



ESTUDIOS Y PUBLICACIONES

OPINIÓN

MERCADO EFICIENTE Y RELACIONES CON INVERSORES

Hoy las Relaciones con Inversores condicionan la toma de decisiones de los inversores racionales, así como la calidad y objetividad del trabajo de los analistas de inversión. No es posible, por tanto, dissociar la disciplina de Relaciones con Inversores del concepto de eficiencia de mercado, porque la primera es parte esencial para la consecución de lo que se entiende por un mercado de valores eficiente.

FRANCISCO BLANCO BERMÚDEZ

DIRECTOR ACADÉMICO DEL CURSO AVANZADO DE RELACIONES CON INVERSORES ORGANIZADO
POR EL INSTITUTO BME Y SOCIO-CONSEJERO DE NEOLABELS



La eficiencia del mercado de valores es uno de los ámbitos de las Finanzas Aplicadas que más atención académica ha recibido durante el último medio siglo. Sin duda alguna, el economista estadounidense, Eugene Fama, y Premio Nobel de Economía en 2013, es el principal investigador en este campo desde que publicó en 1965 su Hipótesis del Mercado Eficiente (HME), que definía como un "juego equitativo" donde los precios de las acciones incorporan *toda la información disponible*, siendo éstos los precios de equilibrio que se corresponderían con el valor teórico o intrínseco de los títulos. En otras palabras, si se cumplen los supuestos de competencia en los mercados en términos operativos, es decir un número suficiente de agentes participantes, (inversores, operadores, y analistas), unos costes óptimos de transacción, y un determinado nivel de profundidad y liquidez del mercado, cada vez que se disponga de nueva información respecto a una sociedad cotizada, el mercado operará los mecanismos necesarios para incorporarla de manera inmediata al precio, ajustando la cotización a una nueva posición de equilibrio que reflejará en ese momento el nuevo valor fundamental de la compañía respectiva.

En efecto, en las últimas décadas hemos asistido a un avance significativo del grado de competitividad de los mercados de valores

a nivel operacional, apoyado por el desarrollo de las Tecnologías de la Información y las Comunicaciones con sistemas de información en tiempo real y de contratación automatizados, con avances en la ejecución de órdenes tan significativos como las denominadas Operaciones de Alta Frecuencia (*High Frequency Trading*). Todo ello, en conjunto, ha permitido disminuir de manera notable los costes operativos de los mercados y de transacción para el inversor final, y al mismo tiempo, han aumentado los niveles de contratación y liquidez de los valores.

También, la regulación y normativa de los mercados han evolucionado positivamente para modernizar los mismos, proteger los intereses de los inversores, en especial del pequeño inversor, y para mejorar los niveles de transparencia tanto de inversores y *brokers* como de las entidades emisoras. Buen ejemplo de ello son, tanto a nivel de la Unión Europea, las directivas sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MIFID I y II) y de Transparencia, y la nueva normativa europea de Abuso de Mercado (2016), como a nivel nacional, el nuevo código de Buen Gobierno (CNMV, 2015), la reciente nueva normativa sobre Compensación y Liquidación, la Ley 5/2015 de Fomento Financiación Empresarial, y la Ley de Auditoría (2015).

EFICIENCIA E INFORMACIÓN

Si bien la eficiencia se puede entender como condición necesaria desde una perspectiva operacional del mercado, ésta no es suficiente porque requiere de la dimensión informacional para lograr su máximo alcance, y por ello los desarrollos posteriores de la hipótesis de Fama profundizaron en el análisis del grado de disponibilidad y naturaleza de dicha información a través de los denominados niveles de eficiencia débil, semifuerte y fuerte, que alcanzaron contrastaciones empíricas con éxito, fundamentalmente en los dos primeros casos.

Hoy no es desatinado afirmar que desde el mundo académico y el profesional relacionado con la inversión en los mercados de valores se avala de manera extendida la Hipótesis del Mercado Eficiente de Fama, incluso por parte de aquellos inversores institucionales que

fueron y son referencia en la industria de gestión de activos, y del análisis fundamental como Benjamin Graham o el propio Warren Buffet, a pesar de ser excepciones a la implicación que esta teoría supone en términos de la imposibilidad para un inversor de batir de manera sistemática al mercado.

No obstante, hay un aspecto crítico al que los estudios sobre la eficiencia de los mercados no han prestado la suficiente atención, y que tiene que ver, no tanto con el grado de disponibilidad de la información, sino con la relevancia de la misma para el inversor, así como la frecuencia, momento y modo de comunicar.

Hoy las Relaciones con Inversores condicionan la toma de decisiones de los inversores racionales, así como la calidad y objetividad del trabajo de los analistas de inversión. No es posible, por tanto, disociar la disciplina de Relaciones con Inversores del concepto de eficiencia de mercado

LA IMPORTANCIA DE LAS RELACIONES CON INVERSORES

Si acordamos que los inversores consideran a las propias compañías cotizadas como la principal fuente de información específica de los valores para su toma de decisiones racionales de inversión, es fácil entender que hoy la política de comunicación de las compañías con los mercados, más conocida como función de Relaciones con Inversores,

juega un papel central para establecer una valoración adecuada de las compañías por parte del mercado, entendida ésta como el valor intrínseco o fundamental que se obtiene a partir del "precio justo" que recoge la hipótesis de eficiencia de Fama.

