



Requerimientos de Información de los Analistas Financieros y Capacidad de Predicción.

Tesis Doctoral

Programa Interuniversitario Finanzas de Empresa
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Autónoma de Madrid.

Doctorando: Manuel López Antón
Director: Prof. Dr. Prosper Lamothe

Índice de Contenidos

	Página
Índice de Tablas	5
Índice de Ilustraciones	7
Índice de Abreviaturas	9
1 Introducción: Situación presente del análisis financiero. Objetivos de la presente investigación	11
a) Objetivo 1: Necesidades de información de los analistas financieros	13
I) Información de los Estados Financieros y Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)	15
II) Factores Intangibles y Estratégicos	23
III) Gobierno Corporativo	30
IV) Stakeholders	40
b) Objetivo 2: Calidad de las Recomendaciones y Capacidad Predictiva	49
1.1 Literatura relacionada y estudios análogos	61
1.2 Teoría de los Mercados Eficientes	64
2 Metodología de la Investigación	73
2.1 Diseño Muestral	81
2.2 Diseño del cuestionario	92
2.2.1 Variables Macroeconómicas	96
2.2.2 Análisis Sectorial y Variables Estratégicas	99

2.2.3	Análisis de Estados Financieros (Fundamental)	102
2.2.4	Análisis Técnico	115
2.2.5	Variables No Financieras y Factores Intangibles	121
2.2.6	Formato Definitivo del Cuestionario	135
2.3	Ejecución de la Encuesta y Recolección de Datos	143
3	Resultados Empíricos	154
3.1	Resultados Univariante	155
3.1.1	Variables Macroeconómicas	159
3.1.2	Variables Sectoriales y Estratégicas	162
3.1.3	Variables de los Estados Financieros	164
3.1.3.1	<i>Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF / IFRS)</i>	170
3.1.4	Indicadores Técnicos	174
3.1.5	Variables No Financieras y Factores Intangibles	175
3.1.6	Otras variables	181
3.2	Resultados Bivariante	183
3.3	Resultados Multivariante	196
4	Capacidad de Predicción de los Resultados Obtenidos. Presentación y Aplicación Empírica del Modelo de Necesidades de Información	202
4.1	El Modelo de Necesidades de Información de los Analistas de Renta Variable en España	203
4.2	Análisis de las compañías: recomendación y capacidad predictiva	206
4.2.1	Análisis Macroeconómico	209
4.2.2	Sector Bienes de Equipo y Construcción. ACS.	215
4.2.3	Sector Consumo. Inditex.	229

4.2.4	Sector Medios y Entretenimiento. Prisa.	237
4.2.5	Sector Energía y Química. Repsol.	247
4.2.6	Sector Servicios Financieros y Seguros. Santander.	256
4.2.7	Sector IT y Telecomunicaciones. Telefónica.	264
4.2.8	Sector Farmacéutico y Salud. Zeltia.	273
5	Conclusiones	284
6	Referencias	312
APÉNDICE		341
I.	Carta a los analistas	
II.	Entrevistas	
III.	Estadística	
IV.	Entidades recogidas por la CNMV	
V.	Anexos Electrónicos	
VI.	Cuestionario	
VII.	Tabla de Múltiplos EV/EBITDA	

Índice de Tablas

	Página
Tabla 1: Instituciones seleccionadas por grupos	88
Tabla 2: Variables Macroeconómicas evaluadas en el cuestionario	98
Tabla 3: Variables de Análisis Sectorial y Variables Estratégicas evaluadas en el cuestionario	101
Tabla 4: Fundamentales y variables de los Estados Financieros evaluados en la encuesta	114
Tabla 5: Indicadores Técnicos evaluados en el cuestionario	121
Tabla 6: Variables No Financieras y Factores Intangibles evaluados en el cuestionario	134
Tabla 7: Analistas contactados	146
Tabla 8: Cuestionarios enviados	147
Tabla 9: Respuestas válidas recibidas	148
Tabla 10: Características de los analistas colaboradores	153
Tabla 11: Ponderaciones de los grupos de variables	159

Tabla 12: Variables Macroeconómicas mejor valoradas	159
Tabla 13: Top 11 – Variables Sectoriales y Estratégicas	162
Tabla 14: Variables de los Estados Financieros mejor valoradas	164
Tabla 15: Puntuaciones de los Indicadores Técnicos	174
Tabla 16: Variables No Financieras y Factores Intangibles mejor valorados	175
Tabla 17: Modelo de Necesidades de Información	206
Tabla 18: Análisis Macroeconómico	215
Tabla 19: Análisis de ACS	225
Tabla 20: Análisis de Inditex	235
Tabla 21: Análisis de Prisa	243
Tabla 22: Análisis de Repsol	253
Tabla 23: Análisis de Santander	261
Tabla 24: Análisis de Telefónica	270
Tabla 25: Análisis de Zeltia	279

Índice de Ilustraciones

	Página
Ilustración 1: Principios relativos al análisis de renta variable europeo	55
Ilustración 2: Recopilación de datos primarios	74
Ilustración 3: Ventajas y Limitaciones de los Distintos Métodos de Encuesta	77
Ilustración 4: Instituciones seleccionadas	87
Ilustración 5: Formato del cuestionario	140
Ilustración 6: Otras Variables	141
Ilustración 7: Consenso de recomendaciones – ACS	227
Ilustración 8: Price Chart – ACS	228
Ilustración 9: Consenso de recomendaciones – Inditex	236
Ilustración 10: Price Chart – Inditex	237
Ilustración 11: Consenso de recomendaciones – Prisa	245
Ilustración 12: Price Chart – Prisa	246
Ilustración 13: Consenso de recomendaciones – Repsol	254

Ilustración 14: Price Chart – Repsol	255
Ilustración 15: Consenso de recomendaciones – Santander	262
Ilustración 16: Price Chart – Santander	264
Ilustración 17: Consenso de recomendaciones – Telefónica	271
Ilustración 18: Price Chart – Telefónica	273
Ilustración 19: Consenso de recomendaciones – Zeltia	280
Ilustración 20: Price Chart – Zeltia	281

Índice de Abreviaturas

abr.	Abreviatura
aprox.	aproximadamente
BPA	Beneficio por Acción
Capex	Capital Expenditures – Gasto en Inmovilizado
CD	Compact Disc – Disco Compacto
CEO	Chief Executive Officer
CFA	Chartered Financial Analyst
CFO	Chief Financial Officer
CLU	Chartered Life Underwriter
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Desv.Tip.	Desviación Típica
EBIT	Earnings before Interests and Taxes
EBITDA	Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization
Ed.	Edición
EEFF	Estados Financieros
EEUU	Estados Unidos
EPS	Earnings per Share (Beneficio por acción)
et. al.	y otros
EUR	Euro
EVA	Economic Value Added (Valor económico añadido)
GAAP	Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados
IASB	International Accounting Standards Board
IASC	International Accounting Standards Committee
IFRS	International Financial Reporting Standards
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
I+D	Investigación y Desarrollo

IT	Information Technologies (Tecnologías de la Información)
Ltd.	Limited
M&A	Mergers and Acquisitions (Fusiones y Adquisiciones)
MACD	Moving Average Convergence Divergence
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
OECD	Org. for Economic Cooperation and Development
Org.	organización
p. ej.	por ejemplo
p.	página
P/E	Price to Earnings Ratio (Ratio Precio/Beneficio)
PGC	Plan General de Contabilidad
PGCE	Plan General de Contabilidad Español
R&D	Research and Development (Investigación y Desarrollo)
s.	y página siguiente
SEC	Securities and Exchange Commission
ss.	y páginas siguientes
TelCo	Telecomunicaciones
TV	Televisión
U.K.	United Kingdom
UE	Unión Europea
US GAAP	Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en los Estados Unidos de América
USA	United States of America
USD	United States Dollar (Dólar Estadounidense)

1 Introducción: Situación presente del análisis financiero. **Objetivos de la presente investigación**

El impacto y la influencia de los analistas financieros en los precios de las acciones de compañías cotizadas en mercados públicos, así como en los inversores, tanto individuales como institucionales, son indudables, y han venido siendo demostrados en numerosas ocasiones¹. Estos analistas, como expertos en el mercado, desarrollan análisis de las compañías que actúan en estos mercados, así como del entorno que las rodea. En base a estos exámenes, publican predicciones sobre la evolución a corto / medio plazo del negocio de la compañía, y ligadas a éstas, recomendaciones de comprar, mantener o vender los títulos cotizados de las citadas empresas.

Estas recomendaciones constituyen importantes inputs de información para los inversores a la hora de tomar decisiones de inversión, por lo que resulta sencillo comprender el importante impacto que estas recomendaciones tienen en ellos, y por ende, en los precios de las acciones. Este impacto parece ser cada vez mayor, debido al creciente número de espacios dedicados a los mercados financieros en prensa, televisión y radio, especialmente en los países más desarrollados, y por tanto con mercados más activos, que provocan que las opiniones de los analistas gocen de una enorme difusión y sean más fácilmente accesibles a un número cada vez mayor de personas.

Sorprendentemente, y tal y como Graham et. al. Señalan, “a pesar del papel que juegan en los mercados financieros, poco se sabe sobre la manera en la que los analistas evalúan la información financiera reportada por las

¹ Existen varias investigaciones sobre este tópico. Algunas de las más recientes son las de Barber et al. (2001), Barber y Loeffler (1993) o Womack (1996). En opinión de Beave, W. H. (1989), los analistas financieros pueden considerarse como un sector industrial, cuyo

empresas, o cómo contrastan la calidad de sus beneficios”² y de esta información en general. En resumidas cuentas y en un sentido mucho más amplio del que señalan estos autores, sí nos resulta chocante lo poco que se conoce sobre la información que utilizan y el ulterior proceso de decisión en el que se apoyan los análisis y recomendaciones de los analistas, máxime conociendo su influencia y, por tanto, sus posibles consecuencias.

En este sentido, el primer objetivo de esta investigación es determinar cuáles son los requerimientos informativos de los analistas financieros para poder emitir recomendaciones de inversión.

Antes de comenzar a ahondar en este objetivo, vamos a aclarar brevemente los conceptos clave de esta investigación:

Por “Análisis Financiero” entendemos aquella información producida por un analista independiente, una compañía de inversión, una institución de crédito, una agencia de rating crediticio o un individuo empleado por una institución, que exprese una recomendación de inversión particular sobre un título o sobre el emisor de este título. Para el propósito de la presente investigación, estos títulos serán exclusivamente de renta variable.

Bajo el concepto de “Analista” o “Analista Financiero” se entienden aquellos profesionales cualificados, con contrastada experiencia, que además publiquen análisis financieros e informes escritos basados en técnicas de análisis económico, estratégico, contable, financiero y no financiero. Nos referimos por tanto a lo que en la literatura estadounidense se denomina “sell-side analyst”.

