intermediación) generen operaciones de compraventa gracias a sus recomendaciones. Como factor adyacente entra en juego también la preocupación del analista por su propia carrera profesional: el poder que otorga

su influencia a determinados analistas, hace que éstos usen esta influencia para emitir recomendaciones que permitan a su compañía ganar dinero, lo que conlleva claros beneficios para su persona. Existen grupos de reguladores y economistas financieros que creen que la preocupación por la propia carrera y por tanto las presiones derivadas tienen poca influencia sobre las predicciones, pero por otra parte parece existir suficiente evidencia de que un analista de una entidad que tiene una relación comercial con una compañía analizada tiende a emitir recomendaciones más favorables sobre ésta que otras casas de inversión que no tienen esta relación, dado que las casas premian los análisis “optimistas” que generan negocio para las otras unidades de la compañía.

Por otra parte, estos sesgos tienen clara influencia sobre el nivel de regulación que la actividad de análisis debe tener. El primer aspecto que se pretende regular últimamente es la división y segregación de funciones dentro de las entidades financieras, para evitar conflictos de interés y aumentar la transparencia de las operaciones, con normas como la Directiva sobre Servicios de Inversión de la Unión Europea.

Por último, no hay que pasar por alto el hecho de que existen más opiniones acerca de las causas de la baja calidad de las recomendaciones, que no tienen que ver con las citadas hasta ahora, y que a priori parecen bastante difíciles de evitar con normativa o regulación, como ocurre con el sesgo optimista de las recomendaciones. Se apunta sobre todo a dos causas: Primeramente se cree que los analistas suelen tender a emitir recomendaciones favorables, ya que suelen poder elegir las compañías que analizan. Por ello, suelen publicar recomendaciones favorables sobre una acción cuando ven buenas expectativas, pero rara vez emiten una recomendación de venta sobre un acción para la que existen malas señales, lo que se argumenta en base a que un analista que identifica acciones con potencial de subida y por tanto de ganancia, aumenta su reputación, ya que de ello se interpreta que sabe escoger títulos ganadores a tiempo, por lo que generalmente tratan de huir de las “malas noticias”. Este aumento de reputación tiene claros beneficios para el analista, tanto de realización personal, como de carrera profesional. Una segunda explicación sería la de que un análisis optimista es más fácil de vender que uno pesimista: cuando la empresa de análisis publica sus recomendaciones, se cree que las recomendaciones positivas, que encierran una potencial ganancia, son atendidas por un gran número de inversores (tienen una gran “audiencia”) y se transformarán en una mayor cantidad de transacciones para la compañía, que producen cuantiosos ingresos, mientras que una recomendación negativa sólo interesa a un grupo concreto de inversores, que son los que tienen posiciones en ese determinado título y podrían estar interesados en vender.



A través de las respuestas a este segundo objetivo de la investigación, se verá si el valor de las recomendaciones de los analistas financieros, basadas en el modelo de análisis anteriormente obtenido, es elevado y permite predecir el comportamiento de las acciones, así como si se observan sesgos que puedan apuntar a alguno de los factores ajenos al proceso de análisis, como los comentados anteriormente (presiones, conflictos de intereses, sesgos individuales, etc.).

Esta demostración por otra parte, permitirá contrastar hasta qué punto nos encontramos ante unos Mercados Eficientes: Parece bastante razonable plantearse si realmente toda la información existente llega a todos los usuarios de la misma como afirma la Teoría de los Mercados Eficientes, o incluso en el caso de que fuera así, cuestionar si todos estos usuarios (y en particular los analistas) consideran, analizan e interpretan estas informaciones de la misma manera y otorgan a todos los datos que obran en su poder la importancia necesaria. En este sentido, esta investigación está encaminada a identificar las necesidades de información de los analistas financieros, que puede que no se vean satisfechas por la información disponible en los mercados (debido a la existencia de una información no pública que no es accesible o a la falta de desglose de determinadas informaciones), así como la capacidad predictiva de las variables empleadas por los analistas, una vez identificadas sus necesidades de información. Esta capacidad predictiva dependerá en buena medida de la destreza del analista a la hora de seleccionar, recopilar y analizar estos datos, lo que puede otorgar ventajas a unos analistas con respecto a otros, provocando que el ajuste en los precios de los valores no sea tan automático como pretende la Teoría.

## **II.- METODOLOGÍA**

El método de obtención de datos de la investigación consistió en una encuesta mediante un cuestionario, dirigido a la totalidad de analistas financieros senior de renta variable en España, que publicasen informes de análisis y recomendaciones de inversión. Esta metodología, junto con la participación de analistas en el diseño del cuestionario, garantizan la fiabilidad de los resultados de este estudio.

Se invitó al colectivo encuestado a evaluar un conjunto de 87 variables compuesto por Variables Macroeconómicas, Variables de Análisis Sectorial y Estratégico, Variables de los Estados Financieros (Fundamentales), Indicadores Técnicos y especialmente Variables No Financieras e Intangibles.

Se obtuvieron y analizaron las respuestas de 138 analistas de ambos sexos, con elevada experiencia, especializados en 7 sectores de actividad y con lugar de trabajo en España. Estas características completan una muestra suficientemente diversa y representativa de toda la comunidad de analistas financieros de nuestro país, de la que se obtiene como resultado el set completo de variables que los analistas consideran más importantes para su proceso de análisis y posterior recomendación. Las conclusiones derivadas del análisis de los resultados de la investigación evidencian que los analistas basan su análisis de las compañías fundamentalmente en las variables de los estados financieros y en las variables de análisis del sector y estratégicas. Las variables macroeconómicas y los factores intangibles son también relevantes, aunque quedan en un segundo plano, mientras que el análisis técnico es muy poco utilizado y se considera irrelevante. Más concretamente, el estudio permitió identificar cada una de las variables individuales que los analistas emplean a la hora de analizar las compañías. Así, se obtiene un conjunto de 36 variables evaluadas con la mayor puntuación, de acuerdo a los criterios de selección fijados, y que son por tanto las empleadas por los analistas.

