



En un entorno de mercados cada vez más fragmentado y abierto a la competencia las reglas se endurecen: **hay que buscar la diferencia, generar valor y preservar la independencia**



# ¿Cuánto vale una recomendación?...

EL ANÁLISIS Y LOS **ANALISTAS FINANCIEROS** HOY

Tan antigua como los mercados de valores, si no más, es la profesión del analista financiero. El valor de su tarea es tan elogiada como puesta en duda por millones de inversores a lo largo y ancho del mundo. Algunos cuestionan sus procedimientos y otros su independencia. Sin embargo, casi todos coinciden en que su labor es determinante para el diseño de cualquier cartera de inversión. El espectro que cubren es cada vez cada vez más amplio y global y, a la vez, sectorial. Pueden elegir una o varias técnicas combinadas de análisis. Hoy, además, compiten por hacer valer su trabajo frente a la operativa basada en sistemas complejos que gana terreno: el trading algorítmico y su secuela el trading de alta frecuencia. Todo ello ha urgido a una profunda revisión del marco legal en el que se desenvuelve toda la actividad en los mercados financieros y de valores. Pero algo no ha cambiado: la confianza del cliente es la materia prima más preciada de la industria del análisis.

José Manuel Del Puerto  
ELBOLETIN.COM

Una década después de que la crisis de las compañías conocidas como *puntocom* pusiese en tela de juicio la labor de los analistas financieros<sup>(1)</sup>, éstos se siguen enfrentando a muchos de los problemas que ya entonces se les imputaban

para defender su posición, su valor y su necesidad en la actual maquinaria de los mercados, más compleja que antaño. Su principal reto sigue siendo asegurar su independencia y, por extensión, la radical credibilidad de sus informes en un mundo cada vez más

PASA A PÁGINA 9 >>

## NOTAS

(1) Ver artículo "[Los analistas buscan su sitio](#)" (Revista BOLSA, febrero de 2003).



**Nicolás Fernández Picón,**  
DIRECTOR DE ANÁLISIS DE BOLSA Y CRÉDITO. [BANCO SABADELL](#)

## «El análisis es una herramienta comercial importante y útil para nosotros y nuestros clientes»

### ¿Qué importancia tiene el análisis de cotizadas para una gran entidad financiera?

El análisis de compañías en una gran entidad financiera tiene un componente de negocio, ya que sirve a las unidades del banco que tienen contacto con clientes que intermedian en Bolsa. Además, sirve como apoyo a la propia gestión del banco siendo un *input* más. Por último, dentro de un proceso de producto adecuado, el análisis de compañía permite alinear los intereses comerciales del banco y el de los clientes, añadiendo un componente racional a las opciones de inversión.

### ¿Ha cambiado mucho el trabajo del analista financiero en los últimos años?

En realidad no ha cambiado, pero los analistas sí que han podido tender a mirar el mercado desde un punto de vista más de corto plazo por dos factores: la elevada volatilidad y el hecho de que por mucho tiempo los fundamentales no han servido como antes. Desde Banco Sabadell consideramos que esto es un error a evitar y nuestro enfoque siempre es al largo plazo.

### ¿La crisis ha obligado a reducir el alcance de la cobertura de empresas de tamaño más modesto?

No es que haya obligado. Es que hay valores en los que la liquidez se ha reducido tanto que para los grandes fondos no es posible comprar o vender y, por lo tanto, han perdido el interés comercial.

### ¿Cuál es el perfil tipo del consumidor de sus informes?

Nuestros clientes son institucionales espa-

ñoles y extranjeros, así como los clientes de banca personal y privada del Sabadell con carteras de valores. A nivel de estrategia de renta variable, el cliente tipo es el institucional, al que le aportamos nuestra visión de mercados en función de la evolución micro y macroeconómica.

### ¿Análisis fundamental, técnico o cuantitativo? ¿Qué herramientas prefieren usar y qué demandan más los clientes?

Nuestras recomendaciones se basan en el análisis fundamental, tanto el técnico como el cuantitativo los utilizamos a nivel de índices o de ideas de inversión en términos relativos y como soporte a nuestra recomendación fundamental en los valores.

Los clientes deben fijarse en todo, pero muchas veces se mira más el técnico. En muchos casos la razón tiene que ver en parte con un problema nuestro: no somos capaces de escribir nuestros informes de una manera inteligible, mientras que el análisis técnico utiliza conceptos más directos y comprensibles para más gente. En Banco Sabadell estamos comprometidos con acercar los contenidos de análisis desde el cliente institucional, con más formación financiera, al minorista adaptando la redacción.

**Entre en BS Bolsa10**  
para conocer las herramientas y  
análisis de inversión que ofrece el  
bróker del Banco Sabadell

  
Ver web



>> VIENE DE PÁGINA 7

interconectado y donde son muchas las compañías que, junto con sus intereses particulares comerciales y de inversión, integran en su propia estructura departamentos de análisis y de gestión de patrimonios que venden a terceros (conocidos en la jerga profesional y de manera genérica como *sell-side*).

En cuanto al valor predictivo de los análisis, muy pocos profesionales fueron capaces de vaticinar el descalabro financiero que comenzó con la quiebra del banco estadounidense Lehman Brothers en el año 2008. Pero lo mismo ha ocurrido en tiempos más cercanos, en España y otros países desarrollados cercanos. No eran precisamente pocos los analistas que se deshacían en elogios y marcaban como clara oportunidad de compra en su escala de recomendaciones para compañías muy conocidas a las que no vamos a hacer aquí más publicidad gratuita.

esos que no salgan a la luz pero, por desgracia para la profesión, para la opinión pública pesa fundamentalmente la presencia de casos negativos en los medios, introduciéndose así una amplia sensación de desconfianza sobre el valor de los análisis y el criterio profesional de quienes los sustentan.