Por último, el ámbito de esta investigación se circunscribe al análisis financiero de renta variable en España.

factor de producción está constituido básicamente por información financiera y otro tipo de datos, y cuyo producto es el análisis e interpretación de la misma.

a) Objetivo 1: Necesidades de información de los analistas financieros

Profundizando ya algo más en este particular, nuestro 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. En concreto, pretendemos conocer en detalle todas y 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.

En el capítulo 2 de esta investigación se detalla el proceso de diseño de la investigación, pero sí queremos adelantar que nuestra intención es la de profundizar en el uso que los analistas hacen de la información pública de las compañías cotizadas, no ciñéndonos exclusivamente a aquella información que de forma “tradicional” se presupone que emplean los analistas a la hora de examinar las compañías³, sino que nuestra intención es la de conocer todos los inputs existentes en este proceso, ya que consideramos que en el momento en el que nos encontramos, en el que cada vez existen mayores obligaciones de transparencia para las compañías cotizadas y en el que las tecnologías de la información permiten disponer de una cantidad ingente de datos sobre las compañías, existen nuevas dimensiones de información societaria, que hasta el momento probablemente no eran consideradas relevantes desde el punto de vista teórico / académico del análisis financiero, y sobre las que no existen estudios ni investigaciones que las identifiquen y revelen el papel que juegan. Adicionalmente a las exigencias de información desde un punto de vista legal o regulatorio, se añaden nuevas magnitudes que hasta la fecha

² Graham, C.M., Cannice, C.V., y Sayre, T.L. 2002, p.63.

³ ver Capítulo 1.1 sobre literatura relacionada y estudios análogos.

no se consideraban relevantes, o que ni siquiera eran conocidas / identificadas a la hora de medir el valor de una compañía, y cuya importancia está aflorando en los últimos años. Naturalmente, sobre estas nuevas dimensiones, tampoco existen trabajos que las enumeren e indiquen su función en el proceso de análisis financiero.

Creemos firmemente que una vez visto el rol y la influencia de los analistas financieros en los mercados, existe una necesidad de conocer cuáles son las bases sobre las que se asienta su trabajo en el momento actual, considerando estas nuevas perspectivas acerca de la empresa que están surgiendo o bien son facilitadas por los nuevos desgloses de información que se vienen exigiendo en los últimos años e incluso meses. Asumimos como reto de cara a esta investigación el identificar estas bases del trabajo de los analistas, entendidas como las necesidades de información que manifiestan, de cara a su labor de análisis.

De este primer objetivo de la presente investigación y de la consiguiente obtención de la lista completa de variables empleada por los analistas con sus respectivas ponderaciones, que de por sí constituye una meta muy ambiciosa y novedosa, se abren además varias vías a nuestro juicio muy interesantes, que van a permitir que este trabajo aborde una serie de subobjetivos de gran actualidad, y que se encuentran muy vinculados con el primero. Así, podemos distinguir los siguientes cuatro subobjetivos, entendidos como subgrupos de información financiera sobre los que consideramos muy relevante profundizar y obtener un mayor entendimiento acerca del papel que juegan en el análisis financiero. Estos subgrupos deben a nuestro juicio formar parte de las necesidades de información de los analistas, y se explican a continuación por el siguiente orden: Información de los Estados Financieros y Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), Factores Intangibles, Gobierno Corporativo y Stakeholders.

Estas tipologías de información financiera constituyen una serie de dimensiones de análisis que despiertan nuestro interés especialmente, ya que consideramos que son particularmente relevantes en el momento actual, tanto desde una óptica regulatoria como desde una perspectiva de transparencia empresarial, por lo que vamos a hacer especial hincapié en conocer dentro del conjunto de necesidades de información, cómo evalúan los analistas la información contenida en estos citados subgrupos de variables de cara a su labor.

l) Información de los Estados Financieros y Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)

La afirmación de que la contabilidad (las variables de los Estados Financieros) ocupa sin duda un papel principal en la labor de los analistas financieros y para la formación de precios en los mercados de valores, no es un tópico nuevo ni mucho menos, ya que ha sido estudiado por numerosos autores desde varias perspectivas. A este respecto, sirvan como ejemplo los trabajos de Ball y Brown (1968), Beaver (1968) y Giner (2001), con el objetivo principal enfocado en estudiar la relación entre la información contable y los niveles de precios o rentabilidades de los títulos en el mercado, que sientan una base muy sólida en este sentido. Los resultados de estos autores, entre muchos otros, nos permiten afirmar que la información contable contribuye a explicar la formación de precios desde una perspectiva a largo plazo (estudios de valoración), y de forma algo más modesta a corto plazo (estudios de contenido informativo). Además, con la aparición de modelos de valoración como el de Feltham y Ohlson basados en datos contables, el auge del análisis fundamental es aún mayor⁴. No obstante, de los resultados de los citados trabajos también se extrae la

⁴ Ver Reverte Maya, C. (2002).

conclusión de que esta explicación de la formación de precios dista mucho de ser completa de por sí, y que existen aún algunos interrogantes respecto a esta formación de los precios en el mercado que no quedan cubiertos únicamente a través de la información contable, entre los que cabe destacar el incumplimiento de la hipótesis de eficiencia del mercado, el comportamiento de los analistas con respecto a la información contable, y la llamada “gestión de resultados”⁵.

En cuanto al incumplimiento de la hipótesis de eficiencia del mercado⁶, una de las razones apuntadas es la existencia de “otra información” no incorporada en los modelos empleados⁷. El contenido informativo de las variables que componen esta “otra información” ha sido sugerido aunque poco estudiado en la literatura contable⁸. Así, Lev y Thiagarajan (1993), O'Brien (1994), o anteriormente Chen et al (1986), estudian el efecto de algunas variables macroeconómicas sobre las rentabilidades de las acciones, y los resultados apuntan a que algunas de estas variables influyen de manera significativa en la evolución de los resultados y predicciones de los analistas, sin ir más allá en su explicación. No existen sin embargo aportaciones que arrojen datos más concretos sobre las variables que componen esa “otra información”, ni que vayan más allá del estudio de factores cuya influencia parece lógica a priori, como ocurre con las ya citadas variables macroeconómicas. En los siguientes apartados explicaremos cómo pretendemos abordar el acercamiento a esta “otra información”.

De cualquier forma, las variables de los estados financieros deberían constituir un input indispensable para los analistas financieros de renta

⁵ ver por ejemplo Beaver, W.H. (2002)

⁶ la Hipótesis de Eficiencia de los Mercados será explicada de forma detallada en el capítulo 1.2 de esta investigación

⁷ y que será abordada en esta investigación, de forma exhaustiva, a diferencia de lo realizado hasta ahora por otros autores (ver capítulo actual y capítulo 1.1)

⁸ y de manera muy limitada a aspectos puramente tangibles y tradicionales, al contrario de lo que pretende esta investigación.

variable, por lo que en primer término, trataremos de ver a través de nuestra investigación cuáles son las Variables de los Estados Financieros que los analistas emplean para su análisis, así como la importancia que otorgan a estas variables dentro del conjunto total de información de la que hacen uso.

En lo relativo a la llamada “gestión de resultados”, y como ya hemos comentado anteriormente, los recientes escándalos financieros o corporativos de Enron, WorldCom, Global Crossing, Parmalat, etcétera, han puesto de manifiesto que la Contabilidad puede emplearse con fines poco éticos con el objetivo de engañar a los usuarios de la información contable, especialmente a los inversores, y alterar la asignación óptima de recursos en los mercados de valores, así como su correcto funcionamiento. A esto se une que el requisito de independencia del auditor en el desarrollo de su función de garante del cumplimiento del requisito de imagen fiel de la información financiera ha quedado en entredicho tras los anteriores escándalos por conflictos de intereses.

El resultado de todo ello ha sido la pérdida de credibilidad y confianza de los inversores en la información financiera suministrada en los mercados, así como de los mecanismos de control de la misma, y en concreto de los auditores. Los mercados dejaron de creer en la información financiera, o al menos eso se decía en pleno estallido de los escándalos a los que nos hemos referido.

Por ello, el sistema de información contable europeo actual está experimentando los cambios más dramáticos de toda su historia, no sólo en un intento de recuperar y fortalecer su importancia en los mercados de valores sino para apoyar el desarrollo de un mercado europeo de servicios financieros competitivo, y para cumplir la demanda de un sistema de información financiera de calidad en un entorno económico caracterizado por la globalización e internacionalización de los mercados financieros.

Así, y con el objetivo de acabar con la situación de desconcierto y falta de confianza que se vivió, y que aún permanece vigente en el sistema de información contable, se han adoptado en nuestro país recientes medidas legales para reforzar la independencia de los auditores (Ley 44/2002, reforma del sistema financiero), para mejorar la transparencia de la información financiera (Ley 26/2003, de transparencia), y para adaptar nuestro derecho contable a la nueva estrategia contable de la Unión Europea (Ley 62/2003 de acompañamientos).

El último paso, como es bien conocido, es que el ejercicio del año 2004 ha sido el último en el que las compañías españolas cotizadas en Bolsa presenten sus estados financieros consolidados según los principios del PGC 1990, ya que la promulgación del Reglamento Europeo 1606/2002 aprobado en 2003, obliga a las citadas empresas a preparar sus cuentas anuales consolidadas según Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF, IFRS en inglés), emitidas por el International Accounting Standards Board, IASB⁹, a partir de 1 de Enero de 2005. Las NIIF (o IFRS) incluyen todas las normas e interpretaciones adoptadas por el IASB (International Accounting Standards Board):

- a) IFRS (International Financial Reporting Standards) ó, en castellano, NIIF (Normas Internacionales de Información Financiera).
- b) IAS (International Accounting Standards) ó, en castellano, NIC (Normas Internacionales de Contabilidad).
- c) Interpretaciones emitidas por el IFRIC (International Financial Reporting Interpretations Committee), o por el antiguo SIC (Standards Interpretations Committee), y adoptadas por el IASB.

Estas NIIF nacen con una vocación más próxima a los sistemas contables anglosajones, lo que se traduce en que se refuerza el contenido de la

memoria, se incorporan nuevos estados financieros como el estado de flujos de tesorería (o cash-flow) y el de cambios en el patrimonio neto, y cuyo objetivo es facilitar la toma de decisiones de los usuarios de la información financiera, especialmente de los inversores. Se pretende por tanto una mejora de la comunicación con los analistas y con los potenciales inversores como consecuencia de una mayor comparabilidad de la información financiera y, en todo caso, la consecución de una mayor transparencia¹⁰. La aplicación de las NIIF debiera además permitir una reducción en los costes de obtención de capital y un mayor acceso a las fuentes de financiación como consecuencia de las mayores facilidades que otorgan de cara a las emisiones de capital en mercados transnacionales, y a identificar oportunidades de inversión.

Sin embargo, esta iniciativa, que responde a las necesidades de armonización y comparabilidad contable en la Unión Europea, supone la transición hacia un nuevo sistema contable que no sólo presenta notables diferencias de reconocimiento y valoración respecto a la normativa española, sino que supone un cambio radical en los procesos y prácticas contables de profesionales y empresas. Este hecho impacta a los usuarios de la información, pero más aún a las compañías, que tienen que interiorizar los nuevos principios contables y formar a su personal, ya que existen dudas sobre el nivel de conocimiento de las NIIF de las compañías españolas, con el considerable riesgo que esto entraña, y las consecuentes dudas que esta situación puede plantear a los analistas financieros¹¹.