## RESULTADOS OBTENIDOS

Del primer grupo de variables incluidas para su valoración, consistente en 11 variables macroeconómicas, el Producto Interior Bruto, IPC, Precio de las Materias Primas y Nivel de Tipos de Interés son las más valoradas. En concreto, el Precio de las Materias Primas se ha mostrado especialmente relevante para los sectores Energía y Química, Farmacéutico y Salud, y Bienes de Equipo. A este grupo de variables, los analistas le otorgan un peso del 16% sobre el conjunto.

Sin embargo, a pesar de la importancia de los factores macroeconómicos en el conjunto de variables a evaluar, las variables Evolución Salarial y Política Fiscal, no están valoradas como importantes por los analistas. Esta valoración llama la atención, ya que la Evolución Salarial suele estar ligada a una predicción de la demanda y por tanto de posibles subidas de precios, mientras que la Política Fiscal tiene un claro impacto en la distribución del ahorro y la inversión, y por tanto en los mercados de capitales. También nos llama la atención la nula importancia que los analistas adjudican a variables como la Cifra de Desempleo, indicador de perspectivas de crecimiento y evolución de precios, el Déficit Público, que es un claro indicador de la situación económica actual y futura del país, así como de presiones inflacionistas o de posibles cambios en los tipos de interés en función de su nivel, o el índice PMI, que se considera un indicador adelantado del PIB.

En cuanto al segundo grupo de variables, que contiene las relativas a Análisis Sectorial y Estratégicas, 12 variables de un total de 13 evaluadas en este apartado se consideran importantes por parte de los analistas. Así, se refuerza la relevancia de las variables que determinan la posición competitiva, basadas en el modelo de las Cinco Fuerzas de Porter, las relativas a la industria y sus expectativas, y las claves estratégicas, destacando las variables Expectativas del Sector, Fuerza de los Competidores, Política de Precios, Barreras de Entrada, Volumen de Ventas, Cuota de Mercado, Diversificación, Visión Estratégica de la Alta Dirección y Regulación, así como Perfil de los Clientes y Portfolio de Productos. La ponderación de este grupo sobre el conjunto del modelo, de un 29%, subraya nuevamente la importancia del mismo, en línea con nuestra hipótesis.

De las variables de los Estados Financieros, tercer conjunto de variables considerado, las mejor valoradas son las relativas a los resultados, donde se verifica que el EBITDA es la magnitud mejor valorada, y por tanto más utilizada. Esta variable, que elimina las distorsiones no operativas del resultado,

robustece la afirmación planteada por nosotros en el capítulo dos, en cuanto a que permite una comparación más homogénea entre empresas. Sin embargo, también se refuerza la idea de que los analistas ven necesario apoyarse en otras informaciones, probablemente debido a que al no tener en cuenta gastos financieros ni amortizaciones, determinados factores clave como el endeudamiento no se ven reflejados en esta magnitud, y tampoco se recogen por tanto los peligros encerrados tras subidas de tipos de interés, o determinados cambios fiscales. Por ello, el Resultado del Ejercicio, su Variación respecto del ejercicio precedente, el Beneficio Operativo o EBIT, como reflejo del beneficio de la actividad principal de la empresa, y el Margen Operativo como señal de rentabilidad, eficiencia y posición competitiva son igualmente magnitudes muy valoradas. El gasto en CAPEX, la Generación de Flujo de Caja y el Nivel de Endeudamiento, son a su vez variables con puntuaciones elevadas. Sin embargo, otra información pública tan relevante a priori como la cifra de beneficio neto y su evolución, aunque sí está identificada como relevante para el análisis, no se considera ‘muy importante’. Este caso concreto puede deberse a la posibilidad que existe de manipular esta cifra de resultados por parte de las empresas para transmitir la imagen deseada, a través de maniobras como cambios de criterio contable en cuanto a amortizaciones o existencias. Esta posibilidad hace que esta variable pierda fiabilidad de cara al proceso de análisis. Además, el hecho de que los analistas antepongan los flujos de caja a la cifra de resultados como fuente de información parece apoyar nuestra afirmación anterior, ya que los cash flows son muy difícilmente manipulables.

La relevancia de los factores empleados para valorar una compañía se confirma del mismo modo en esta investigación: el Método de los Múltiplos de Valoración, es el método más utilizado en el proceso de análisis. La mayor sencillez de este método conlleva sin duda hipótesis menos fundadas y cálculos menos exhaustivos que por ejemplo el descuento de flujos de caja o DCF, si bien su puntuación evidencia que es utilizado de forma muy extendida, superando a los otros métodos que se describen a continuación. La alternativa al método de los Múltiplos de Valoración más extendida es el Análisis de los Flujos de Caja, y en concreto el Modelo de Flujos de Caja Descontados, que es el segundo método de valoración de compañías más extendido, aunque refleja una desviación estándar elevada, lo que puede ser reflejo de un uso no tan generalizado, debido a la complejidad que implica. Por último, el método de Descuento de Dividendos Previstos sigue teniendo especial vigencia, apoyado en la variable Prima de Riesgo de la Acción. El uso de este método “clásico” de valoración no es tan extendido como hubiera cabido esperar, y pudiera haber perdido algo de vigencia frente al descuento de cash flows o a los múltiplos de

valoración, aunque sin duda sigue siendo utilizado. La Valoración de Opciones Reales no es un factor valorado por los analistas, y por tanto su uso no está extendido. Esto se debe en nuestra opinión al hecho de que comporta una gran complejidad frente a los citados métodos del Descuento de Flujos de Caja o Dividendos y de los Múltiplos de Valoración. En conclusión, parece que los analistas prefieren un método de valoración más sencillo a priori, que en la mayoría de los casos se complementa con los métodos clásicos, aunque más sofisticados de Descuento de Flujos de Caja y Dividendos.