Hasta ahora, la regulación estadounidense y británica que tienen la merecida fama de ser las más avanzadas siempre en cuestiones financieras, habían apostado por la creación de ‘murallas chinas’ que evitaran en lo posible los conflictos de interés dentro de las grandes casas de inversión. La división radical entre los departamentos y trabajadores del área de análisis dirigida a terceros, lo que se conoce como *sell-side*, y los de análisis dirigido a operaciones propias de la entidad o a otras instituciones financieras directamente asesoradas por esta pri-



➔ La división radical entre los departamentos y trabajadores del área de análisis dirigida a terceros, *sell-side*, y los de análisis dirigido a operaciones propias de la entidad o instituciones directamente asesoradas por esta primera, *corporate* y el *buy side*, se ha convertido en una especie de mantra generalizado.

Muchos analistas les otorgaban un generoso potencial sólo unos días antes de que rumores sobre falsedad de cuentas u otras anomalías presuntamente delictivas, se convirtiesen en una evidencia y su negociación quedase congelada. Indudablemente no es responsabilidad de los analistas detectar comportamientos legalmente punibles de los encargados de refrendar en cifras los negocios que ellos evalúan, pero parece normal que la opinión pública entienda que por su experiencia y cercanía con los presuntos autores de los desmanes y de las técnicas propias del análisis deberían de ser capaces de detectar los potenciales fraudes con más facilidad que el ciudadano de a pie. Probablemente ocurra así en muchos ca-

mera, lo que se corresponde con el *corporate* y el *buy side*, se ha convertido en una especie de mantra generalizado.

En este sentido, una crítica habitual y recurrente a la labor del analista financiero ha sido y sigue siendo la recomendación de valores en los que su entidad tendría ciertos intereses, ya fueran directamente de inversión o comerciales de algún tipo. Unas acusaciones que buscan fundamento, pocas veces contrastado, en las posibles presiones que los analistas recibirían por parte de sus colegas de otros departamentos para conseguir mantener otros negocios más rentables con terceros a costa de maquillar o pasar por alto ciertos factores

negativos de ciertas compañías concretas. Todo, al tiempo que los analistas se especializan cada vez más en un tipo concreto de análisis, un sector o un mercado, mientras que los clientes requieren un enfoque cada vez más multidisciplinar y más abierto geográficamente.

Si bien es cierto que el análisis financiero resulta mucho más rentable en términos de facturación y márgenes cuando se refiere a fusiones y adquisiciones, salidas a Bolsa o ampliaciones de capital, que cuando va vinculado al seguimiento

de una acción concreta, existen escasísimos casos documentados de alteración de informes en este sentido. Es habitual, de hecho, que las grandes entidades separen incluso físicamente las oficinas de cada departamento y desarrollen *cortafuegos* de comunicación interdepartamentales. En el caso de los analistas independientes o casas de tamaño más modesto, las acusaciones apuntan a que en sus informes tratan de primar aquellas compañías en las que el grueso de sus clientes o incluso ellos mismos tienen posiciones.



**Nicolás López Medina,**  
DIRECTOR DE ANÁLISIS EN M&G VALORES

## «En los últimos años se ha producido una importante profesionalización en el sector del análisis financiero»

### ¿Análisis fundamental, técnico... ?

En M&G Valores utilizamos tanto el análisis técnico como el fundamental para analizar la situación del mercado. Ambos son compatibles cuando se trata de analizar la tendencia de largo plazo del mercado. De alguna forma se trata de que el escenario que vemos a través del análisis macro que nos da el fundamental, se vea refrendado por la estructura de precios del mercado. A medida que descendemos al detalle de las compañías y al corto plazo del mercado es más difícil compaginar ambos enfoques. El análisis técnico puede utilizarse para definir estrategias de corto plazo, mientras que el fundamental nos da una visión de la calidad de las empresas y expectativas de la economía, pero nos dice poco sobre su comportamiento más inmediato.

### ¿Y los clientes cuál prefieren?

Las preferencias de los clientes por un tipo de análisis determinado tienen que ver con su perfil como inversor. En general el inversor particular, más activo en el merca-

do, tiende a fijarse más en el análisis técnico, mientras que los inversores institucionales o los particulares enfocados a más largo plazo prefieren el análisis fundamental.

### ¿Ha cambiado mucho la profesión de analista en los últimos años?

En mi experiencia, los mayores cambios se han producido en la aparición de nuevos productos financieros y vehículos de inversión cada vez más sofisticados y que requieren de un mayor asesoramiento al inversor particular. En el campo concreto del análisis bursátil los cambios han sido menores y tienen que ver básicamente con la apertura a un análisis más global frente a la tradicional limitación del inversor español a los mercados domésticos.

### ¿Y cómo se adapta el analista al auge del automatismo y la velocidad en los procesos de negociación?

Efectivamente, dentro del análisis tal vez el campo más novedoso es el de los sistemas complejos de *trading* que emplean algunos *hedge funds*. En mi opinión,

## Reino Unido, ¿ejemplo a la delantera?

Sobre esta línea de discurso viene a actuar el último cambio normativo que al respecto se ha producido en Reino Unido y que, según muchos expertos, pronto se transpondrá a la legislación del resto de países del Viejo Continente. De momento, el supervisor europeo de los mercados de valores ya ha incorporado algunas de las medidas de la polémica ley británica al documento de trabajo sobre la nueva Directiva sobre Mercados de Instrumentos

Financieros (MiFID II) que hoy por hoy se debate en Bruselas.

Los gestores de carteras de la City londinense ya están obligados por ley a usar todos los ingresos procedentes de las comisiones aplicadas a sus clientes exclusivamente a la compra de análisis financieros de carácter “sustantivo” con conclusiones “significativas” y que otorguen “verdadero valor añadido”. En una palabra, sólo informes en los cuales sus analistas redactores tomen un partido claro y no sólo comenten cifras. Una circunstancia que, según denuncian las ca-

PASA A PÁGINA 13 >>

Nicolás López Medina

éste es un campo que se sale de lo financiero para entrar en herramientas puramente matemáticas o estadísticas.