En cuanto a los cambios respecto a la normativa contable vigente hasta 2005 en España, en primer lugar destaca la valoración de numerosas partidas de los estados financieros a valor razonable o “fair value”, cambio

⁹ El IASB es un organismo profesional e independiente con sede en Londres cuyo objetivo es emitir normas contables de alta calidad que sea útil para sus usuarios en la toma de decisiones económicas de inversión y financiación.

¹⁰ Ver KPMG (2001), p. 1

¹¹ ver Price Waterhouse Coopers (2002).

que va a modificar radicalmente el aspecto de los balances de numerosas compañías, además de aumentar la volatilidad de las magnitudes afectadas:

Este criterio exige realizar una valoración de determinados activos y pasivos a precios de mercado, lo que introduce un elemento de volatilidad que no existía según el criterio del precio de adquisición o coste histórico (Spanish GAAP)¹². Las cifras de Patrimonio Neto y Resultados también se ven impactadas por este cambio contable¹³, ya que afecta a las amortizaciones y a los resultados extraordinarios, que pasan a formar parte de la explotación. También pueden verse impactados los Fondos Propios por los cambios en la contabilización de determinadas reservas y en las acciones propias. Otros impactos fuertes a destacar son los provocados por los cambios en la contabilización de Instrumentos Financieros (también relacionado con el principio de “fair value”), Impuestos Diferidos y Planes de Pensiones.

Otra cuestión que ha añadido polémica a la adopción de las NIIF ha sido la problemática discusión y revisión de las IAS 32 y 39 sobre instrumentos financieros derivados, durante la que se ha puesto de manifiesto la distancia que existe entre los miembros del IASB y la realidad empresarial y contable de las compañías, debida probablemente a la composición del propio IASB, y que ha suscitado que numerosas organizaciones pidan la inclusión en el mismo de representantes de la banca, de las aseguradoras y de los empresarios individuales¹⁴.

A lo anterior se añade el hecho de que las NIIF dejan numerosos aspectos abiertos a la interpretación, dejando incluso libertad a la hora de elegir un formato de presentación de cuentas anuales, algo impensable con el

¹² Ver Peek, E. (2001). El autor concluye que los cambios contables que sustituyen el valor corriente por el valor histórico, y los que favorecen la capitalización frente al gasto, mejoran la capacidad de predicción de los analistas. Estos cambios serían los contrarios de los que conlleva la normativa NIIF.

¹³ Ver Price Waterhouse Coopers (2002), p. 19.

¹⁴ Ver Masquelier, F. (2004).

PGCE¹⁵, y que es incluso una norma más laxa que US GAAP¹⁶. La ambigüedad y falta de obligatoriedad de las normas contables están inversamente relacionadas con la precisión de las predicciones de los analistas, como ha podido contrastarse en numerosos estudios, entre los que quizás destaque el de Hope (2002)¹⁷ y no faltan voces que discrepan sobre este cambio en la contabilidad de las sociedades cotizadas¹⁸.

Por todo ello, consideramos que los analistas financieros deben estar sufriendo los primeros impactos de estos cambios en la actualidad, ya que 2005 ha sido el primer ejercicio en el que las compañías reportan bajo NIIF, y por tanto es también el primer ejercicio en el que los analistas se enfrentan al proceso de análisis de los Estados Financieros de las compañías, presentados con la nueva configuración y bajo los nuevos principios¹⁹. Pretendemos por tanto obtener respuestas del colectivo objeto de estudio, acerca del impacto de las NIIF en sus necesidades de información. Este será por consiguiente otro subobjetivo que se abre a partir del primer objetivo principal.

¹⁵ Ver Jardón, J. (2005)

¹⁶ según análisis de Davis-Friday, P. y Rueschhoff, N. (1998) o Rueschhoff, N. (2002), las NIIF dejan mayor libertad en la contabilización de costes de desarrollo, propiedad planta y equipo, o activos intangibles.

¹⁷ Ver Hope, O-K. (2002), p. 2 o Kothari, S. P. (2000).

¹⁸ Sin ir más lejos, la propia Comisión Aldama en su informe final indica que „los principios tradicionales de contabilidad basados en la prudencia valorativa no deberían ser abandonados a favor de unos valores de mercado o valores razonables, resultado siempre de apreciaciones subjetivas y sometidos a fuertes oscilaciones. Los acontecimientos que se han producido en los Estados Unidos demuestran que los estados financieros elaborados de acuerdo con los nuevos criterios pueden dejar de ser guías de acción eficaces para los gestores e indicadores fiables para los inversores. La Comisión basa su preocupación en el hecho probado de que las empresas europeas se han mantenido en gran medida ajenas a los problemas financieros norteamericanos precisamente por no haber adoptado los nuevos principios contables que ahora se van imponiendo también en la Unión Europea. Por otra parte, la volatilidad propia de los valores de mercado, o valores razonables, puede ser incompatible con la seguridad, claridad y confianza que los balances empresariales deben suministrar a los mercados.

¹⁹ Debe tenerse en cuenta que los estados financieros correspondientes al ejercicio 2005 han sido publicados en la primera mitad de 2006, y son los que se han tomado como base para los análisis y recomendaciones de inversión emitidas por los analistas a lo largo del año.

En resumen, a través de las respuestas de los analistas relativas a las cuestiones descritas en este punto, pretendemos 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 veremos además si perciben que el cambio normativo es positivo, y también conoceremos hasta qué punto las empresas y los propios analistas conocen en profundidad y han asimilado las nuevas normas²⁰.

Consideramos que deberían haberse producido cambios en los procedimientos de análisis del colectivo investigado, ya que como hemos visto, algunos aspectos muy significativos de la contabilidad que hasta ahora se practicaba en España se ven modificados, con lo que la composición de las variables a analizar cambia, y con lo que se rompen las series temporales de datos a efectos comparativos y predictivos. Personalmente, consideramos 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 cambios en la forma de analizar las compañías que se venía practicando hasta ahora. Otros cambios palpables que creemos 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. De hecho, si buscamos

²⁰ Cardona (2004) subraya como a finales del ejercicio 2004 muchas empresas y mucho analistas reconocen no sentirse familiarizados con las NIIF, ya que el 40% de estos asegura no tener conocimientos suficientes y otro 69% afirma no haber recibido formación alguna.

referencias que avalen estas hipótesis, numerosos estudios señalan que los cambios en las prácticas contables afectan de manera muy significativa a la capacidad de previsión de los analistas financieros²¹, y por otra parte muchos autores han discrepado de la utilidad y necesidad de la armonización contable²², por lo que esperamos poder concluir, en el caso de que existan cambios en las necesidades de información, si estos se perciben como positivos, y si aportan mayor o menor capacidad predictiva a los analistas financieros.

Naturalmente, el impacto de las NIIF es extensible a otras variables además de las puramente contables, de las que se también se ocupa esta investigación, como es el caso de algunos factores intangibles, y que vamos a abordar a continuación.

II) Factores Intangibles y Estratégicos

El siguiente de los subobjetivos que surgen a partir del objetivo primario de identificación de variables individuales que reflejen las necesidades de información de los analistas, es el de ayudar a los inversores a valorar si los procedimientos empleados por los analistas son sólidos y fiables como base de una decisión de inversión. Para ello, creemos que es de gran importancia discernir si el análisis es todo lo completo que entendemos que debe ser. En concreto, consideramos que existen factores además de los citados epígrafes de los Estados Financieros, o los muy extendidos y de sobra conocidos análisis Macroeconómicos o Técnicos, que los analistas deben incluir para valorar una empresa de forma global y exhaustiva: Estos aspectos son los intangibles y estratégicos. Adicionalmente, y en línea con

²¹ Ver como ejemplos Hope (2002) o Peek (2000).

²² Véanse como algunos ejemplos Choi, F. (1991), Levich, R. (1991), Goeltz, R. K. (1991) y Tang, Q. (1994).

este argumento, cabe señalar que organizaciones como el IASC y el IOSCO estadounidenses también muestran su convencimiento sobre la importancia de estos factores²³.

Por tanto, una posibilidad de investigación que se abre a partir de la inquietud por conocer las necesidades de información de los analistas financieros, y que nos resulta especialmente atractiva, es la de conocer hasta qué punto se incluyen por parte de los analistas en sus estudios una serie de variables de creciente importancia desde la perspectiva académica y de la literatura financiera, a la hora de analizar la evolución de un negocio, como son los activos intangibles y las variables estratégicas²⁴.

Profundizando en el porqué de nuestro énfasis a la hora de tener en cuenta los **activos intangibles**, hay que comenzar resaltando que ya desde mediados del siglo pasado se vislumbra que las empresas se encuentran en un entorno económico en el que la innovación, el conocimiento, la creatividad y las nuevas tecnologías son la principal fuente de crecimiento. Si en la economía industrial los recursos tangibles eran la clave del éxito, la era del conocimiento destaca por el papel de los recursos intangibles como fuente de ventaja competitiva. 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

²³ Ver Zarzeski, M. et al. (1998).

²⁴ la creciente importancia de estos aspectos se refleja claramente en los esfuerzos de la SEC para regularlos, una corriente que se inició hace ya algún tiempo en EEUU con la publicación del Informe Jenkins, auspiciado por el American Institute of CPAs, cuyas líneas generales se resumen en el artículo de Noll y Weigandt (1997). También se puede observar en estudios recientes como el de Delahoussaye, M., Ellis, K y Bolch, M. (2002) entre otros.

de las compañías²⁵, 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.

De hecho, y a pesar de la creciente importancia de los intangibles como determinantes básicos del éxito empresarial, y fuente de ventaja competitiva en la nueva economía basada en el conocimiento, lo cierto es que la mayor parte de los sistemas contables vigentes, cuentan con criterios de reconocimiento muy conservadores que, debido a las particularidades de los intangibles, impiden su registro como parte del patrimonio empresarial.