Los ratios de Rentabilidad de la Inversión o ROI y Rentabilidad sobre Fondos Propios o ROE, y los ratios específicos del ámbito bursátil Beneficio por Acción y Precio/Beneficio o PER, cierran el conjunto de variables mejor valoradas.

Es evidente que el análisis de estados financieros es un componente clave del análisis de una compañía, si bien personalmente nos resultó muy interesante comprobar que las puntuaciones de todas o al menos la mayoría de las variables no fueron tan elevadas ni tan unánimes como habría cabido esperar, ya que éste es el grupo de factores por antonomasia que se presume que intervienen en todo proceso de análisis empresarial. Los Ratios de Liquidez, el Valor Contable por Acción, la Capitalización Bursátil, la Volatilidad de la acción, el Coste de las Ventas, como medida de eficiencia y muy relacionada con el Margen Operativo, o incluso las Notas a los Estados Financieros en la Memoria, son prácticamente irrelevantes para los analistas financieros. Es incluso más llamativo que otros ratios y variables mucho más extendidos a priori y que presumiblemente se emplean más a menudo y gozan de importancia en la valoración de empresas, como el análisis del Capital Circulante (el nivel de cuentas por cobrar y pagar implícito en el capital circulante es un buen indicador adelantado de los ingresos de la compañía) o la cifra de inversión en I+D<sup>1</sup>, aspecto fundamental desde nuestro punto de vista para el crecimiento de la compañía en un mercado cada vez más global y competitivo, donde una de las estrategias para la supervivencia y/o la expansión es la de la innovación, obtienen puntuaciones muy inferiores a 'importante'. De todo ello se infiere que no son variables utilizadas muy frecuentemente por el colectivo encuestado, o que incluso, ni siquiera se llegan a considerar. El método de valoración de inventarios empleado por una compañía y el conservadurismo contable, tampoco son consideradas importantes por los analistas. El interés de estos aspectos, en una época en que la transparencia y fiabilidad de la información empresarial es altamente valorada por los mercados, también resulta

---

<sup>1</sup> La variable Gasto en I+D sí forma parte del modelo, aunque exclusivamente para el sector Farmacéutico / Salud, en el que los analistas la consideran un factor fundamental.

sorprendente. Esta misma circunstancia se repite con la variable Valor Económico Añadido (EVA), que parecía estar ganando importancia en los últimos años como medida de la creación de riqueza de un negocio.

En lo relativo a la ponderación de las variables fundamentales frente a los restantes cuatro conjuntos de variables, ésta supone un 39%. Éste es por tanto, el grupo de variables más importante desde el punto de vista de los analistas, ya que se corresponde con el 39% de sus necesidades de información.

Como cierre al análisis de los resultados del apartado de variables de los estados financieros, y en relación con los subobjetivos dentro del primer objetivo de la investigación, se aborda el impacto de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) en las necesidades de información de los analistas financieros. Las principales conclusiones que se extraen a raíz de esta investigación son en primer lugar que tanto por parte de las compañías objeto de análisis, como por parte de los propios analistas, el conocimiento de las NIIF se considera alto. Sin embargo, existe un 17% de los analistas que aún admite que su propio conocimiento de las NIIF es bajo o muy bajo. Por tanto, la situación ha mejorado notablemente, como era de esperar, con respecto a 2004, si bien esta última cifra sigue pareciendo demasiado elevada, dado que 2007 es el tercer ejercicio en el que las NIIF están en vigor, por lo que creemos necesario llamar la atención sobre este aspecto.

En cuanto al impacto del cambio normativo, existe cierta concordancia (53% de las respuestas) en cuanto a que el cambio ha sido positivo, con un único factor positivo señalado generalizadamente por los encuestados: Ha facilitado el benchmark internacional entre compañías del mismo sector. Sin embargo, existe un 26% de analistas que consideran el impacto como neutral, y un restante 21% que considera el cambio negativo, señalando como causas la volatilidad que introducen las nuevas normas en los estados financieros, lo que confirma nuestro comentario al respecto en el capítulo introductorio, así como la distorsión del resultado que provoca la inclusión de “extraordinarios” a nivel de EBIT. Es curiosa de cualquier forma la escasa importancia otorgada a las Notas a los Estados Financieros por los analistas, como ya hemos comentado, ya que bajo NIIF es una información que gana en relevancia, al tener la función de recoger información acerca de las bases de presentación de los estados financieros, describir las políticas contables elegidas y aplicadas en las transacciones y hechos significativos, y desglosar la información requerida que no se presente en ninguna otra parte de los estados financieros. Tampoco se hace mención por parte de los analistas al impacto en el reconocimiento de los intangibles, que como veremos a continuación, no gozan de una gran atención

por parte del colectivo objeto de estudio, aunque queda claro que este hecho no tiene ninguna relación con el cambio de normativa contable.

Por último, la percepción de este cambio de cara a la propia labor de análisis por parte de un gran número de analistas, se percibe por un 40% de los encuestados como un impacto muy fuerte, al haber exigido una reformulación de cuentas y modelos de análisis debido a la pérdida de las series históricas de información. Adicionalmente también se cita la mayor volatilidad introducida por el concepto de “fair value” que supone una dificultad adicional a la hora de trabajar con modelos de estimaciones, en línea con las hipótesis planteadas en los objetivos de la investigación. Los mayores impactos en este sentido se atribuyen mayoritariamente al tratamiento de las depreciaciones y del fondo de comercio. Otro 34% de los analistas considera el impacto neutro o marginal, mientras que el restante 26% valora el impacto como menor, ya que consideran que existe mayor claridad de información y mayor homogeneidad entre empresas, principalmente en el ámbito internacional. Por tanto, parece que no existe una visión compartida entre los analistas acerca de este reciente cambio normativo, si bien mayoritariamente se acuerda que el impacto es fuerte, pero positivo.