### ¿Qué opinión le merece la creación de nuevas figuras de asesoramiento como las EAFI?

La figura de las EAFI me parece fundamental para el desarrollo de una industria completa de servicios financieros al inversor. Aunque hasta ahora no ha tenido el desarrollo que cabría esperar, creo que en el futuro se va a ir generalizando a medida que el inversor reclama un consejo más especializado que el que actualmente le aporta el banco. En mi opinión, las enormes exigencias de la CNMV en materia de control están en el origen del limitado crecimiento de las EAFI hasta ahora. Conforme los inversores vayan entendiendo los costes reales y los conflictos de intereses que en ocasiones implica el asesoramiento bancario, espero que se produzca un rápido crecimiento del asesoramiento, en línea con el que existe en otros países con una cultura financiera más desarrollada.

### ¿Hasta qué punto influye el análisis a la hora de configurar las carteras?

En general, creo que al análisis se dirige sobre todo al inversor más preparado que toma las decisiones

de inversión por su cuenta, ya sea éste particular o institucional. Su mayor utilidad, en mi opinión, es ofrecerle una información financiera sobre la economía, las empresas y los mercados que le sirva para adoptar una estrategia de inversión adecuada. Esta información requiere de una cierta preparación para que sea correctamente comprendida y asimilada por el inversor y son, por tanto, aquellos con mayor formación financiera los que realmente pueden extraer lo mejor del análisis en su toma de decisiones. Por supuesto, los inversores profesionales, gestores de fondos y asesores financieros son los principales destinatarios de los informes de análisis.

A la hora de configurar y gestionar carteras creo que en los últimos años se ha producido una importante profesionalización en el sector, tanto a nivel de gestores como de asesores. En este sentido, creo que el análisis ha ganado en importancia en el proceso de formación de carteras de inversión.

Accede a todos los análisis de mercado de M&G Valores



Ver web





**José Ramón Iturriaga,**  
SOCIO DE **ABANTE ASESORES**

«Mi tarea fundamental es alcanzar una opinión sobre los beneficios futuros de una compañía y detectar si hay algo que la pueda cambiar»

### ¿Ha ganado o perdido seguidores el análisis de valores desde el estallido de la crisis?

Creo que desde hace unos años, quizá desde la quiebra de Lehman, que el análisis ha pasado a un segundo plano. Somos muy pocos los que seguimos remangándonos y proyectando los beneficios de las compañías a futuro, mientras que los más siguen gestionando a golpe de último tele tipo, más preocupados por los *cisnes negros* que por tratar de encontrar valor.

Esta situación, lejos de ser una mala noticia, es magnífica para los que seguimos haciendo nuestro trabajo. Será más difícil encontrar valor cuando las acciones españolas vuelvan al radar de muchos cuando se den cuenta de que los *cisnes* son blancos.

### ¿En qué parte de sus análisis se fijan más los clientes de Abante?

Los clientes de Abante invierten fundamentalmente a través de fondos de fondos. La construcción de su cartera se hace de acuerdo a los objetivos de rentabilidad que marca su estudio de planificación financiera que es la mejor forma de tomar decisiones de inversión.

Mi estilo de inversión es fundamental. Trato de ver cuál va ser el beneficio de las compañías que sigo un año normal y a ese beneficio le aplico un múltiplo. Por año normal no me refiero a 2014, ni siquiera a 2015, pues van a ser años fuera de la norma

en la cuenta de resultados de las compañías españolas. Son aplicables múltiplos más altos a aquellas compañías con mayor recurrencia en resultados y al revés. No es complicado. En cuanto al análisis técnico y cuantitativo me parecen igual de útiles que analizar los posos del café.

### ¿Qué papel juega el análisis en la revisión de las posiciones de sus fondos?

El proceso de revisión es continuo. Mi tarea fundamental es estar al tanto de lo que les pasa a las compañías que sigo y ver si hay algo que me haga cambiar de opinión sobre la evolución de sus beneficios a futuro.

### ¿Cuáles son las claves para no quedarse oxidado y a la vez poder desconectar?

Es un trabajo del que no se desconecta. Cualquier noticia con la que te topas siempre se interpreta en clave del impacto que pueda tener en la evolución de los beneficios empresariales, que -no está mal recordarlo- es lo que marca el comportamiento en Bolsa de las distintas acciones. Creo que las muchas horas de vuelo son el mayor intangible para ser capaz de hacer un buen análisis.

Conoce más sobre  
**José Ramón Iturriaga y  
su fondo Okawango Delta**

  
Ver PDF



>> VIENE DE PÁGINA 11

sas de intermediación, podría herir de muerte al sector al perder impacto y potencial de negocio sus informes de coyuntura, sectoriales o los simples pero tan habituales comentarios de resultados trimestrales. Según algunos cálculos de la industria, la caída de facturación podría alcanzar el 50% sobre cifras actuales.

La medida, que ha suscitado más críticas que aplausos tanto en el sector financiero británico como en las principales plazas económicas globales, parece identificar además el análisis con la recomendación. Una circunstancia que los analistas financieros rechazan de pleno y que en algunos casos llegan a vincular más estrechamente con las supuestas faltas de imparcialidad de las que se los acusa. Quizá por este motivo, explican varios despachos de gestión de activos, este supuesto ha quedado fuera de lo que el supervisor europeo ha planteado para la norma comunitaria.

Desde la ESMA se ha planteado que la implantación de la MiFID II pase porque las sociedades de valores tan sólo puedan cobrar a terceros por sus informes únicamente si son distribuidos al público en general y no sólo a clientes, tal y como se acostumbra a hacer en la actualidad. Una iniciativa que ha suscitado un buen aluvión de críticas por la caída de precios que a la postre significaría que los clientes de una casa perdiesen la exclusividad y preferencia de acceso a estos documentos, recomendaciones y comentarios. Tanto es así que varios gigantes del análisis y la gestión de valores en el Viejo Continente parece que ya animan a sus propios clientes a que se dirijan directamente hacia las autoridades europeas para mostrar su oposición a la propuesta del supervisor.