Sí es cierto que la aplicación de las NIIF supone un aumento considerable de la información a revelar en las cuentas anuales, ya que aunque en el PGC español de 1990 se regula la información a suministrar en la memoria, éste no recoge de forma tan detallada el tipo y el contenido de la información que las empresas tienen que revelar sobre las distintas partidas patrimoniales, y en concreto sobre los activos intangibles: Ambos sistemas contables coinciden en la obligación de informar sobre las políticas o criterios contables aplicados en el caso de los activos intangibles (Nota 4ª de la memoria del PGCE sobre “Normas de valoración”), así como a incluir en la memoria una conciliación de los saldos al principio y al final del ejercicio para cada una de las categorías de intangibles, separando los adquiridos de los internamente generados (Nota 6ª de la memoria del PGCE sobre “Inmovilizado Inmaterial”). No obstante, la normativa internacional, obliga a recoger información sobre aspectos más concretos relacionados con los activos para los que se ha adoptado el tratamiento alternativo de

²⁵ Muchos autores apoyan esta opinión, ver p.ej. Lev, B. y Zarowin, P. (1999), que además demuestran que factores como una fuerte intensidad de la actividad de I+D de una empresa hacen que la información que transmiten los Estados Financieros sea menor. Otros autores como Boone y Raman (1997) demuestran que cambios en la intensidad de la actividad de I+D de una empresa provocan aumentos del spread oferta-demanda, así como mayor volatilidad en los precios de los títulos de la misma. Otros artículos como el de Ramírez

revalorización, los activos con una vida útil indefinida, los activos intangibles adquiridos a través de subvenciones gubernamentales, los desembolsos capitalizados o no en investigación y desarrollo, y en definitiva, de cualquier activo intangible cuyo valor alcance un importe significativo respecto a la totalidad del patrimonio de la empresa (NIC 38). Asimismo, y de acuerdo con la importancia que las normas internacionales atribuyen a la información cualitativa como complemento de la cuantitativa, se recomienda informar sobre todos aquellos intangibles que no aparecen como parte del patrimonio empresarial al no cumplir con las condiciones necesarias para su reconocimiento.

Sin embargo, y en línea con la naturaleza del aumento de información que conllevan las NIIF, a pesar de las numerosas propuestas procedentes del mundo académico (sirvan como ejemplo Lev y Zarowin, 1999 y Høegh-Krohn y Knivsflå, 2000), lo cierto es que la tendencia de los organismos reguladores parece apuntar hacia la ampliación de la información tanto cualitativa como cuantitativa recogida en la memoria, más que a la adopción de criterios de reconocimiento más flexibles²⁶. Es probable que se deba en parte a este motivo la pérdida de relevancia de la información contable observada por algunos de los autores citados²⁷, especialmente acusada a partir de la segunda mitad de los noventa, y en sectores industriales con una creciente inversión en innovación e intangibles, tanto en el sistema contable estadounidense, como en Europa, y característicamente en aquellos países que cuentan con un sistema contable de estilo anglosajón (al que nos acercamos cada vez más con las NIIF).

Alesón (2004) señalan la incidencia de los intangibles en la internacionalización de una empresa.

²⁶ A pesar de que las NIIF buscan solucionar esta cuestión, los requisitos que exigen para poder reconocer los intangibles como parte del patrimonio de una sociedad son algo ambiguos. En particular, la exigencia de que pueda medirse con suficiente fiabilidad el valor del activo, representa el principal obstáculo para el reconocimiento de la mayor parte de los intangibles de la empresa y, en especial, de los generados internamente. Los autores citados apoyan la capitalización de las inversiones en intangibles para evitar la comentada separación entre gastos e ingresos desde la óptica contable, que es lo que según dichos autores, está generando desconfianza y declive en el uso de la información de los estados financieros.

Estas propuestas de cambio lanzadas desde el mundo académico y profesional no han conseguido su objetivo, ya que es patente que en los últimos años, los organismos reguladores internacionales, y en concreto el FASB y el IASB, han aprobado propuestas de cambio moderadas, y han seguido manteniéndose en una línea conservadora, especialmente acusada en el tratamiento de los activos intangibles internamente generados. En realidad, son cada vez más el número de empresas que, conscientes de la relevancia informativa de los intangibles, se han anticipado a las propuestas de los organismos reguladores y, de forma voluntaria, ofrecen información sobre capital intelectual en sus cuentas anuales.

Por tanto, nuestra motivación en este aspecto es la de ver cómo valoran los analistas esta información a nuestro juicio tan relevante²⁸, lo que nos permitirá concluir por una parte si los analistas toman en consideración estos factores, que repetimos una vez más, consideramos claves en las perspectivas futuras de una empresa, y por otra parte, de confirmarse lo anterior, si estas magnitudes deberían tener 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.

En este sentido, y a modo de ejemplo ilustrativo, en línea con el citado escaso reflejo de los factores intangibles en la información financiera, encontramos que a raíz de la aplicación de las citadas NIIF los gastos de investigación ya no pueden capitalizarse. Con este cambio, el principio de correlación de ingresos y gastos parece romperse, el reflejo de las actividades de investigación es nulo en las Cuentas, y estos gastos simplemente se reflejan a modo de desglose adicional en la Memoria. Siguiendo con este ejemplo concreto, de resultar a través de esta

²⁷ Ver Lev, B. y Zarowin, P. (1999) o Høegh-Krohn, N. E. y Knivsflå, K. H. (2000),

investigación que este factor en particular es considerado como muy importante por los analistas, los responsables de las empresas tendrán un punto de atención y procurarán al menos ofrecer un mayor reflejo del mismo en la información que transmitan al mercado. Así, probablemente harán un mayor hincapié a la hora de detallar este concepto en las notas a los Estados Financieros. 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, enlazando de nuevo con el ejemplo anterior, 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 como hemos visto anteriormente. Veremos si los analistas reflejan comentarios acerca de si ha variado la importancia otorgada a estas variables a raíz de la nueva

²⁸ Las variables consideradas en este sentido y el porqué de su inclusión y selección, se detallan en los capítulos 2.2.2 y 2.2.5

normativa contable, y además veremos si estos cambios se reflejan en la valoración de las mismas.

Las **variables estratégicas** constituyen otro aspecto que consideramos muy relevante 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.

Nuestra intención en definitiva, es ver si los analistas financieros de renta variable consideran todos estos factores tan relevantes como lo son desde nuestro punto de vista.

III) Gobierno Corporativo

Los anteriormente comentados casos Enron, Worldcom, Parmalat, Xerox, Tyco, Vivendi Universal, Global Crossing, Boeing, Adelphia, Dynegy..., son sólo los ejemplos más relevantes y destacados de una lista que cada día engrosa sus filas con nuevos y desafortunados escándalos, que se traducen en las consabidas pérdidas de confianza de los mercados hacia la información transmitida por las empresas, y derivadas de la mala o fraudulenta gestión de los directivos y administradores de las compañías. Esta escandalosa pero cercana realidad, ha provocado que se busquen soluciones a nivel global que permitan aumentar el nivel de control sobre el management de las compañías y los consejos de administración, y especialmente sobre aquellos que adolecen de valores éticos y morales, y que fortalecidos por el conocimiento de la información y el tráfico de influencias, satisfacen sin escrúpulos su afán por el enriquecimiento personal frente a las metas de la compañía, y por tanto de sus accionistas²⁹. Casos como el de la petrolera Shell y sus maniobras contables con las reservas ponen de manifiesto, tal y como apunta Manuel Conthe³⁰, la dificultad de que “se desvelen prácticas contables agresivas cuando quien las inspiró ejerce todavía el poder”.

Tras estos comportamientos irregulares se encuentra sin duda la problemática que sintetiza la moderna Teoría de la Firma³¹: Un aspecto fundamental del problema de agencia es la estructura de propiedad de la empresa. Cuanto mayor sea la dispersión del capital, mayor será la separación entre propiedad y control, y mayores serán los problemas potenciales de riesgo moral que derivan en la apropiación indebida de

²⁹ Existen numerosas referencias sobre la materia, principalmente en Estados Unidos, como por ejemplo Gray, K. R. (2005) o Markham, J. W. (2005).

³⁰ Presidente de la CNMV entre 2004 y 2007.

recursos por parte de la gerencia y en comportamientos gerenciales no óptimos que se alejan de los objetivos accionariales. Por ello, la regulación de las prácticas de gobierno empresarial es más imperiosa para las sociedades cotizadas en mercados de valores, particularmente para aquellas que tienen un mayor porcentaje de acciones de libre circulación (free float)³².

El concepto “buen gobierno corporativo”, más allá de ser considerado un tema de moda, surge como respuesta a esta búsqueda de soluciones, y tiene como fin el 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 de las compañías.

Hoy más que nunca, en que las empresas enfrentan los retos de un mundo globalizado, y en el que se ha constatado la rápida repercusión de cualquier escándalo a nivel mundial, es de vital importancia que éstas cuenten con un buen gobierno corporativo. Los riesgos asociados a un gobierno corporativo inadecuado o pobre en las empresas son tan reales y preocupantes, que en los últimos años se vienen desarrollado en muchos países alrededor de todo el mundo un número considerable de reglas, códigos de mejores prácticas, políticas y alineamientos sobre el tema, y se organizan conferencias y foros internacionales proponiendo maneras y técnicas de medir racionalmente los riesgos inherentes al mismo.

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

³¹ ver Berle A. A. y Means G. C. (1932), Jensen M.C. y Meckling, W.H. (1976), Fama, E.F. (1980), y Fama, E.F. y Jensen, M.C. (1983).

³² Dentro de la estructura de propiedad de la empresa, la existencia de inversores institucionales tiene gran importancia puesto que éstos asumen el papel de propietarios tradicionales de la empresa y ejercen un control más directo sobre los gerentes, reduciendo el problema de agencia.

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 ó 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.

Por todas estas razones, creemos que resultará muy interesante de cara a nuestra investigación poner especial atención en conocer cómo evalúan los analistas financieros las compañías en función de su grado de cumplimiento de las directrices de buen gobierno corporativo.

Para entender el concepto en mayor detalle, vamos a profundizar brevemente en el estado de la cuestión en nuestro país para dar una idea de lo que se entiende como mejor práctica en lo que al buen gobierno se refiere, así como para distinguir los conceptos que se encuentran regulados y los que se articulan a través de recomendaciones de aplicación voluntaria.

El buen gobierno corporativo se basa en principios lógicos, y que no deben ser entendidos simplemente como un código de ética, sino que tienen que

contener procedimientos claros que comprometan a la organización, de acuerdo a estándares internacionales emitidos a raíz del acuerdo de Basilea II y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)³³. Estos estándares se dirigen en general a recomendaciones sobre la estructura organizativa de la compañía para evitar concentraciones de poder, división de funciones para evitar conflictos de interés, valores corporativos, correcta administración de riesgos, y flujos de información adecuados (transparencia y fiabilidad de la información).

En concreto, centrándonos en España, la normativa relativa al buen gobierno ha evolucionado de forma paralela al proceso internacional e incorpora normas tanto globales, como específicas de las instituciones reguladoras nacionales.

Los países pioneros en cuanto a regulación del buen gobierno son los Estados Unidos, donde en 1978 ya existían unos *Principles of Corporate Governance*, mientras que en el Reino Unido, ya en 1991 se elaboraron dos documentos de cumplimiento voluntario que contenían recomendaciones en este sentido, aunque la aportación más significativa sería el Informe Cadbury en 1992, que es de obligado cumplimiento. Más recientemente, la Comisión Europea hace suya la preocupación por los problemas de regulación de la estructura de gobierno de las sociedades, y en noviembre de 2002 hace público el conocido como Informe Winter, que exige la máxima transparencia a las empresas, aunque no se pronuncia expresamente sobre la conveniencia de que las reformas propuestas se lleven a cabo a través de reformas legislativas o de reglas de adopción voluntaria por parte de las empresas.