Continuando con el análisis de los resultados, el siguiente grupo de variables a analizar es el de variables técnicas. Los resultados obtenidos evidencian que los Indicadores Técnicos no son en términos generales una herramienta empleada por los analistas financieros de renta variable a la hora de llevar a cabo su labor. Por tanto, la hipótesis de behavioral finance en cuanto a que las anomalías en los mercados son el resultado de comportamientos individuales y sesgados suficientemente persuasivos como para afectar los precios de mercado, no parece ser tenida en cuenta por los analistas, que no muestran confianza en estos patrones psicológicos que sustentan toda esta nueva rama de las finanzas llamada finanzas del comportamiento. La ponderación de este grupo de variables refleja una vez más la escasa importancia de los indicadores técnicos para el análisis financiero, ya que su peso sobre el total es de apenas un 5%.

Finalmente, los resultados de la valoración de las variables no financieras y los factores intangibles muestran una importancia relativa no muy elevada de estos factores en el modelo (11% de peso). Las Habilidades de los Directivos, entendidas como la capacidad de éstos para dirigir la compañía, y los “Cambios en las Habilidades de los Directivos”, que refleja las reestructuraciones de la cúpula directiva y sus impactos en la anterior variable, son los que obtienen mayor puntuación en este grupo, junto con la variable Estructura Accionarial, por lo que parece que la existencia de minoritarios o de varios socios

principales afecta a las perspectivas de una compañía, sobre todo a la hora de valorar posibles problemas de gestión derivados de ésta. La Reputación Corporativa, como síntesis de los factores de éxito de una compañía y del valor intangible de la misma, es de igual modo una variable tenida en cuenta, así como el Valor de la Marca.

Sin embargo, ninguna de las restantes variables de este apartado muestra una importancia para el análisis de acuerdo a los criterios de selección establecidos. Es cuando menos llamativo el escaso número de variables de este grupo que los analistas consideran importantes, así como su escasa importancia relativa (11%) frente al conjunto total. Ya hemos comentado con anterioridad que no solo consideramos que son aspectos fundamentales en las perspectivas futuras de una empresa, sino que a nivel internacional existe el consenso de que son los que están detrás de las actividades de innovación y gestión del cambio en las compañías, así como de su imagen social y reputación, y que por tanto a la larga afectarán a su valor de mercado de forma muy significativa.

Por tanto, es difícilmente explicable que factores como el Conservadurismo Contable, que supone por una parte identificar hasta qué punto los responsables de la compañía son prudentes a la hora de aplicar las normas de contabilidad, y por otra parte, que no existan cambios en los criterios contables en los últimos ejercicios, o el cumplimiento de las recomendaciones de Buen Gobierno, que consideramos deben ocupar un rol central en la información financiera de las empresas reportada a los mercados, ya que han jugado un papel clave en compañías que han visto diezmado su valor de mercado debido a políticas contables “dudosas” y a una muy escasa transparencia, no sean factores tenidos en cuenta por los analistas. La falta de concreción y obligatoriedad de los principios de Buen Gobierno en nuestro país, podrían ser la causa de su escasa relevancia para el análisis financiero, pero en cualquier caso, pareciera que los esfuerzos de transparencia que conlleva el cumplimiento de estos principios no se ven recompensados por una mejor percepción de aquellas compañías cumplidoras por parte de los analistas.

El Know-How de los Empleados, entendido como el nivel de conocimiento que poseen los profesionales de la compañía analizada, o calidad del equipo humano, en términos más actuales, factor sin duda decisivo en la evolución de una compañía en un entorno competitivo basado cada vez más en la diferenciación basada en el conocimiento, y la Inversión en Know-How de los empleados, es decir, los gastos en formación y desarrollo, para conocer la evolución que seguirá la primera, son igualmente variables que hablan por sí mismas de la competitividad de la compañía y son aspectos que resultan clave



para entender el potencial de una organización y sus garantías de hacer frente a cambios en su entorno. Estas variables tampoco se encuentran entre las seleccionadas por los analistas. Lo mismo ocurre con las variables Número Global de Clientes ganados y perdidos, y Reputación en los Productos y Cambios en la Reputación de los Productos. Los clientes son el activo más valioso y crucial de cualquier empresa, y nos atrevemos a decir que sin clientes, el valor de cualquier empresa es totalmente nulo. Además, los clientes son los que marcan el ciclo de vida de una empresa. Adicionalmente, transmiten la percepción que se tiene de la compañía en el mercado por parte de los consumidores (clientes y clientes potenciales), lo que implica en nuestra opinión un reflejo del éxito o fracaso de un compendio de factores, como pueden ser la estrategia corporativa, la efectividad comercial y de márketing, o la calidad percibida de los productos. Esta percepción de los consumidores también debería verse reflejada en la reputación percibida de los productos.

Otros aspectos, quizás no tan ligados a la evolución de la creación de valor por parte de las empresas pero sí muy relevantes desde nuestro punto de vista, dada la importancia de la empresa privada en la sociedad, tampoco parecen preocupar a los analistas a la hora de valorar las compañías: Las variables Conciencia Medioambiental, Conciencia Social y Comportamiento Ético, distan mucho de ser consideradas importantes. La conclusión es que los analistas no tienen en absoluto en cuenta estas magnitudes, que deberían pesar más en nuestra opinión a la hora de emitir una valoración y una proyección futura de el valor de una compañía, máxime tratándose de compañías cotizadas, que deben tener una relación mucho más cercana con todos sus stakeholders. Esta valoración choca además con la percepción de los analistas estadounidenses y europeos, que sí otorgan un mayor peso a estas variables. Esta sorprendente valoración lo es aún más enmarcada en un entorno en el que el comportamiento de las compañías respecto a su entorno es cada vez más importante, por lo que consideramos que estos factores deberían pesar más a la hora de dirigir los fondos de los inversores, y por tanto, también deberían tener un fuerte peso en las recomendaciones de los analistas. Resulta desmotivador ver como los propios analistas como stakeholders y líderes de opinión, no reflejan mantener una ética personal y profesional que les conduzca a recomendar negativamente los títulos de una empresa que mostrara actuaciones reprobables en cualquiera de estos aspectos. Las bondades de una compañía responsable hacia sus stakeholders y reputada deberían en nuestra opinión verse reflejadas en la cotización, y por tanto deberían constituir una fuente de información fundamental para los analistas.