## Un rol insustituible que corre peligro

No obstante, parece que todos estos cambios normativos pasan por alto una de las principales aportaciones que el análisis financiero brinda a los mercados: la detección de ineficiencias. Si bien es cierto que



Desde la ESMA se ha planteado que la implantación de la MiFID II pase porque las sociedades de valores tan sólo puedan cobrar a terceros por sus informes únicamente si son distribuidos al público en general y no sólo a clientes

para garantizar esta contribución es necesario salvaguardar y certificar antes la independencia de los analistas, la pérdida del negocio que hasta ahora suponía para entidades, sociedades de valores y expertos por cuenta propia, amenaza con arrinconar su labor y, lo que es más, reducirla a la mínima expresión dejando a los mercados huérfanos de su demostrado rol de vigilancia.

Varios estudios, llevados a cabo principalmente en los mercados estadounidenses, demuestran que la liquidez, la transparencia y las decisiones financieras de las compañías cotizadas están directamente relacionadas con el número de analistas que siguen de cerca sus finanzas y sus cotizaciones. Cuando un analista financiero deja de cubrir una firma, ésta reduce su inversión en una media del 2,4% sobre el valor total de sus activos. Además, la menor abundancia de información sobre la compañía genera una mayor incertidumbre en torno al estado de su balance y los costes de financiación en el mercado mayorista se

PASA A PÁGINA 17 >>

**Javier Méndez Llera,**SECRETARIO GENERAL DEL **IEAF**, DIRECTOR GENERAL DE LA **FEF** Y MIEMBRO DE LA **EFFAS**

«Nadie racional invierte sin conocimiento previo de una compañía. El análisis aporta mucho valor en este proceso decisivo»

### **A** punto de cumplir 50 años de historia, ¿a qué cambios se ha enfrentado IEAF en este tiempo?

Sin duda, ‘ha llovido mucho’ desde aquel septiembre de 1965 cuando un grupo de analistas financieros avanzados a su época y encabezados por Rafael Termes, constituyeron el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF). Obviamente, los cambios desde entonces han sido cuantiosos. De aquel pequeño *club* de selectos analistas e inversores en la Bolsa española se ha pasado a una organización con tres grandes actividades: el órgano profesional, el *centro de pensamiento* y la formación financiera.

### **Con el análisis y los analistas como eje principal, ¿cuánto han crecido en este tiempo?**

Hoy en día, el órgano profesional (el IEAF en sí mismo) está compuesto por 1.500 miembros en toda España y forma parte de la Federación Europea de Analistas Financieros (EFFAS) con presencia en 28 países y más de 25.000 miembros. El *centro de pensamiento* lo desarrolla la Fundación de Estudios Financieros (FEF) desde el año 1991, con una importante actividad de análisis y trabajos sobre economía, finanzas y temas de interés general para la sociedad española. Por último, la Escuela de Formación tiene la exclusividad en España para las certificaciones ‘*Certified European Analyst*’ y ‘*Certified International Investment Analyst*’ e implementa un amplio conjunto de cursos de formación financiera tanto en España como en Latinoamérica. En general, nuestra misión y objetivos abarcan el apoyo al colectivo profesional, el servicio al país con la opinión y los estudios y la importante y creciente labor de apoyo a la educación financiera.

### **¿Y qué quiere decir hoy en día ser analista financiero?**

Nuestros predecesores estaban básicamente enfocados a analizar las compañías cotizadas o las salidas a Bolsa, tanto con vistas a la recomendación a terceros –lo que en jerga se denomina el *sell side*– como a los efectos de la gestión de carteras o fondos –el *buy side*. Esto, en todo caso, era muy limitativo y para nada respondía al contexto del siglo XXI. Hoy en día, el concepto de analista financiero que utilizamos es mucho más amplio y rico en términos de su función económica y social y en sus cometidos concretos. Hoy el analista financiero, por supuesto trabaja en el ámbito de los mercados antes comentado pero, también es un especialista de la actividad financiera de la empresa: gestionando su tesorería, por ejemplo, estructurando presupuestos, gestionando las fuentes de financiación de la compañía, etc.

### **¿Y el IEAF cómo contempla esta extensión de los cometidos del analista?**

Pues como una buena parte de los miembros del IEAF desarrollan su actividad dentro de las compañías y para las compañías, lo que hemos hecho es ampliar el radio de acción, tanto de nuestras actividades para los miembros, como de los estudios de nuestro *think tank* hacia áreas estrictamente de la empresa. Esto incluye varios acuerdos con terceras organizaciones de nuestro mismo perfil. Nosotros creemos que no hay actividad empresarial sin apoyo de las finanzas y que ésta carece de sentido si no está absolutamente imbricada en la llamada economía real.

BME y el IEAF lanzaron hace unos años el servicio de análisis independiente InResearch, cuyo objetivo es proporcionar analistas financieros a compañías que o bien son pequeñas o tienen poca liquidez y, por tanto, no cuentan con una mínima cobertura de análisis de terceros que permita a los inversores su seguimiento



### ¿La creación de nuevas figuras de asesoría y gestión, facilita o perjudica su trabajo?

Los nuevos desarrollos regulatorios en el ámbito del asesoramiento financiero independiente o las nuevas prácticas de gestión de inversiones son consustanciales al IEAF, a la Fundación y a su Escuela. Tenemos relaciones muy estrechas con los organismos profesionales que las desarrollan y, sin duda, para nosotros deberían ser una fuente muy razonable de crecimiento en todos los aspectos. Por ello, estamos dedicando medios e incluso reorganizándonos internamente dentro del Instituto para ofrecerles servicios de información, contacto y formación. En el caso del asesoramiento independiente o la gestión de patrimonios es especialmente importante disponer de alguna plataforma de servicio al socio, pues son claramente mayoritarios en el flujo de nueva membresía desde hace dos o tres años.