Conviene recordar que en los años sesenta del pasado siglo,

cuando el análisis de la eficiencia del mercado estaba en su apogeo, las Relaciones con Inversores apenas existían en el seno de las funciones corporativas de las sociedades cotizadas, y en todo caso, se entendían en un plano de actividad de "relaciones públicas".

En la actualidad, esta disciplina ha alcanzado una mayor consideración estratégica, cuya principal misión constituye el diseño y ejecución del denominado Programa de Relaciones con Inversores, que en un ámbito de buena práctica debe estar destinado a comunicar de manera sistemática el conjunto de acciones estratégicas, operativas, organizativas y financieras a los accionistas, inversores potenciales, fundamentalmente institucionales, analistas financieros, agencias de rating, entes reguladores y resto de grupos de interés, empleando cualquier medio, documental, presencial o digital, y preservando los principios de no discriminación y simultaneidad, de tal forma que ninguna audiencia obtenga una ventaja comparativa en el acceso a la información relevante de la compañía, y así contribuir a la formación del precio "justo" de la acción, y por tanto, a la eficiencia del mercado.

Hoy las Relaciones con Inversores condicionan la toma de decisiones de los inversores racionales, así como la calidad y objetividad del trabajo de los analistas de inversión. No es posible, por tanto, disociar la disciplina de Relaciones con Inversores del concepto de eficiencia de

mercado, porque la primera es parte esencial para la consecución de lo que se entiende por un mercado de valores eficiente. En este sentido, es importante subrayar que no es condición suficiente que la información divulgada por la compañía cotizada esté simplemente disponible para los inversores, y en igualdad de condiciones de acceso, sino que además, debe ser completa, actual, difundida con regularidad, y lo que es más importante, tener toda la relevancia necesaria para la correcta interpretación y formación de expectativas, partiendo siempre del supuesto de que se trata de inversores racionales y que tienen plena capacidad para analizar la información disponible. La pregunta, entonces, es si contamos en nuestro mercado con un estándar de práctica homogénea en términos de Relaciones con Inversores por parte de las empresas cotizadas, que nos permita hablar de eficiencia de mercado en sentido global, o más bien de mercados eficientes a nivel particular por compañías. La respuesta a esta pregunta quizás pueda hallarse dando un paseo aleatorio, no por Wall Street como dice Burton Malkiel, sino por los sitios web corporativos para inferir el grado de calidad de la política de comunicación con inversores y analistas de cada compañía, que probablemente tenga una correspondencia con el grado de liquidez y profundidad de los valores respectivos en el mercado.

INFORMACIÓN EFICAZ, OBJETIVA Y FORMACIÓN DE PRECIOS DE MERCADO

En un momento en que se anuncian nuevas salidas a Bolsa, lo que conlleva esfuerzos de comunicación significativos por parte de las compañías que se incorporan a la misma, conviene recordar que disponemos en nuestro país de un mercado de valores organizado que garantiza la eficiencia operativa, y una normativa y regulación de los mercados y de las sociedades de capital que vela por crear las condiciones óptimas para la toma de decisiones de los inversores. En este contexto, las sociedades cotizadas deben tomar conciencia que su papel en el proceso de formación de precios de equilibrio no debe relegarse a la inercia de su mera presencia en el mercado, ni a que las expectativas sobre el valor se deriven exclusivamente de terceras fuentes.

Todo lo contrario, debe existir un diálogo bidireccional con la comunidad de analistas e inversores, proactivo, objetivo y sin sesgo, entre

otras razones para facilitar a los analistas su labor de emitir opiniones independientes como fuente de información relevante y canal de transmisión para los inversores a la hora de la formación de expectativas, de manera que los precios recojan rápidamente la valoración de la información pública y relevante.

El reto para las Relaciones con Inversores está, en definitiva, en generar confianza a los inversores, y minimizar las probabilidades de que éstos tomen decisiones irracionales o guiadas por factores psicológicos, que al final conduzcan a las burbujas que Robert Shiller definía en la *Exuberancia Irracional* como "bucles de retroalimentación positiva", alejándonos de la idea de mercado eficiente que Fama estableció hace ya más de 50 años.

INFORMACIÓN COMPLEMENTARIA

- *Relaciones con Inversores "digitales": el caso del Ibex 35*. Francisco Blanco y Hugo Albornoz. Estudios y Publicaciones BME 2015.
- *Relaciones con Inversores: evolución, tendencias y retos*. Javier Rodríguez Vega. Revista Bolsa 2008.
- *"Los inversores piden transparencia y productos menos complejos"*. Entrevista a Ignacio Cuenca Arambarri, director de Relaciones con Inversores de Iberdrola. Revista Bolsa 2009.
- *Transparencia, confianza y participación*. Iº Foro MEDCAP. Revista Bolsa 2005.
- *El valor estratégico de una buena práctica en Relaciones con Inversores (RR.II.)*. Capítulo 5. Guía de Buenas Prácticas para entidades emisoras del MAB. BME 2010.
- *Las Relaciones con Inversores*. Mª José Sánchez. Revista Bolsa 2000.