De cualquier forma, y a la vista de los anteriores datos, de cara a la labor del analista, se concluye que no parece necesario un mayor desglose en la

información financiera de los elementos intangibles, ya que estos en general, no forman parte de las necesidades de información manifestadas.

Un único dato positivo de las variables no consideradas por los analistas en este apartado, es el hecho de que la variable Recomendaciones de Otros Analistas no es un factor relevante para el análisis. Este aspecto refleja en nuestra opinión que al menos en este sentido, existe una independencia en la labor del analista, que pudiera haberse visto sesgada por cuestiones como la preocupación por la propia carrera profesional, o la tendencia a publicar noticias favorables (recomendaciones favorables), de haber resultado que los analistas manifestasen tener en cuenta las opiniones de sus colegas antes de publicar las suyas propias.

El análisis estadístico de estos resultados ha permitido, como ya hemos explicado, definir de manera definitiva el set de variables que conforman las necesidades de información de los analistas financieros de renta variable en España al completo, y por otra parte, ha posibilitado ver características de la muestra que son ciertamente interesantes. Como ejemplo, y como último resultado de este análisis estadístico, es destacable el hecho de que ha sido posible segmentar la muestra en función de determinadas características de los sujetos muestrales, extraídas de sus respuestas. Esta segmentación resulta en dos grupos o tipologías de analistas: Un primer grupo de analistas otorga el mayor peso de su análisis a las Variables Macroeconómicas, Sectoriales, Variables Estratégicas y Variables de los Estados Financieros. Sin embargo, este grupo de analistas no muestra especial interés por los indicadores técnicos ni por las denominadas “variables intangibles” en esta investigación. Parece por tanto que estos individuos se centran en un tipo de análisis más “tradicional”, centrado en el análisis macro y de los fundamentales, y desvinculado de los activos intangibles. Un segundo grupo de analistas identificado muestra en cambio un interés primordial por las variables Macroeconómicas y también centra su análisis en las Variables del Sector, Variables Estratégicas y Variables de los Estados Financieros, si bien el dato diferenciador es que también prestan especial atención a determinados Factores Intangibles para completar su análisis. Por tanto, este grupo de analistas realiza un análisis muy completo de cada compañía, analizando una amplia lista de factores de los que disponen, y prestando atención a los intangibles de las compañías, ignorados por el grupo anteriormente identificado. Únicamente descuidan los indicadores técnicos para su análisis, lo que parece ser una práctica extendida.

Como conclusión cabe decir que la identificación de estos dos grupos de analistas, revela diferentes necesidades de información que nos muestran que aún existen analistas que no consideran los factores intangibles para su labor,

mientras que otro grupo de analistas sí los tienen en cuenta. De cualquier forma, aún en este segundo caso, como ya hemos comentado, no son factores excesivamente relevantes en general para el conjunto de analistas. Adicionalmente, vemos que existe escasa segmentación de la muestra, lo cual consideramos que es un dato positivo, ya que el modelo obtenido es por tanto generalizable, teniendo en cuenta obviamente las particularidades observadas en este capítulo, puestas de manifiesto a través de los diferentes análisis estadísticos.

De todos estos resultados se obtiene una idea clara y concreta, a través de un conjunto específico de variables, de las necesidades de información de los analistas financieros, con lo que el primer objetivo de la investigación queda cubierto. Con la información obtenida se solventan además todas las cuestiones secundarias dentro de este primer objetivo.

### **III.2- EL MODELO DE NECESIDADES DE INFORMACIÓN**

Una vez obtenidas las respuestas de 138 analistas, en las que valoraban una serie de variables a lo largo de cinco áreas de análisis diferenciadas que debían ser ponderados, así como se les instaba a incorporar aquellas variables o comentarios que considerasen relevantes, y una vez realizado el análisis estadístico descrito en el anterior apartado, el resultado se traduce en la selección de las variables utilizadas mayoritariamente por los analistas, y que se resumen a continuación.

Este Modelo de Necesidades de Información, que se recoge en la Tabla 1 contiene en primer lugar el conjunto completo de variables que los analistas han valorado en cada uno de los apartados de los que constaba el cuestionario, con las puntuaciones acordes a los criterios de selección fijados (y por tanto a las que los analistas han otorgado la mayor importancia para el análisis). El Modelo refleja también las ponderaciones otorgadas por los analistas a las diferentes áreas de análisis en las que se agrupa el conjunto de variables.

Todos estos datos aseguran que este conjunto de 36 variables elegido refleja sin duda el Modelo de Necesidades de Información de los Analistas Financieros (de la Muestra, y por extensión, de toda la comunidad de analistas), y es por tanto el patrón por ellos empleado para el proceso de análisis y posterior recomendación de los títulos de una determinada compañía.