El primer paso hacia la regulación del buen gobierno corporativo en nuestro país se produce con la reunión del Consejo de Ministros celebrada el 28 de febrero de 1997, que acordó la creación de una Comisión Especial para el

³³ ver Cano, M. A. y Castro, R. M. (2003).

Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades, compuesta por diez miembros y presidida por el Catedrático de Derecho Mercantil Manuel Olivencia. El resultado de esta comisión sería conocido como “Código Olivencia”, publicado el 26 de febrero de 1998, y que se dirigía a las sociedades cotizadas.

El Informe culminaba, tras un estudio detallado de los aspectos más relevantes del gobierno corporativo, con 23 recomendaciones principalmente dirigidas al consejo de administración, de las que cabría destacar las siguientes:

- El Consejo de Administración debe estar integrado por un número razonable de Consejeros independientes, mayor frente a los Consejeros ejecutivos y desvinculados de las tareas ejecutivas.
- El Consejo debería estar integrado por un número de Consejeros entre cinco y quince y dirigido por una única figura, ya sea el Presidente Ejecutivo o el Consejero Delegado.
- En el seno del Consejo habrán de constituirse Comisiones Delegadas de control compuestas exclusivamente por Consejeros externos, en materia de auditoria, nombramientos, retribuciones y cumplimiento de las recomendaciones del Código.
- La retribución de los Consejeros habrá de ajustarse a criterios de moderación, transparencia y relación con los rendimientos de la sociedad.
- El Consejo deberá vigilar las situaciones que puedan poner en riesgo la independencia de los auditores de la sociedad.

La comisión encargada de la elaboración del Informe Olivencia optó por permitir el cumplimiento voluntario de las recomendaciones del Código de buen gobierno incluido en el mismo. Sin embargo, el hecho de optar por el modelo de adopción voluntaria del Código ha posibilitado que las empresas

hayan hecho interpretaciones dispares, generándose una cierta relajación en el cumplimiento³⁴.

Tras cuatro años de aplicación paulatina, aunque no siempre exhaustiva, se identifica la necesidad de introducir cambios más drásticos y de obligado cumplimiento, que comienzan con la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero³⁵, con la que se regula un comité de auditoría para las sociedades cotizadas, compuesto mayoritariamente por consejeros independientes, y se refuerzan los mecanismos para la efectiva independencia de los auditores externos. Los cambios normativos continúan con la Ley de Transparencia de 2003³⁶, que surge a raíz de las conclusiones de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y la Seguridad en los Mercados Financieros y Sociedades Cotizadas (también conocida como “Comisión Aldama”), cuya constitución acordó el Consejo de Ministros en su reunión del 19 de julio de 2002.

Dicha Comisión debía analizar la situación actual y hacer un análisis de las medidas y reglamentaciones existentes en los Estados Unidos y en la Unión Europea. La Comisión, a modo de conclusiones, consideró fundamental el principio de la transparencia para el correcto funcionamiento de los mercados financieros, lo que implica que se transmita al mercado toda la información relevante para los inversores, que la información que se transmita sea correcta y veraz, y que ésta se transmita de forma simétrica y equitativa y en tiempo útil. Además, el informe final de la Comisión ponía de manifiesto en sus conclusiones, sin perjuicio de que el conjunto de medidas propuestas se situaran como recomendaciones dirigidas ante todo a las propias empresas en el ámbito de la autorregulación, la conveniencia de un soporte normativo en el ámbito del fomento de la transparencia, con mandatos cuyo cumplimiento no dependiera sólo de la libre y voluntaria determinación de las propias empresas, lo que dio lugar a la citada Ley

³⁴ Ver García Osma, B. y Gill de Albornoz Noguera, B. (2002).

³⁵ Ley 44/2002

26/2003 y a un desarrollo posterior mediante Orden Ministerial. A través de la misma, se obliga a las compañías cotizadas a hacer público con carácter anual un informe de gobierno corporativo y publicarlo en una página web, aunque se deja en manos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) el desarrollo definitivo de esta normativa.

En 2004, el organismo supervisor del mercado de valores hizo pública la circular con los contenidos que deben aparecer en el informe, aunque se puso de manifiesto que no planteaba grandes novedades respecto a los documentos que las compañías ya facilitaban en años anteriores a sus accionistas junto a la memoria. De hecho y por mencionar tan sólo un ejemplo, en el informe de gobierno corporativo publicado por Santander Central Hispano en 2002 (cuando aún no era obligatorio) aparecen detalles más desarrollados que los exigidos por el organismo supervisor³⁷. Este hecho puede hacer que la normativa española sobre buen gobierno pueda parecer insuficiente de cara a disipar las dudas sobre la credibilidad empresarial.

Como último hito, en julio de 2005, el Gobierno, a través del Ministerio de Economía, hace el encargo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de armonizar y actualizar las recomendaciones de los Informes Olivencia y Aldama sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas.

A tales efectos, se constituye un Grupo Especial el 16 de septiembre de 2005, formado por expertos independientes, que asesorarían a la CNMV en esta tarea. Como resultado, la CNMV hace público el 18 de Enero de 2006 un borrador del Proyecto de Código Unificado de Recomendaciones sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, mediante la presentación del Proyecto en las cuatro Bolsas españolas y un procedimiento de consulta. El objetivo perseguido es que antes del 31 de marzo el Grupo apruebe la

³⁶ Ley 26/2003

³⁷ Ver Pozo, R. (2004).

versión definitiva de sus Recomendaciones para que, acto seguido, la CNMV las envíe al Gobierno para su estudio y posterior aprobación.

El organismo supervisor elabora este código unificado de cara a fortalecer las normas existentes en lo que a Buen Gobierno se refiere, y dispar así cualquier duda o atraso en relación con países de nuestro entorno. El documento se circunscribe a una serie de recomendaciones sobre gobierno interno a las compañías cotizadas en Bolsa, sin entrar en temas de responsabilidad corporativa. Estas recomendaciones son de carácter voluntario, y simplemente se han actualizado aquellas procedentes de los Códigos Olivencia y Aldama, incorporando recomendaciones internacionales surgidas con posterioridad (de la Comisión Europea y del Comité de Supervisores Bancarios de Basilea), principalmente en lo relativo los consejos de administración, retribuciones y derechos de voto.

Al hacerse público el documento, numerosos expertos emiten sus juicios, siendo en general el sentimiento transmitido que el Proyecto de Código Unificado no deja de ser un lavado de cara de los anteriores, sin incorporar grandes novedades, ya que simplemente incorpora las recomendaciones de la UE, y que debe ser enriquecido mediante consultas públicas. Entre otras, se han suscitado críticas como la del presidente de BSCH Emilio Botín, quien considera que alguna de las recomendaciones del texto puede suponer cambios en la dinámica de los consejos de administración, en referencia a la idea de fijar el número de reuniones de este órgano en el texto, o del ex presidente de la CNMV Blas Calzada, que afirma que sobran más de la mitad de las 74 recomendaciones que incluye el texto. Esta afirmación se basa según Calzada en que algunas de estas recomendaciones están ya previstas en la legislación, mientras que otras son meras definiciones o consejos. Por último, opina que la unificación de los informes Aldama y Olivencia en la que se basa este texto, no tiene razón de ser, ya que las recomendaciones de ambos informes estaban recogidas

ya en el cuestionario de buen gobierno corporativo que todas las empresas cotizadas y cajas de ahorros deben entregar anualmente a la CNMV.

Estas críticas resumen a nuestro entender el parecer de los mercados respecto al texto. Por todo ello, se incorporaron numerosas modificaciones al texto final, que sufrió variaciones tanto de fondo como de forma, y que se publicó finalmente el 19 de Mayo de 2006. Este texto, conocido popularmente como *Código Conthe*, y que no ha sido obligatorio hasta 2008, supone una unificación de los códigos anteriores, e incorpora algunas novedades, que tras el citado proceso de consulta y las críticas recibidas no son tan numerosas. A modo de breve compendio, ya que no pretendemos describir el nuevo texto de forma exhaustiva, cabe citar que se sigue aplicando el principio de "cumplir o explicar", de acuerdo con el artículo 116 de la Ley del Mercado de Valores. En cuanto a las recomendaciones, las más relevantes son que los consejeros independientes no deben ejercer su cargo durante un período superior a 12 años; puede ser consejero independiente quien posea un paquete accionarial que no sea significativo (es decir, inferior al 5%). Se ha aceptado que el Informe de retribuciones no tenga que ser un documento separado, sino que pueda incluirse en otros, como el informe anual de gobierno corporativo, la memoria anual o el informe de gestión, según consideren preferible las sociedades cotizadas, y se ha previsto que el detalle de las retribuciones individuales de los consejeros se incluya en la memoria.

Se han flexibilizado ligeramente las reglas sobre composición de las comisiones de Auditoría y de Retribuciones, de forma que, integradas exclusivamente por consejeros externos y presididas por un independiente, no deban estar compuestas necesariamente por una mayoría de independientes. También destacan el carácter imperativo o vinculante de las condiciones mínimas para calificar a un consejero como "independiente", de conformidad con lo que ya establece la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre. La recomendación de que los estatutos no contengan

limitaciones del derecho de voto, ni otras medidas anti OPA, la recomendación de que los consejeros independientes constituyan al menos la tercera parte del consejo, la recomendación sobre diversidad de género, la recomendación de que el consejo se pronuncie necesariamente sobre la conveniencia o no de que siga en su puesto el consejero que sea procesado -no meramente imputado-, y la de que el informe de retribuciones detalle las retribuciones individuales de los distintos consejeros, incluyendo las percepciones por cualquier concepto de los consejeros ejecutivos (entre ellas, su retribución como altos directivos) también se incluyen. Finalmente se mantiene la recomendación de que las sociedades establezcan algún mecanismo que permita a los empleados denunciar de forma confidencial o incluso anónima las irregularidades que observen en la sociedad.

En resumen, y visto el estado de la cuestión en nuestro país, y las diferencias con otros países del entorno, creemos que será muy interesante ver qué opinión tienen los analistas financieros sobre la importancia del cumplimiento de los aspectos comentados en este apartado en cuanto al buen gobierno corporativo³⁸. Veremos si realmente se considera un aspecto fundamental, o si bien la falta de concreción y obligatoriedad de ciertos

³⁸ Esta investigación, al centrarse en las necesidades de información de los analistas financieros españoles, no va a considerar los aspectos relacionados con la Ley Sarbanes-Oxley como marco de gobierno corporativo, ya que esta Ley sólo es de aplicación para aquellas empresas cotizadas en Estados Unidos y bajo la supervisión de la Securities and Exchange Commission (SEC). Por tanto, consideramos que dentro del universo de empresas analizadas por el colectivo objeto de esta investigación, las empresas que reportan a la SEC son un número reducido y podrían sesgar el análisis del resto de los aspectos que regulan el buen gobierno corporativo, que sí son homogéneos para el resto de empresas, ya que si bien estamos centrando nuestra atención en las recomendaciones y leyes emitidas en nuestro país, éstas van muy en línea con actuaciones similares, especialmente a nivel Europeo, pero también desde una perspectiva global, tal y como se concluye en el Estudio Comparativo de Códigos de Gobierno Corporativo para los estados miembros de la Unión Europea, llevado a cabo por la Dirección General del Mercado Interior de la Comisión Europea, al estar basadas en el informe Winter de la Unión Europea, y en las recomendaciones de la OCDE a nivel más global. Adicionalmente, consideramos que el conocimiento de los analistas sobre el cumplimiento de las recomendaciones de Buen Gobierno Corporativo se circunscribe a las necesidades actuales de reporting a la CNMV basadas en los códigos Aldama y Olivencia, y que son las que pido a los analistas que evalúen para esta investigación. El nuevo Código Unificado de Buen Gobierno no será de aplicación hasta 2008, con posterioridad a la ejecución de la encuesta de esta investigación.

aspectos hacen que no sea un apartado que suponga un input esencial para el analista.