### Con tan amplio bagaje, ¿a qué objetivo diría que sirve cada tipo de análisis financiero de mercados?

Todas las herramientas son útiles si se hacen con rigor y hay un conocimiento sólido detrás. En términos generales, podríamos decir que si el objetivo explícito es alcanzar una buena valoración de una compañía, por supuesto, en ese caso la base ha de ser el **análisis fundamental**; con ratios financieros y diversas técnicas de cálculo de valor. El **análisis cuantitativo** es muy útil cuando queremos estructurar una cartera entre diferentes clases de activos –bonos o acciones, por ejemplo– aplicando distintos métodos de esta rama en los procesos de *strategic* y *tactical asset allocation*. El **análisis técnico** aporta historia del valor y del mercado y puede ser una herramienta muy eficaz

para detectar momentos de cambio de ciclo en dichos valores y mercados.

### ¿Y cuál diría que prefieren generalmente los clientes?

Si se tienen los conocimientos suficientes esto dependerá de qué activos estemos analizando. Pocos inversores se basarían exclusivamente, por ejemplo, en la teoría sobre la *paridad del poder de compra* para tomar una decisión en los mercados de divisas. Para las compras y ventas en estos mercados se utiliza mayoritariamente el análisis técnico y cuantitativo. A su vez, no se deberían basar decisiones de compra de acciones a largo plazo exclusivamente con análisis técnico.

### ¿Qué aporta el análisis financiero a las compañías que cubre?

Diría que aporta algo que está en el centro del buen funcionamiento de los mercados: información. Si esta es la necesaria y de calidad se traduce en confianza, el carburante de los mercados. Para las compañías cotizadas, o que se preparan para salir al mercado, el análisis financiero es clave. Nadie racional invierte sin conocimiento previo de una compañía y el gran problema muchas veces es que no hay suficiente análisis detrás de algunas empresas, por lo que su desarrollo en los mercados puede verse seriamente limitado.

### Pero, ¿las grandes cotizadas han logrado escapar de esta tendencia?

Por supuesto, éste no es el problema de las grandes como aquellas que constituyen el IBEX 35 e incluso el IBEX Medium Cap. Habitualmente, la mayoría de las casas de inversión –sociedades y agencias de valores– disponen de analistas que permiten una co-

bertura de valores razonablemente satisfactoria. Tanto es así que se pueden publicar *consensos* de valoración de las empresas como media de las opiniones de todas las casas y podemos decir que nuestro mercado principal está bien cubierto.

### ¿Se puede hacer algo para ampliar el análisis a más empresas?

Creemos que sí y en esa línea trabajamos. Por ejemplo BME y el IEAF lanzaron hace unos años el servicio de análisis independiente InResearch, cuyo objetivo es proporcionar analistas financieros a compañías que o bien son pequeñas o tienen poca liquidez y, por tanto, no cuentan con una mínima cobertura de análisis de terceros que permita a los inversores su seguimiento. El servicio se encarga de buscar al analista adecuado, en términos de conocimiento previo de la empresa y del sector donde está encuadrada para su estudio detallado.

### ¿Y cómo es el proceso de análisis utilizando el servicio InResearch?

El IEAF suministra, por así decir, los análisis más adecuados para cada compañía gracias a un Registro de Analistas con todos miembros del Instituto, a los que se convoca cada vez que una compañía solicita el servicio a la Bolsa. A partir de ahí, llevamos a cabo un proceso, estricto y reglado, de selección del profesional idóneo en términos del conocimiento previo del trabajo a realizar. Una vez que el analista es elegido, se le apoya a este en la dirección del estudio a través de un Comité Técnico de Análisis, compuesto por analistas *seniors* de gran prestigio en el mercado, revisando el enfoque así como las herramientas concretas de análisis utilizadas. Durante el tiempo de preparación del informe o informes existe un contacto estrecho entre el analista y el Comité para asegurar la máxima calidad del producto final.

### ¿Se producen fricciones entre las empresas y los analistas que las siguen?

A veces, lógicamente, puede haber diferencias de criterio que, sin duda y así debería ser, provocarán tensiones entre las partes. No obstante, la gran mayoría de las cotizadas están en contacto permanente con los analistas, suministrando información, respondiendo a sus preguntas... así que conocen bien la opinión de los profesionales que las analizan en cada momento.

### ¿Cuando una empresa cotizada está envuelta en algún tipo de fraude o engaño, tiene reflejo en la confianza sobre todo el mercado?

Los inversores profesionales y la gran mayoría de las personas físicas que invierten en Bolsa son conscientes de que se pueden dar casos así. Cuando se producen engaños o presuntas figuras delictivas de cualquier naturaleza en el seno de las empresas, el impacto mediático es muy importante y, en el corto plazo, la confianza suele disminuir. Por desgracia, han existido siempre y no se puede descartar, ni mucho menos, que vuelvan a aparecer. Pero, ¿se puede decir que la actividad de las Bolsas americanas ha descendido después de las situaciones creadas por Enron o Worldcomm hace unos cuantos años? Nada más lejos de la realidad. Los mercados han seguido creciendo de forma muy importante, incluidos los de países emergentes, donde escándalos de este tipo se producen con mayor asiduidad. Precisamente, la existencia de analistas profesionales siguiendo a las compañías, aunque no garantice la desaparición del fraude empresarial, sirve de freno y alerta anticipada de este tipo de sucesos en un buen número de casos.

Acceso al **Registro oficial de analistas CEVE**



Ver web



Acceso al **Registro oficial de analistas certificados CEFA y CIIA**



Ver web



>> VIENE DE PÁGINA 15

incrementan, tanto por la vía de la emisión de deuda como a la hora de lanzar eventuales ampliaciones de capital.