<b>PONDERACIÓN</b>	<b>VARIABLE</b>	<b>Desv.tip</b>	<b>Mediana</b>	<b>Moda</b>	<b>Media</b>
<b>A. Variables Macroeconómicas</b>					
17%	<b>PIB</b>	0,6707	4	4	3,42
	<b>IPC (inflación)</b>	0,6763	3	4	3,33
	<b>Precios de Materias Primas</b>	1,1503	3	4	2,59
	<b>Nivel de Tipos de Interés</b>	0,4553	4	4	3,71
<b>B. Análisis Sectorial y Variables Estratégicas</b>					
30%	<b>Expectativas de la Industria/Sector</b>	0,5167	4	4	3,77
	<b>Fuerza de los Competidores</b>	0,7164	4	4	3,54
	<b>Política de Precios</b>	0,8654	3	4	3,26
	<b>Perfil de los Clientes</b>	0,7906	3	3	2,75
	<b>Portfolio de Productos</b>	0,7967	3	3	3,09
	<b>Barreras de Entrada</b>	0,7849	3	4	3,29
	<b>Volumen de Ventas</b>	0,8267	3	4	3,25
	<b>Cuota de Mercado</b>	0,6722	4	4	3,43
	<b>Diversificación (producto, geográfica)</b>	0,7636	4	4	3,36
	<b>Visión Estratégica / Metas Fijadas por Alta Dir.</b>	0,6443	4	4	3,61
	<b>Regulación Actual / Nueva</b>	0,7414	3	4	3,35
<b>C. Análisis de Estados Financieros (Fundamental)</b>					
40%	<b>Beneficio Neto Reportado</b>	0,7743	3	3	3,12
	<b>Crecimiento del Beneficio</b>	0,6798	3	3	3,35
	<b>EBIT</b>	0,9014	4	4	3,35
	<b>EBITDA</b>	0,9757	4	4	3,48
	<b>Margen Operativo</b>	0,6317	4	4	3,67
	<b>ROI</b>	0,7533	3	3	3,04
	<b>ROE</b>	0,8524	3	3	3,06
	<b>EPS/BPA</b>	0,7575	3	4	3,26
	<b>Generación de Cash Flow</b>	0,9422	4	4	3,58
	<b>Previsión de Cash Flows Descontados</b>	1,0061	4	4	3,33
	<b>Previsión de Dividendos Descontados</b>	0,9427	3	4	3,04
	<b>Múltiplos de Valoración</b>	0,6744	4	4	3,54
	<b>PER</b>	0,7440	3	3	3,17
	<b>Nivel de Endeudamiento</b>	0,8657	4	4	3,33
	<b>Gasto en CAPEX</b>	1,0497	3	4	3,09
		<b>Prima de Riesgo s/ Acciones (Equity Risk Premium)</b>	0,9037	3	3
<b>D. Otras Variables No Financieras y Factores Intangibles</b>					
13%	<b>Reputación Corporativa</b>	0,8471	3	3	2,80
	<b>Valor de la Marca</b>	0,9037	3	3	2,97
	<b>Habilidades de los Directivos</b>	0,7735	3	4	3,32
	<b>Cambios en las Habilidades de los Directivos</b>	0,9270	3	3	3,04
	<b>Estructura accionarial</b>	0,8802	3	3	3,12

 Tabla 1: Modelo de Necesidades de Información<sup>2</sup>
<sup>2</sup> Elaboración propia

### III.2- APLICACIÓN EMPÍRICA

Como último paso de la investigación, se aborda el segundo objetivo principal, es decir, comprobar la calidad de las recomendaciones de los analistas financieros, en base a las necesidades de información identificadas, y contrastar su capacidad de predecir el comportamiento de los títulos de renta variable objeto de análisis. Para ello, en base al modelo anteriormente descrito, procedemos a una aplicación empírica de análisis y recomendación de acciones de compañías, basándonos en los resultados anteriormente comentados. Este ejercicio se basa de forma íntegra en datos reales de mercado, relativos a empresas españolas cotizadas en el índice IBEX 35 de la Bolsa de Madrid.

En concreto, seleccionamos siete compañías, que representan las mayores empresas de los diferentes sectores de especialidad de los analistas dentro del índice selectivo IBEX 35 de la Bolsa Española, desde el punto de vista de su valor de mercado, que a su vez son empresas multinacionales punteras en sus respectivos sectores a nivel mundial. En el momento de realización de la investigación, estas compañías son ACS (ACS), del sector de bienes de equipo y construcción, Banco Santander Central Hispano (SAN), del sector financiero, Inditex (ITX), sector consumo, Prisa (PRS), sector medios, Repsol (REP), sector energía, Telefónica (TEF), sector telecomunicaciones y Zeltia (ZEL), sector farmacéutico. Se ha incluido Zeltia como mayor compañía cotizada del mercado continuo, a pesar de que actualmente no cotiza en el IBEX, ya que no existe ninguna otra compañía del sector farmacéutico/salud en el citado índice. Por otra parte, el Grupo Prisa, si bien a la fecha también ha salido del selectivo, al momento de efectuar el análisis sí formaba parte del IBEX 35. A través del análisis de las cifras e informaciones publicadas por estas compañías en sus Estados Financieros, así como por la prensa especializada tras el cierre del ejercicio 2006 (correspondientes al ejercicio 2006), se extraen los valores relativos a las 36 variables seleccionadas, que son detallados y analizados. Estos valores son además ponderados en función del grupo de variables al que pertenezcan, para poder emitir en base a todo ello una valoración total de cada una de las compañías, que se traduce en una recomendación de compra/venta de los títulos de cada una de ellas para el primer semestre de 2007, y especialmente para el primer trimestre del año. Esta recomendación se compara con la evolución real del precio de la acción durante el año 2007 (especialmente los primeros 6 meses) para comprobar si hubiera sido correcta de haberse realizado en ese preciso momento, de acuerdo a este ejercicio. Adicionalmente, estas recomendaciones se contrastan con las emitidas en esa misma fecha por el consenso de analistas que cubren la acción en España.

Tras este ejemplo de aplicación práctica, se demuestra que el Modelo funciona y permite en base a una recopilación muy completa de información sobre una compañía, adelantar el comportamiento futuro de sus acciones y por tanto emitir recomendaciones de inversión sólidas.