IV) Stakeholders

Como último subobjetivo, dentro del objetivo principal de la investigación consistente en identificar las necesidades de información de los analistas financieros, y en estrecha relación con el apartado anterior sobre gobierno corporativo, vamos también a detenernos con especial cuidado a la hora de identificar otros aspectos dentro de las necesidades de información de los analistas que encontramos muy relevantes, como son el comportamiento ético y la responsabilidad social de la compañía.

Para explicar nuestra inquietud, creemos que basta con decir que consideramos que hay que tener cuidado a la hora de diferenciar y no confundir los intereses de los accionistas, con los intereses de los denominados grupos de interés (*shareholders* y *stakeholders* respectivamente, en terminología inglesa). Estos grupos de interés abarcan, además de a los accionistas, a los clientes y proveedores, empleados y a la sociedad en general.

Muchos códigos de buen gobierno centran su mayor atención en cuidar los intereses de los accionistas a cualquier precio, intereses que se basan principalmente en aumentar el valor de la acción y en asegurar la continuidad de la empresa a largo plazo generando beneficios suficientes mediante una buena posición competitiva en los mercados y cumpliendo las leyes. Estas regulaciones suelen desconsiderar o considerar de forma insuficiente los derechos que atañen a otros grupos implicados en la empresa, y a la propia comunidad en que ésta se ubica. En este sentido, el interés de los accionistas proporciona una guía de actuación que

necesariamente habrá de desarrollarse respetando las exigencias impuestas por el derecho (por ejemplo, normas fiscales o medioambientales), cumpliendo de buena fe las obligaciones contractuales explícitas e implícitas concertadas con otros interesados (trabajadores, proveedores, acreedores, clientes) y, en general, observando aquellos deberes éticos que razonablemente sean apropiados para la responsable conducción de los negocios.

No obstante, más allá del estricto cumplimiento de las leyes y de los deberes que su misión establece, creemos que es fundamental y extremadamente relevante, el hecho de que la empresa tiene otras responsabilidades sociales que si bien no están reguladas, sí deberían asumirse por parte de las compañías. No es sólo una opinión personal, ya que recientemente, organismos internacionales como la ONU o la Unión Europea, al igual que numerosas empresas multinacionales, como Santander o Endesa entre otras³⁹, están secundando esta afirmación e instan a que todas las compañías asuman y cumplan con otras responsabilidades sociales. De hecho, en palabras de Edward Freeman, padre de la teoría de los stakeholders, “cualquier empresario sabe que para tener éxito en el negocio hay que crear valor para los clientes, los proveedores, los accionistas y la comunidad”.⁴⁰

Asimismo prestigiosas publicaciones financieras de nuestro país evalúan la calidad de las memorias de las compañías en función de si incluyen informaciones de carácter social y de la calidad de ésta. Así, Actualidad Económica⁴¹ publica anualmente un informe sobre la calidad de las memorias de las compañías cotizadas en España, teniendo muy en cuenta lo relativo al gobierno corporativo y a su compromiso social y medioambiental, ya que según afirma la publicación, hay grandes inversores

³⁹ Ver Cortés, H. (2007).

⁴⁰ Ver Pérez, A. (2005).

⁴¹ Ver Arteta, A. et al. (2003).

que “siguen estos criterios a la hora de dirigir sus inversiones”.⁴² Sin ir más lejos, el índice FTSE4Good selecciona aquellas empresas con mejores parámetros en cuanto a su relación con la comunidad, inversión sostenible y criterios medioambientales, y es utilizado por los llamados Fondos de Inversión “Éticos”, que apuestan por estas empresas responsables. Otro ejemplo es el recientemente creado “Good Company Ranking”, que valora a las empresas en función de cuatro ejes: Empleados, Sociedad, Medio Ambiente y Resultados Financieros.

Se trata en definitiva de que las organizaciones, dados su relevancia, capacidad económica, y papel en la sociedad, se comprometan a llevar a cabo actuaciones positivas con todos los agentes involucrados directa o indirectamente en la empresa, incluyendo a la sociedad en su conjunto, en la medida y extensión en que sea posible en cada situación. Este nivel de responsabilidades tiene, por naturaleza, un carácter variable en el tiempo, muy dependiente de las realidades sociales y culturales de cada país, y, en consecuencia, es claramente de naturaleza voluntaria.

Como ejemplo cabe citar que en el texto de conclusiones de la Comisión Aldama, se recoge a modo de recomendación que cada empresa podrá asumir libremente aquellas obligaciones o compromisos adicionales que desee de carácter ético o social dentro de un marco general de desarrollo sostenible, como la presentación de un triple balance económico, social y medioambiental que se discute en algunos foros, para darlos a conocer a los accionistas, empleados y a la sociedad en su conjunto, sobre la base de los principios de voluntariedad y transparencia. Parece obvio decir que estas actuaciones también tienen un fuerte impacto en la reputación de las compañías.

Siguiendo con este argumento, consideramos que hay factores que la empresa debe tener en cuenta sin excusa, y que deberían ser medidos y

⁴² Ver Arteta, A. et al. (2003), p. 30.

evaluados 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 analistas⁴³.

En el plano internacional, se están produciendo diferentes iniciativas que tratan de dar a estos factores la importancia que en nuestra opinión merecen. Así, la *Association of British Insurers* ha anunciado que espera que los consejos de administración presten especial atención a las cuestiones éticas, medioambientales y sociales, poniendo adicional énfasis en que una incorrecta gestión de estos aspectos destruiría la reputación de una compañía, y podría afectar a su bienestar económico-financiero. Otro ejemplo parecido es el de la gestora de fondos de inversión británica Morley, que ha anunciado que votará en contra de aquellas compañías del índice FTSE 100 que no hagan públicos informes amplios sobre comportamiento y políticas medioambientales. En términos similares, la AFG-ASFFI, asociación profesional de gestores de fondos de inversión francesa, pide a los consejos de las compañías que consideren con especial atención los conceptos de desarrollo sostenible, responsabilidad social y medio ambiente.

En general, el interés en los reportes de carácter social tanto voluntarios como obligatorios está creciendo en la Unión Europea. En Reino Unido, existe una regulación que exige a las compañías gestoras de fondos de inversión hacer público si siguen políticas de inversión con carácter social.

⁴³ Más allá de la responsabilidad del analista como fuente de recomendaciones que deberían tener en cuenta estas informaciones, recordamos el caso de la multinacional norteamericana Nike, cuyo valor se vio fuertemente diezmado al hacerse público que utilizaba mano de obra ilegal (niños) en Asia, por lo que sí que existe una conciencia social que penaliza comportamientos de este tipo. Por otra parte, numerosos directivos señalan el „reflejo directo en la cuenta de resultados“ de estas actividades, en palabras de Cortés, H. (2007).

Además, se les recomienda a las compañías británicas que hagan público el impacto de decisiones importantes en las comunidades que les rodean, así como en sus empleados, proveedores y clientes. En Francia, la ley exige publicar junto con las cuentas anuales las consecuencias sociales y medioambientales de las actividades de las compañías, así como las medidas adoptadas por las mismas.

Paralelamente a esta corriente reguladora, el número de rankings e índices de responsabilidad corporativa está creciendo fuertemente en los últimos años, así como el interés que los mismos suscitan. 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 deseable⁴⁴.

Existen numerosas vías de medición y comparación a través de estándares y principios impulsados por diferentes organizaciones. Las más extendidas en el contexto internacional son, por ejemplo, el concepto *Corporate Social Responsibility* definido por los estándares publicados por la CERES - Coalition for Environmentally Responsible Economies⁴⁵; los principios de la OCDE denominados *Principles for Multinational Companies* (principios para compañías multinacionales)⁴⁶ publicados en el año 2000; el *United Nations Global Compact*⁴⁷ o la *Global Reporting Initiative* (GRI – Iniciativa de Reporting Global)⁴⁸ también promovida por las Naciones Unidas y CERES, que agrupa a empresas e instituciones académicas con el fin de estudiar modelos de gestión en la relación con los grupos de interés. Está gestionado por la *European Foundation for Management Development*

⁴⁴ Ver The Economist (2004).

⁴⁵ www.ceres.org

⁴⁶ www.oecd.org

⁴⁷ www.unglobalcompact.org/portal

⁴⁸ www.globalreporting.org

(EFMD) y persigue convertirse en catalizador de investigación y análisis de las múltiples actividades de responsabilidad social corporativa que se están llevando cabo en el mundo académico y empresarial. Las *Directrices GRI* constituyen un marco internacionalmente reconocido en la medición y comunicación de las actividades de las empresas.

En España, existen también múltiples instituciones, tanto dependientes de otros organismos internacionales, como autóctonas. Entre las primeras encontramos *ASEPAM (Asociación Española del Pacto Mundial)*, derivada del Global Compact, que ha editado el Libro Azul del Pacto Mundial en España, basado en el cuestionario de evaluación que han cumplimentado las empresas firmantes, además de la Guía *Communication on Progress*, que es una herramienta práctica, cuyo objetivo es facilitar a las empresas la implantación, medición y reporte del cumplimiento en relación con los diez Principios de Global Compact. Es también la referencia para garantizar las llamadas Medidas de Integridad promulgadas por *Global Compact* en 2004 que, sin ser imposiciones, persiguen salvaguardar la reputación tanto de Global Compact como de las empresas adheridas.

Dentro del segundo grupo de iniciativas e instituciones, destaca el informe llamado *Responsabilidades de las Corporaciones Transnacionales y Empresas Relacionadas en materia de Derechos Humanos*, que sigue la línea de actividad de la Comisión Europea en materia de responsabilidad social corporativa, tanto a través de su Oficina de Regulación en Bruselas, como a través de otros foros en los que participa activamente: CEOE, Cámara de Comercio Internacional, etc. Precisamente otra iniciativa a resaltar es la de la propia Confederación Española de Organizaciones Empresariales (CEOE), que crea la *Comisión de Responsabilidad Social*, cuyo objetivo es el análisis de las tendencias y el avance en las prácticas de responsabilidad social entre el empresariado español.

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.