Esto último se debe también a que, como se ha demostrado empíricamente, la escasez de información en torno a una compañía procedente de fuentes ajenas a ella misma se traduce en una dificultad añadida para las agencias de rating a la hora de emitir una valoración sobre la calidad crediticia de una empresa y una potencial nueva emisión. Por último, la falta de previsiones sobre la evolución de sus negocios -lo que se engloba en el conocido como análisis fundamental-, así como de recomendaciones de entrada y salida -análisis técnico-, como de relación de sus principales cifras frente a sus comparables -análisis cuantitativo- resta interés por la compañía a gestores de carteras e inversores, tanto institucionales como particulares. Un factor, este último, que podría reducir poderosamente la liquidez de las acciones o títulos de deuda admitidos a negociación en las Bolsas, relativos a aquellas compañías cuya cobertura por parte de los analistas se viese reducida.

## **InResearch: al servicio de la transparencia y la visibilidad corporativa**

Precisamente para combatir esta falta de atención hacia las compañías de tamaño más modesto surgió hace ya tres años [InResearch](#). Bolsas y Mercados Españoles (BME) y el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) unieron fuerzas para poner al alcance de todas las cotizadas españolas una herramienta de análisis independiente y de calidad que pudiera poner sus títulos en el disparadero de los inversores, tanto por la mayor accesibilidad de información sobre la firma como por las conclusiones del propio análisis fundamental aplicado. En última instancia se trata de un ejercicio más de transparen-

cia y una forma de que esta sea más cercana para una parte mayor de la comunidad inversora.

Desde la fecha de su lanzamiento, han sido cuatro las compañías que han usado de este servicio. La mayor parte de ellas, de hecho, han publicado actualizaciones del que fue el primer análisis que las puso en la lista de compañías cubiertas por analistas, de la que muchos fondos de inversión así como inversores particulares parten para diseñar sus carteras; sabiendo que la cobertura del análisis es una garantía adicional más. Éste es el caso de InResearch, donde el analista que estudia por vez primera un valor se compromete a seguir haciéndolo por al menos dos años, aportando continuidad, y en donde además el análisis resultante está evaluado en todo momento por un comité que vela por que cada Informe sea ordenado, accesible y las conclusiones no constituyan ejercicios de especulación sin una base numérica y científica que las sustente.

En el caso de esta herramienta, los expertos se circunscriben al más estricto análisis fundamental, sin entrar en recomendaciones explícitas de ningún tipo. En algún caso se sitúan las cifras en el contexto de las que arrojan sus rivales de negocio, lo que en esta disciplina se conoce como comparables. Sin embargo, en esta materia ahonda más el llamado análisis cuantitativo, que aumenta en número de seguidores pese a ser el de más reciente aparición. Algo que se explica fácilmente gracias al exponencial desarrollo del *big data* en los últimos tiempos.

## **El boom más allá de lo fundamental**

Aprovechando este fuerte desarrollo de las tecnologías aplicadas al tratamiento veloz de grandes cantidades de información, [Morningstar](#), uno de las casas de análisis y gestión de inversiones más reputadas del mundo, ha ampliado en los últimos tiempos su cobertura de compañías gracias al uso del conocido como Análisis *Quant* o Cuantitativo. Con el cruce de

bases de datos de cotizaciones, cifras operativas, liquidez y capitalización, la firma de Chicago es capaz de proporcionar diariamente valoraciones sobre un total de 28.000 firmas a escala mundial.

Merced a estos desarrollos ha sido posible un acuerdo pionero entre BME y Morningstar que está operativo hace unos meses y que ahora, según comentan desde Morningstar, parece que otras grandes Bolsas del mundo quieren replicar.

En base a ese pacto de colaboración todas las compañías que forman parte de los índices Ibex Medium Cap e Ibex Small Cap españoles cuentan con la cobertura diaria de Morningstar. Incluso algunas de las que cotizan en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) son monitoreadas por la chicagüense. En este caso, la comparación con sus rivales para determinar si sus títulos están correctamente valorados o no mediante el Análisis Cuantitativo se plasma y es accesible todos los días del año [desde la propia web de BME](#), la sociedad rectora de las Bolsas españolas.

La clave del éxito de este novedoso análisis cuantitativo, explican los gestores de carteras, está en su fácil comprensión por parte del usuario final (ver [ficha explicativa aquí](#)), así como en la facilidad de actualización casi constante una vez que se cuenta con el soporte tecnológico necesario para ello. Es

así que muy pocas casas de inversión ofrecen aún este servicio por los elevados volúmenes de cifras que hay que manejar y cruzar entre sí mediante el uso de algoritmos matemáticos que hasta hace unos años pocas redes informáticas eran capaces de soportar.

También así se entiende una parte importante del crecimiento exponencial que en los últimos años, aunque con mayor trayectoria, ha tenido el análisis técnico. Más focalizado en inversiones a corto plazo y en proyecciones sobre el posible recorrido de una acción, gana más y más adeptos entre los inversores minoristas cada día que pasa. Su lenguaje sencillo y directo de soportes, resistencias, barreras de entrada y stops de salida, permiten apostar por una compañía con el riesgo limitado según las preferencias y sin necesidad siquiera de conocer a qué se dedica la empresa objeto de inversión. Algo para lo que sí es necesario recurrir al más farragoso análisis fundamental, que con frecuencia usa términos o guarismos aptos únicamente para iniciados, tal y como reconocen los propios expertos seguidores de este modelo.