Sin embargo, esta afirmación hay que matizarla, ya que es cierto que las conclusiones del análisis, y la posterior recomendación de las compañías ACS, Inditex, y Repsol, anticipan el comportamiento de la acción, y en el caso de Telefónica, también se anticipa el comportamiento, pero con algún desfase temporal. En el caso de Zeltia, consideramos que es difícil emitir una recomendación dada la peculiar situación de la compañía. Sin embargo, de nuevo es posible anticipar el comportamiento de la cotización en el período posterior a la recomendación. Por último, los casos de Prisa y Santander no consiguen explicarse en base al Modelo construido en base a las necesidades de información de los analistas. La recomendación relativa a Prisa no es desacertada, aunque tampoco es lo precisa que cabría esperar, mientras que la recomendación de Santander no acierta a anticipar el comportamiento de la acción.

Por otra parte, sí coincide en todos los casos nuestra recomendación de inversión en base al análisis de los factores que componen el modelo, con la recomendación de inversión del consenso de analistas, por lo que en este aspecto sí podemos afirmar con seguridad que las necesidades de información identificadas por los analistas financieros en esta investigación, se corresponden sin duda con la realidad, y el Modelo de Análisis que de ellas resulta, es el utilizado por los analistas financieros de renta variable en España para emitir sus recomendaciones. Este hecho ya constituye de por sí una aportación novedosa de esta investigación, y de alto valor en nuestra opinión, ya que tal y como ha reconocido la consultora Starmine, los analistas españoles se encuentran entre los mejores de Europa, lo que es extensible por tanto a sus prácticas.

### **III.- CONCLUSIONES Y REFLEXIÓN FINAL**

Los resultados de este trabajo de investigación ponen de manifiesto el hecho de que el modelo de necesidades de información de los analistas financieros de renta variable en España es un modelo sólido y amplio, basado en la realidad de la práctica de estos profesionales, que permite construir una predicción sólida y fiable sobre el comportamiento de una acción en el futuro, y por tanto emitir recomendaciones de inversión válidas y que aportan valor al inversor.

De los dos casos identificados en los que no es posible anticipar el comportamiento de la acción, el modelo no se muestra capaz de arrojar un análisis que permita emitir una recomendación acertada.

En ambos casos, existe la influencia de una operación corporativa de adquisición, que consideramos que juega un papel relevante en las reacciones del mercado.

No obstante, la no exactitud del modelo puede deberse también en nuestra opinión a la infrutilización de los factores intangibles, tanto los aspectos psicológicos de los inversores, como otras variables intangibles y estratégicas, que minimizan el peso de las actividades de innovación, gestión del cambio, responsabilidad social o buen gobierno de las compañías en el modelo, lo que consideramos una carencia importante, que sin duda debería contribuir a mejorar la calidad de las predicciones.

Otras posibles causas de la inexactitud de estas recomendaciones serían las citadas con anterioridad como factores externos al proceso de análisis, y que sin embargo ponen en tela de juicio la independencia y ética de los analistas: Conflictos de intereses (internos y externos), preocupación de los analistas por su carrera profesional o sesgo optimista en las recomendaciones, pueden soslayar considerablemente la predicción emitida por un analista. Esta explicación podría ser válida en el caso de Santander, donde el consenso recomienda fuerte compra (por tanto genera negocio, genera audiencia para el analista, se interpreta como una oportunidad de inversión identificada por éste, etc.), mientras que la acción cae posteriormente. Sin embargo, nuestra recomendación, fruto del análisis y libre de cualquier sesgo, coincide con el consenso, por lo que esta opción queda descartada. En el caso de Prisa, el consenso se divide entre una recomendación de compra y otra de mantener, aunque mayoritariamente recomienda comprar, que si bien nuevamente podría tildarse de optimista a la vista del análisis que se obtiene del modelo de

información, anticipa mejor el comportamiento posterior de la acción. En este caso por tanto, más allá de un sesgo, parece que un grupo de analistas consigue anticipar mejor el comportamiento de la acción, probablemente debido a la mejor interpretación de algunos datos, o bien gracias a la incorporación de alguna información adicional al modelo, proveniente de otras fuentes. En el caso de Santander, el anuncio de otra información similar no incorporada al modelo también puede ser fuente de desviación.<sup>3</sup>

En cualquier caso, parece claro que el comportamiento de los analistas españoles debe quedar libre de toda sospecha de sesgo y falta de transparencia a la luz de esta investigación.

Para concluir, y en relación a los objetivos secundarios que planteamos al comienzo, confiamos en que el hecho de haber obtenido este modelo de análisis (esta base de información) común a nivel nacional y de contrastada utilidad, puede servir de guía a los analistas y de patrón al que adaptar sus prácticas actuales, quizás incluso desde un punto de vista teórico (a modo de modelo a seguir de “mejores prácticas”) de manera que les permita de alguna forma garantizar la independencia o al menos un alto nivel de estandarización en lo que al estudio de las compañías se refiere, previo al análisis final que permitirá emitir una recomendación de inversión. Esta meta implícita dentro del segundo objetivo de la investigación sería en nuestra opinión una vía razonable para evitar sesgos e influencias que conducen a un escepticismo sobre el valor de las recomendaciones de los analistas, así como para evitar las citadas presiones y conflictos de interés, que redundan en un detrimento de la calidad de su labor.

Por otro lado, los directivos y responsables de las compañías analizadas, como principal colectivo interesado en las necesidades de información de los analistas, pueden encontrar en este trabajo una guía hacia la información específica que éstos buscan para su análisis.