El comportamiento ético lo entendemos como la forma de actuar de la compañía en sus relaciones con los diversos agentes. Dentro de estas relaciones se debe valorar el trato al empleado, la defensa de los derechos humanos, el trato correcto a los proveedores y en cualquier actuación con un tercero.

La conciencia medioambiental abarca todos aquellos relacionados con las actividades, instalaciones y productos de la empresa y su impacto en el medio ambiente. No se trata únicamente del cumplimiento de la legislación vigente aplicable, sino que la empresa debe mostrar una preocupación por estos temas, a través de una evaluación paulatina del impacto medioambiental de los productos y servicios que desarrolla, mejorar continuamente los procedimientos internos de actuación con hincapié en la prevención de la contaminación y la preservación de recursos naturales. Además debe ser práctica habitual la publicación periódica de los indicadores y prácticas medioambientales de la empresa.

Por último, la conciencia social de una compañía abarca aspectos como la contribución a la sociedad y la responsabilidad sobre sus productos. La empresa debe ser consciente de su papel social y velar por el desarrollo económico, invirtiendo con criterio de redistribución de riqueza; social, creando empleo o con actividades culturales; y tecnológico, desarrollando avances e invirtiendo en I+D a través de sus productos y servicios, de aquellas sociedades en la que esté presente.

En resumen, insistimos en que consideramos muy importante conocer si los analistas financieros de nuestro país toman en cuenta estas variables a la

hora de valorar las compañías, o si por el contrario se guían únicamente por los aspectos económico-financieros para emitir valoraciones y recomendaciones de inversión.

Por último, para finalizar esta explicación del objetivo principal de nuestra investigación, y antes de pasar a explicar el segundo objetivo, queremos resaltar que creemos que dentro del grupo de stakeholders o grupos de interés afectados por las necesidades de información de los analistas financieros, se encuentran por una parte los propios analistas, y por otra parte, los directivos de las compañías objeto de análisis. Desde el punto de vista de los analistas, nuestra intención es la de posibilitar con esta investigación la obtención de un resumen de prácticas nacionalmente más extendidas (en lo que a las necesidades de información se refiere), con el que el colectivo de analistas pueda comparar su propio método de análisis, y quizás de este modo considerar nuevas variables que algunos de ellos no estuvieran incluyendo en sus estudios hasta ahora, o bien descartar otras que el conjunto de analistas considere poco relevantes. Esta comparativa del estado del arte entre los profesionales del sector puede resultar en nuestra opinión muy útil a modo de benchmark para conocer estas prácticas más extendidas, que probablemente, aunque no necesariamente, pueden constituir las mejores prácticas del conjunto de analistas financieros de renta variable en España.

Como aspecto final a destacar dentro de este primer objetivo de nuestra investigación, creemos firmemente que 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, y dentro de ésta, qué aspectos obtienen mayor ponderación a la hora de evaluar favorable o desfavorablemente una compañía. Por tanto, los ejecutivos pueden de esta forma poner especial énfasis en publicar esta información de manera más detallada y desglosada, además de centrar sus

esfuerzos en mejorar las cifras que transmiten de su empresa a los mercados en aquellos aspectos más críticos.

b) Objetivo 2: Calidad de las Recomendaciones y Capacidad Predictiva

El segundo objetivo de la presente investigación es en primer término, y en base a las necesidades de información identificadas a raíz del primer objetivo, comprobar la calidad de las recomendaciones de los analistas financieros, determinada en gran medida por la fiabilidad y solvencia del proceso de análisis que precede a estas recomendaciones, y que a su vez está basado en las necesidades de información ya comentadas; y por otra parte, contrastar la capacidad de estas recomendaciones, y por ende de los analistas, de predecir el comportamiento de los títulos de renta variable objeto de análisis.

Hasta hace apenas unos años, las recomendaciones emitidas por los analistas eran fiables y su valor por tanto elevado. Como ejemplo cabe citar a Barber, Lehavy, McNichols y Trueman, que demostraron que para el período 1986-96, aquellas acciones con recomendaciones favorables emitidas por analistas (acciones que por término medio habían obtenido recomendaciones favorables del conjunto de analistas), mostraron un mejor comportamiento que aquellas con peores recomendaciones medias. Tan es así, que se verificó que un portafolio compuesto por las acciones con mayor recomendación media, generó en el citado periodo unas ganancias medias anuales de 3,97 puntos porcentuales, mientras que un portafolio de las acciones con peores recomendaciones obtuvo un retorno anual de un 9,06 por ciento negativo, es decir, más de 13 puntos porcentuales por debajo del otro portafolio.⁴⁹

⁴⁹ Otros artículos que investigan la eficacia de las recomendaciones sobre acciones de los analistas de renta variable son los de Barber y Loeffler (1993), Bidwell (1977), Diefenbach (1972), Dimson y Marsh (1984), Groth et. al. (1979), Stickel (1995), y Womack (1996).

Sin embargo, en los últimos años, el debate acerca de la utilidad de las recomendaciones sobre acciones de los analistas financieros para los inversores ha ido ganando protagonismo. La discusión pareció alcanzar un clímax a comienzos de 2001 en Estados Unidos, donde la importancia del mercado de renta variable, así como de las opiniones de los analistas y su repercusión en este mercado, se situaba ya en cotas muy elevadas y que no han vuelto a ser alcanzadas hasta la fecha. En este momento se evidenció que durante 2000, año del “boom” tecnológico y de las empresas de Internet, las acciones menos recomendadas por los analistas ganaron un 48,66 por ciento, mientras que aquellos valores más recomendados por los mismos analistas sufrieron una caída del 31,20 por ciento, es decir, una diferencia de casi un 80% respecto a los primeros.⁵⁰ Esta debacle en las predicciones de los analistas durante 2000 no se limitó simplemente a unos meses durante el año, ni tampoco a períodos en los que el mercado mostró un claro comportamiento bajista, sino que se extendió durante todo el período⁵¹. Esto se evidencia aún más en el sector tecnológico, que experimentó la mayor subida de precios en 1999 y la primera mitad del 2000, y un fuerte descenso en los restantes meses del año. El “pinchazo” de la burbuja de Internet y el resultante “crash” del NASDAQ agudizaron aún más las críticas e hicieron que se señalase acusadoramente a algunos analistas en concreto, ya que numerosos individuos creen firmemente que estos contribuyeron en gran medida a la subida frenética de las cotizaciones previa al pinchazo.

Episodios parecidos aunque no tan traumáticos (en parte gracias a que la “burbuja” ya había explotado) se han repetido en 2001, 2002, 2003 y en menor medida en 2004. En nuestro país, algunos ejemplos “sonados” fueron los de la empresa de telefonía móvil Telefónica Móviles (TEM), ahora

⁵⁰ ver Barber, B. et al. 2001, p.1

⁵¹ De acuerdo con Barber, B. et al. 2001, p.8 s. éste fue el patrón observado en nueve de los doce meses del año. El hecho de que los pobres retornos observados se repartan a lo largo de todo el año disminuye considerablemente la posibilidad de que puedan ser atribuidos a la imposición de la Regulación de FD (Fair Disclosure), que prohíbe a las compañías relevar información material no pública a los analistas.

excluida de cotización por parte de su matriz Telefónica S.A. (TEF) ante el fracaso de su aventura bursátil, o la central de reservas Amadeus (AMS).

Es cierto sin embargo que incluso antes del *boom* y posterior *crash* tecnológico, ya existían numerosos estudios que señalaban la existencia de importantes sesgos en las predicciones de los analistas, bien en base a deficiencias en el análisis de la información publicada por las compañías⁵² (De Bondt y Thaler (1990), Mendenhall (1991), Abarbanell (1991), Abarbanell y Bernard (1992), Ali, Klein y Rosenfeld (1992), Elliot, Philbrick y Wiedman (1995), o Hussain (1996)), bien en base a lo que se conocía como “optimismo” ligado a una sobrerreacción a la información publicada (La Porta (1996), Easterwood y Nutt (1999)).

Todo este encadenamiento de acontecimientos ha provocado que los inversores hayan sufrido en la última década una fuerte pérdida de confianza en los analistas, y provoca que se sigan oyendo y leyendo numerosos argumentos contra la fiabilidad de las recomendaciones de éstos⁵³. En el punto central de la discusión se debate acerca de la independencia de los mismos, sobre todo respecto de las unidades de banca de inversión y brokeraje de sus propias compañías.

Los analistas constituyen una parte integral de los centros de beneficios de la banca. Como ya hemos señalado, tienen acceso a millones de inversores a través de los medios e Internet. Al mismo tiempo, los banqueros de inversión esperan de los analistas 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

⁵² Ver también capítulo 1.2 sobre eficiencia de los mercados.

⁵³ ver Mc Lean, B. (1999) y Bart, P. (2001) entre otros

recomendaciones.⁵⁴ 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, o incluso pueden dejarse agasajar por las compañías que analizan, ya que una recomendación o análisis negativo no deja de ser una mala imagen para los gestores de éstas⁵⁵. 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.⁵⁶

Este extremo se ha puesto de manifiesto de manera especialmente evidente en la industria de las Telecomunicaciones: muchos analistas mantuvieron sus recomendaciones positivas sobre acciones de compañías “puntocom” incluso una vez que sus cotizaciones hubieron caído⁵⁷. El ejemplo más sonado es el del analista-gurú de Salomon Smith Barney Jack Benjamin Grubman, que probablemente fue la persona más influyente en la industria de las telecomunicaciones y que ayudó a empresas start-up a obtener millones de Euros de los mercados a través de persuadir a los inversores para comprar las acciones a precios elevados. Este analista, que llegó a ser

⁵⁴ ver Hong, H. y Kubik, J.D. 2001, p. 1 ss.

⁵⁵ Recientemente se ha publicado un estudio que demuestra que los directivos de las empresas estadounidenses confían en obtener mejores opiniones a través de favores a los analistas. Ver Guerrero, F. y Wighton, D. (2007).

⁵⁶ ver Dugar y Nathan (1995), Dechow, Hutton y Sloan (1997), Lin y McNichols (1998), Michaely y Womack (1999)

⁵⁷ Vickers, M. (2000) revisó 125 acciones de empresas “punto-com” que actualmente cotizan al menos un 40% por debajo de su precio de Marzo de 2000. Más del 80% de ellas fueron recomendadas positivamente por los analistas en aquel momento.

consejero de los CEOs de varias empresas sobre estrategia y adquisiciones, y que ayudó en el período 1998-2000 a Salomon a obtener 53.000 millones de dólares estadounidenses para empresas de telecomunicaciones (más que ninguna otra empresa de Wall Street, según Thomson Financial), tiene serios problemas legales, ya que numerosos inversores lo han demandado como responsable de fuertes pérdidas de dinero y la SEC le ha condenado a pagar multas por valor de 15 millones de dólares estadounidenses⁵⁸, y ha sido legalmente incapacitado para desarrollar actividades relacionadas con los mercados de renta variable⁵⁹.