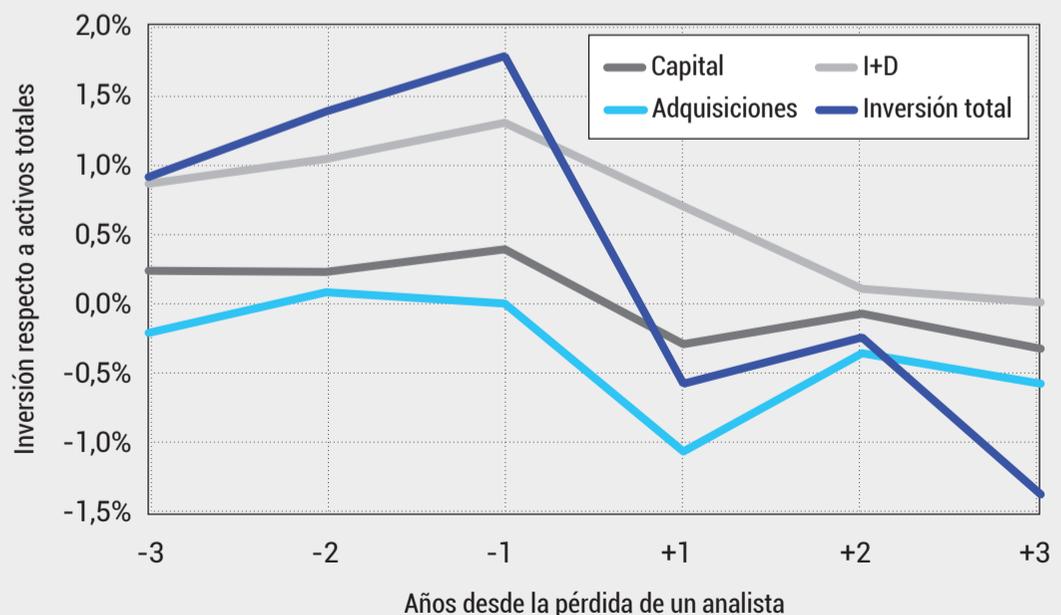
Sin embargo, lo más común es la combinación de al menos análisis fundamental y técnico. Es lo que ocurre en muchas ocasiones cuando simplemente se analiza, junto a la foto fija de la compañía y sus previsiones de negocio, la posibilidad de seguir o desmarcarse de la

Gráfico 1

### Efecto de la pérdida de un analista sobre diferentes partidas de la inversión empresarial



Fuente: Artículo ["La cobertura de los analistas y las decisiones financieras de las compañías"](#) (Revista BOLSA).



tendencia general del mercado. Esto, por ejemplo, sucede cuando a la recomendación de comprar, vender o mantener en cartera de un determinado valor o activo de inversión, se la acompaña con un precio objetivo, algo para muchos tranquilizador. Esto pasa normalmente con vistas al medio plazo, de forma que también se pueden establecer o analizar medias de consenso que son referencias habituales de interés tanto para los inversores como para los periodistas económicos.

## Los nuevos gurús del soporte-resistencia y otras figuras reguladas más sólidas

El principal riesgo que entraña el análisis técnico es la proliferación de supuestos analistas que, sin titulación alguna, se lanzan a aplicar unas reglas de juego a los mercados que normalmente no funcionan con exactitud matemática. Esta situación se puede observar con facilidad al comprobar la cantidad de consultorios y foros de inversión que en los últimos años proliferan por la Red, donde los nuevos gurús de las finanzas -independientes por los cuatro costados, eso sí- no exhiben más credenciales que una supuesta cartera de inversión con la que recurrentemente han

logrado batir al mercado con movimientos frecuentemente cortoplacistas y vinculados a técnicas de mercado corte especulativo, en las que el análisis de fundamentales o cuantitativo tiene bien poco que decir.

Precisamente, y en parte como medio para tratar de evitar esta proliferación de expertos independientes sin acreditación alguna, se han producido en los últimos años una batería de cambios y novedades regulatorias en los principales mercados y, especialmente, en Europa. En España, por ejemplo, se ha dado carta de actividad a las conocidas como Empresas de Asesoramiento Financiero Independiente (EAFI), una figura cada vez más extendida. Estas entidades a menudo responden a una estructura unipersonal en la que un único analista convenientemente cualificado y certificado por organismos competentes ofrece asesoría personalizada sobre la conveniencia y potencialidad de las distintas y siempre crecientes alternativas de inversión que ofrecen los actuales mercados globalizados.

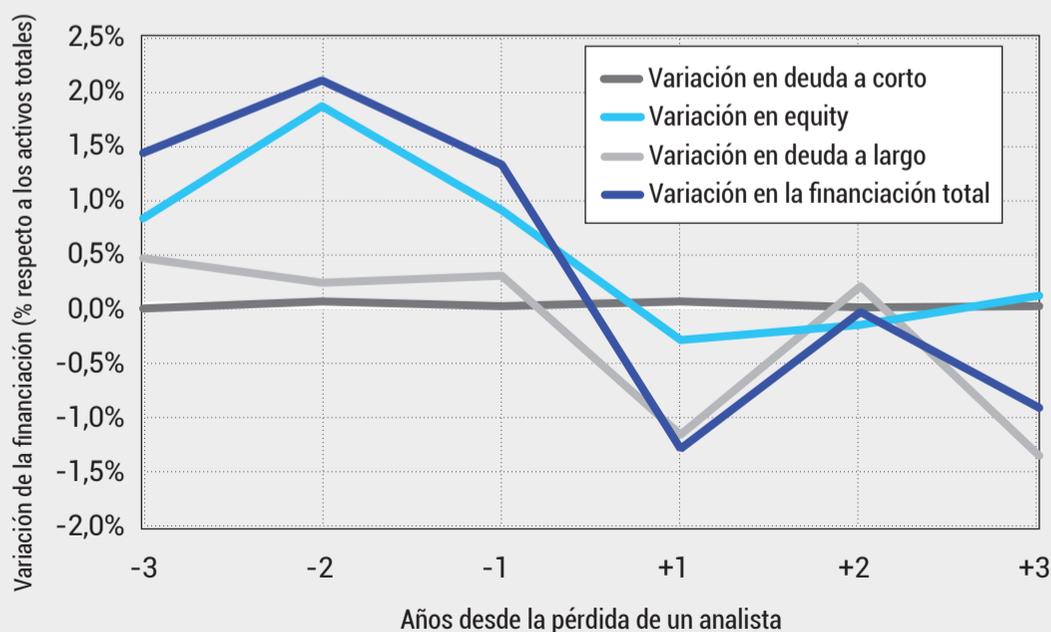
En esta línea, en España se ha podido asistir recientemente al establecimiento de algunos profesionales del sector al margen de las casas de análisis y gestión que les habían dado cobijo durante años. Asimismo, también se ha producido la transformación de algunos pequeños *family offices* en EAFIs para encajar mejor su actividad en las ventajas y peculiaridades que

Gráfico 2

### Efectos de la pérdida de un analista sobre las fuentes de financiación



Fuente: Artículo ["La cobertura de los analistas y las decisiones financieras de las compañías"](#) (Revista BOLSA).



ofrece su regulación específica. Su característica clave, según las ha definido la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), es que su actividad se fundamenta en el asesoramiento financiero a clientes, no en la gestión o distribución de productos financieros.