En definitiva, se han cumplido satisfactoriamente los objetivos de esta investigación, que ha permitido conocer el proceso de decisión en el que se apoyan las recomendaciones de los analistas, tan desconocido hasta ahora a pesar de su influencia y sus posibles consecuencias de cara a los inversores. Además queda claro que sí existen unos requerimientos de información por parte de los analistas que son sólidos y completos, que si bien tienen algunas carencias en lo relativo a factores intangibles, sí permiten sin embargo elaborar

---

<sup>3</sup> En fechas posteriores (febrero de 2007), se cerraba la adquisición del grupo de comunicación portugués Media Capital por Prisa. Por otra parte, Santander anunciaba también en Febrero de 2007 su intención de aumentar su participación en el banco estadounidense Sovereign.



análisis, predicciones y posteriores recomendaciones precisas y válidas. Este modelo permite por tanto afirmar que nos encontramos ante un mercado de renta variable eficiente de forma semifuerte, es decir, los precios de las acciones incluyen toda la información relativa a precios y acontecimientos históricos, más toda la información pública disponible en el mercado, si bien la interpretación y la selección de toda esta información sí permite a un colectivo de expertos, los analistas financieros, incorporar este input a los precios de cotización, anticipándose al mecanismo por el cual todos los demás actores del mercado lo harán.

## Referencias Principales

- ABARBANELL, J. S. (1991): “*Do analysts' earnings forecasts incorporate information in prior stock price changes?*” *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 14, p.147-165.
- ABARBANELL, J. S. y BERNARD, V. L. (1992): “*Tests of analysts' overreaction / underreaction to earnings information as an explanation for anomalous stock price behavior*”. *Journal of Finance*. Vol. 47, p. 1181-1207.
- BARBER, B. et. al. (2001): “*Can Investors Profit from the Prophets? Consensus Analyst Recommendations and Stock Returns.*” *Journal of Finance*, Vol. 56.
- BARBER, B. et. al. (2001): “*Prophets and Losses: Reassessing the Returns to Analysts' Stock Recommendations.*” Research Paper No. 1692. Graduate School of Business. Standford University, Mayo.
- BEAVER, W. H. (1968): “*Market prices, financial ratios, and the prediction of failure*”. *Journal of Accounting Research*. Suplemento, p. 71-127.
- BEAVER, W. H. (1989): “*Financial Reporting: An Accounting Revolution.*” Prentice-Hall, London.
- BEAVER, W. H. (2002): “*Perspectives on recent Capital Market Research*”, *The Accounting Review*. Vol. 77:2, p. 453-474.
- BERNARD, V. L. y THOMAS, J. (1990): “*Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings.*” *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 13, p. 305-340.
- BROWN, L. D. y CAYLOR, M. L. (2004): “*Corporate Governance and Firm Performance*”. Working Paper. Georgia State University, Georgia.
- CANO, M. A. y CASTRO, R. M. (2003): “*El buen gobierno corporativo como solución a la crisis de confianza*”. *Normaria*. Vol. 12, p. 1-2.
- CAÑIBANO, L. y GISBERT, A. (2004): “*Principales cambios en la valoración contable de los activos intangibles*”. En: *Revista del Instituto de Estudios Económicos*. Vol 4 (2003) “*Impacto de la nueva contabilidad en el valor de la empresa española*”, p. 187-221.

- CARDONA, J. (2004): “*Aumenta la confusión ante la nueva contabilidad*”. La Gaceta de los Negocios. 16 Noviembre 2004.
- CHEN, N., ROLL, R. y ROSS, S. A. (1986): “*Economic forces and the stock market*”. Journal of Business. Vol. 59, N. 3, p. 383-403.
- CORDELL, D. M. (2001): “*Investment Advising in Good Times and Bad*.” Journal of Financial Service Professionals. Vol. 55, Julio, p. 74-85.
- DECHOW, P. M., HUTTON A. P. y SLOAN, R. G. (1998): “*The relation between analysts’ forecasts of long term earnings growth and stock price performance following equity offerings*.” Working Paper, University of Michigan.
- EARNES, M., GLOVER, S. M. y KENNEDY, J. (2002): “*The association between trading recommendations and broker-analysts’ earnings forecasts*.” Journal of Accounting Research. Chicago. Vol. 40, Marzo, p. 85-104.
- FAMA, E. F. (1997): “*Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance*.” Working Paper. Graduate School of Business, University of Chicago. June.
- FAMA, E. F. y JENSEN, M. C. (1983): “*Separation of ownership and control*”, Journal of Law and Economics. Vol. 26, p. 301-325.
- GRAHAM, C. M., CANNICE, M. V. y SAYRE, T. L. (2002): “*Analyzing Financial Analysts. What They Look for in Financial Reports and How They Determine Earnings Quality*”. Journal of Management Research. Vol 2, Nr. 2, Agosto.
- GRAY, K. R. (2005): “*Corporate Scandals: The Many Faces of the Greed*”. Minnesota, Paragon House.
- GU, Z. y WU, J. S. (2003): “*Earnings skewness and analyst forecast bias*”. Journal of Accounting and Economics. Vol. 35, p. 5–29.
- HONG, H. y KUBIK, J. D. (2001): “*Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts*.” GSB Working Paper. Graduate School of Business. Standford University, Diciembre.

HOPE, O-K. (2003): “*Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analyst's forecast accuracy: An international study*”, Journal of Accounting Research. Vol, 41:2, p. 235-272.

LARRÁN, M. y REES, W. (1999): “*Técnicas, recursos informativos y prácticas seguidas por los analistas financieros en España: Un estudio empírico*”. Instituto Español de Analistas Financieros, Documento 1.

LÓPEZ ESPINOSA, G. Y GÓMEZ SALA, J. C. (2005): “*El valor de las recomendaciones de consenso de los analistas financieros en el mercado de capitales español*”. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A. Valencia.

SHILLER, R.J. (2002): “*From Efficient Market Theory to Behavioral Finance.*” Cowles Foundation Discussion Paper N°1385.

WOMACK, K. (1996): “*Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?*.” Journal of Finance, Vol. 51, p. 37-167.