No obstante, si bien estas nuevas empresas no son puramente vendedoras de análisis, sí que están capacitadas para cobrar sus análisis de riesgos y de conveniencia de ciertos productos para cada tipo de cliente, así como al lanzamiento de recomendaciones genéricas para ciertas carteras tipos. De este modo, la nueva regulación que se pergeña en estos momentos en el seno de la Comisión Europea podría suponer un paso atrás en la primavera que viven estas sociedades y que la casi absoluta unanimidad de los actores del mercado coinciden en señalar como un acicate para la transparencia del mercado, la superación de sus eventuales ineficiencias y el establecimiento de una más sana y diversificada competencia en el sector de la asesoría financiera, que hasta su llegada solía ir siempre aparejada a la gestión de carteras.

Consulta aquí todas las **estadísticas y datos de actividad de las EAFIs desde 2008**



Ficha de la **CNMV con información sobre las EAFI**



## Más códigos éticos para la autorregulación

Mientras tanto, estos nuevos profesionales independientes optan en su gran mayoría como desde hace tiempo venían haciéndolo los analistas financieros, por una regulación de mínimos que no interfiera sobre las reglas de la oferta y la demanda más allá de lo que requiere garantizar una sana competencia entre



las distintas casas, que refuerce la independencia de los analistas y establezca un marco en el que imbricar códigos éticos a los que los expertos puedan adherirse. Su tutela correspondería a las asociaciones locales de los profesionales del sector y, a su vez, a la Federación Europea de Sociedades de Analistas Financieros (**EFFAS**), cuya presidencia recae actualmente sobre el español Jesús López Zaballos.

Otros puntos también son compartidos por la gran mayoría de la comunidad de analistas: prohibición de compartir con una compañía un análisis que sobre ella se esté realizando antes de su difusión a clientes o al mercado, la introducción legal de ‘murallas chinas’ en las grandes entidades, un mayor desarrollo de las normas que rigen la asesoría financiera y el establecimiento de incompatibilidades en casos como la prospección de demanda de una eventual ampliación de capital en una compañía a la que a la par se da cobertura. Una situación, esta última, que hasta la fecha se ha venido evitando por propia decisión de las casas de análisis, así como por cláusulas especiales incluidas en los contratos al efecto. El objetivo de esta separación es lanzar un mensaje de transparencia, independencia y de permanencia al margen de posibles intereses subrepticios, más allá que de una parte se cumpla con el encargo de la empresa coti-



El desvanecimiento de fronteras que ha supuesto la irrupción del *trading online*, la facilidad para acceder a documentos vía internet que no debieran estar disponibles en según qué territorios y, más aún, la facilidad para difundir rápidamente cualquier información deberían ser cuestiones muy tenidas en cuenta a la hora de plantear el enunciado definitivo de las normas en curso.

zada y de otra se asesore y gestione convenientemente el patrimonio confiado por los clientes de cada entidad o institución financiera.

No existe ningún consenso, sin embargo, en cuanto a qué elementos concretos se deberían permitir que un análisis contuviese o no, como sí se plantea claramente en la normativa británica ya en vigor. En este sentido, es muy destacable que son muchos los analistas que, fieles a uno de los tres tipos de análisis más extendidos, desdeñan los otros, bien por no responder a las exigencias de sus clientes o por no responder al tipo de operativa de carteras que prima en su entidad o que prefieren recomendar a los consumidores de sus informes.

## La globalización de los mercados, la globalización del debate

La discusión sobre el papel que los analistas financieros deben tomar en unos mercados en plena recuperación de riqueza sigue abierta. El debate es muy similar al de hace décadas, pero la globalización de las finanzas, la proliferación de nuevos productos de inversión, la experiencia adquirida en pasadas cri-

sis y la abundancia de nueva regulación destinada a fortalecer el sistema financiero con profusión de medidas tendentes a mejorar la protección del inversor y recuperar su confianza, hacen que el escenario sí que resulte muy diferente al de hace sólo unos años. Más cuando el explosivo desarrollo de las tecnologías de la comunicación en los últimos años ha modificado los modos y las prácticas sobre las que se debe actuar.

El desvanecimiento de fronteras que ha supuesto la irrupción del *trading online*, la facilidad para acceder a documentos vía internet que no debieran estar disponibles en según qué territorios y, más aún, la facilidad para difundir rápidamente cualquier información deberían ser cuestiones muy tenidas en cuenta a la hora de plantear el enunciado definitivo de las normas en curso. Cualquier cambio en un mercado o región económica concreta tendrá repercusiones sobre los analistas y cotizadas que desde allí operen, mientras que aquellos que lo hiciesen desde una jurisdicción distinta podrían incluso salir beneficiados en su negocio. Sería muy sencillo atraer a nuevos clientes que con tal de mantener los viejos usos del parqué, en cuanto a la recepción y tipología de informes de valoración, podrían ser capaces incluso de renunciar a las garantías adicionales que para su seguridad y la de sus ahorros deberían ser germen y objetivo final de estos cambios regulatorios y cuantos estén por venir. **B**



### otros enlaces de utilidad



Ver PDF

La cobertura de los analistas y las decisiones financieras de las compañías  
(artículo web Revista BOLSA)



Ver video

Presentación de InResearch



Ver PDF

Consensos de beneficios y valoraciones en España en el período 2003-2013  
(publicado en web Revista BOLSA)



Ver PDF

Técnico vs Fundamental: una polémica estéril  
(publicado en web Revista BOLSA)