Es precisamente por causa de fuertes pérdidas de dinero, sobre todo de inversores individuales, como resultado de recomendaciones muy optimistas, por lo que se genera el descrédito de la labor de los analistas y se da pie a las discusiones y cuestionamientos acerca de la calidad de las recomendaciones, y por ende, sobre la independencia de los propios analistas. La vigente tendencia (especialmente en EEUU, pero también en la UE como veremos) de “analizar a los analistas” busca precisamente ahondar en los aspectos comentados: los conflictos de intereses y la independencia de los analistas con respecto a sus organizaciones y a las propias compañías analizadas, que les llevan a comprometer la fiabilidad de sus predicciones.⁶⁰

En la Unión Europea también se es muy consciente del riesgo que implica para los inversores un asesoramiento inadecuado o una conducta no profesional o inmoral de los asesores. A raíz de la voluntad de la Dirección General del Mercado Interior de consecución de un Mercado Único de Servicios Financieros, así como una efectiva integración de los mercados de capitales, se publica una primera Directiva sobre Servicios de Inversión en

⁵⁸ Elstrom, P. (2002)

⁵⁹ ver acuerdo judicial publicado por el Attorney General of the State of New York (2003).

⁶⁰ Existe gran cantidad de artículos de prensa sobre este particular. Ver por ejemplo los de Hong, H. y Kubik, J.D. (2001), p. 1, Kane, M. (2001) y The Economist (2002).

el año 1993⁶¹ y se revisa posteriormente a partir de 2003⁶² en vista de los acontecimientos ya comentados: unos mercados financieros ordenados, transparentes y eficazmente regulados sólo pueden conseguirse mediante el mantenimiento de la confianza y la liquidez del inversor, por lo que con la revisión de la norma, se incluyen bajo la regulación de la Directiva los servicios de asesoramiento y análisis de inversiones, que abarcan tanto requisitos de autorización inicial y funcionamiento de las empresas de inversión, como las normas de conducta.

La Comisión Europea opina firmemente que las actividades de análisis son un componente clave del mercado único de servicios financieros, por lo que la Dirección General del Mercado Interior hace especial énfasis en regular estas actividades. Concretamente, se creó una disposición independiente de la Directiva para regular toda la gama de circunstancias en que los diversos intereses de la empresa de inversión pueden entrar en conflicto con los de sus clientes. Como ya hemos comentado anteriormente, la creciente gama de actividades que muchas empresas de inversión y bancos realizan bajo el mismo techo ha incrementado la posibilidad de que surjan conflictos de intereses.

La Directiva emite en primer lugar principios sobre la integridad y capacidad de los profesionales, y en segundo lugar, establece criterio en cuanto a la detección y prevención de conflictos de intereses: las empresas de inversión tienen la obligación de detectar cualquier conflicto de intereses que pueda surgir en sus actividades y que pueda perjudicar los intereses de sus clientes. La empresa debe además impedir que esos conflictos de intereses afecten negativamente a los intereses de estos clientes.

Los principios emitidos por la Unión Europea se resumen en el cuadro siguiente:

⁶¹ Directiva de la Comisión Europea 93/22/CEE

⁶² Directiva pendiente de revisión final por parte de la Comisión Europea

Claridad: El análisis debe ser fiel, claro y no engañoso.

Competencia, conducta e integridad personal: El análisis será elaborado por analistas competentes, con capacidad, atención, diligencia e integridad, y debe reflejar la opinión de su(s) autor(es).

Oportunidad e Integridad del mercado: El análisis se distribuirá teniendo en cuenta las diferentes categorías de receptores de la información, así como la necesidad de mantener la integridad del mercado.

Evitar, prevenir y gestionar los conflictos: Las entidades emisoras de análisis tienen que tener implementados sistemas y controles dirigidos a identificar, evitar, prevenir o gestionar conflictos de interés personales o

Ilustración 1: Principios relativos al análisis de renta variable europeo⁶³

Estos principios resumen bien la problemática existente, si bien no pasan de recoger recomendaciones excesivamente genéricas a nuestro juicio, que además no son de obligatorio cumplimiento. No se especifican por tanto medidas concretas para ser llevados a cabo, ni se asocian sanciones concretas al incumplimiento de estas medidas, por lo que parece complicada la aplicación práctica de las mismas.

Además de las iniciativas Comunitarias, en nuestro país, la Comisión Aldama también prestó atención a estos aspectos, recomendando el desarrollo de una regulación de las actividades de los analistas financieros y del acceso a la profesión, en cuanto a transparencia, independencia y conducta. Estas medidas se resumen en:

Transparencia: se recomienda introducir en los informes de análisis diferentes menciones. Cabe citar como ejemplos

⁶³ traducido del documento "Financial Analysts: Best practices in an integrated European financial market". (2003).

- Que los puntos de vista expresados en los informes de análisis reflejan la opinión personal del analista sobre la entidad y sus valores;
- Que la retribución del analista no está vinculada al sentido de la recomendación contenida en dicho análisis;
- La participación, en su caso, que la entidad financiera para la que trabaja el analista haya tenido en operaciones de aseguramiento y/o oferta de valores de la sociedad objeto del informe en los doce meses anteriores a la publicación del mismo;
- La indicación, dentro del universo de valores que cubre dicho analista financiero, del reparto porcentual de las recomendaciones de sobreponderar, mantener e infraponderar....

Independencia: adoptar medidas tales como

- Que exista separación física y de flujo de información entre los departamentos de análisis y de asesoramiento
- No debe existir una revisión del informe, previa a su publicación, por parte de los profesionales del departamento de asesoramiento de la propia entidad financiera ni por parte de la sociedad objeto del informe
- Deberían aplicarse restricciones a las posibles operaciones de compraventa del analista respecto de las acciones de la sociedad objeto de su estudio...

Conducta: criterios que garanticen

- Los plazos y situaciones durante los cuales no se podrán publicar informes sobre determinadas entidades;

- Las situaciones en las que la entidad financiera tendrá que imponer restricciones de actividad a departamentos sobre determinados valores...

Como se puede apreciar, estos principios emitidos en nuestro país se asemejan mucho a los recogidos en la Directiva sobre Servicios de Inversión de la Unión Europea. Sin embargo, en nuestro país sí que esta voluntad de regulación de los citados aspectos, concluye con su volcado en la Ley Financiera de 2002 que modifica la Ley del Mercado de Valores de 1988⁶⁴, dotándolos de mucha mayor fuerza.

Por último, y dejando los conflictos de intereses y la falta de transparencia a un lado, aspectos que parecen estar en definitiva bastante acotados mediante las enumeradas legislaciones⁶⁵, 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.

El sesgo optimista de las recomendaciones es un claro ejemplo⁶⁶: 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 una acción para la que existen malas señales. Simplemente la omiten de su análisis⁶⁷. McNichols sugiere que

⁶⁴ Ley 24/1988 del Mercado de Valores, modificada por la Ley Financiera 44/2002, y que recoge todas las nuevas recomendaciones sobre transparencia, independencia y conducta especialmente en los Artículos 55 y 83.

⁶⁵ Mediante las medidas referidas, nuestro país se encuentra a la cabeza de la Unión Europea en lo que a regulación de estas actividades se refiere, adelantándose incluso a la regulación Europea en algunos aspectos.

⁶⁶ ver por ejemplo Mc Nichols, M. y O'Brien, P. (1997)

⁶⁷ La falta de recomendaciones negativas se ha demostrado en varios estudios tales como el realizado por Mc Nichols, M. y O'Brien, P. (1997) o más recientemente el publicado por

esto se deba 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.

Los sesgos debidos a estos motivos, que podemos llamar “inherentes” a la actividad del analista financiero, probablemente sigan detectándose aún en el caso de que existan altos niveles de transparencia e independencia garantizados por normativas o regulaciones.

A modo de resumen, y a tenor de todas las razones expuestas, creemos que puede comprenderse que el segundo objetivo de nuestra investigación sea el de contrastar la calidad y fiabilidad de las recomendaciones: a través de los resultados obtenidos del objetivo primario, es decir, una vez conocidas las necesidades de información de los analistas, creemos que constituye un objeto de análisis muy interesante el contrastar si, con esta base de información concreta, que será la que el conjunto de analistas de la muestra haya asegurado utilizar, se puede llegar a construir un modelo de

Zuckerman, E. y Philips, D. (2001) y el artículo de investigación de Hong, H. y Kubik, J. (2002).

análisis sólido y fiable, que tenga unas bases acordes con la Teoría Económico-Financiera y que haga un uso extenso y completo de los diferentes tipos de información y variables críticas disponibles para evaluar una compañía.

Enlazando con el objetivo anterior, pretendemos además comprobar si con una determinada base de información (necesidades de información de los analistas), y con el citado modelo sólido y fiable de análisis, se puede anticipar el comportamiento de los títulos analizados. De este modo se verá si realmente existe capacidad predictiva, es decir, si se puede elaborar una predicción sólida y fiable en base a estas informaciones previas sobre el comportamiento de una acción en el futuro. De concluirse el hecho de que existe una base de información (que es la empleada por los analistas) sobre la que construir un modelo de análisis sólido y con capacidad predictiva, quedará demostrado que el valor de las recomendaciones de los analistas financieros es elevado. Adicionalmente, este ejercicio permitirá detectar sesgos que pudieran deberse a alguno de los factores ajenos al proceso de análisis, como los comentados anteriormente (presiones, conflictos de intereses, sesgos individuales, etc.).

A esto se le añade por otra parte, que el hecho de obtener y contrastar este modelo de análisis (esta base de información) común a nivel nacional, puede servir de guía a los analistas y quizás incluso de patrón al que adaptar sus prácticas actuales, de manera que puedan de alguna forma garantizar la independencia o al menos un alto nivel de estandarización en lo que al estudio previo de las compañías se refiere, y previo al análisis final que permitirá emitir una recomendación. Esta meta implícita dentro del segundo objetivo de la investigación sería en nuestra opinión una vía razonable para evitar sesgos que conducen a un escepticismo sobre el valor de las recomendaciones de estos analistas.⁶⁸

⁶⁸ Muchos de los analistas que han colaborado han mostrado su interés en conocer los resultados de esta investigación.

Por otra parte, y tal y como señalan Larrán y Rees (1999), los analistas financieros son considerados por el FASB y la SEC como origen y fuente de ideas para nuevos desarrollos normativos, tal y como sucedió con la necesidad de publicar información segmentada, por lo que esta investigación puede constituir una primera aproximación a necesidades informativas que manifieste este colectivo, que hoy en día no se exijan de manera formal a las compañías cotizadas.

Como última aportación, creemos interesante apuntar que el presente trabajo puede servir también para comprender algunos determinantes de las predicciones de los analistas, y por tanto como apoyo para determinar el nivel de regulación de las actividades de éstos, en el caso de que se evidencien claros sesgos y comportamientos irregulares en los resultados.

Para abordar todos los objetivos descritos en esta introducción, y con la convicción de que la investigación financiera en el área de los mercados de capitales debe ser empírica antes que teórica, la estructura que hemos planteado para este trabajo es la siguiente: En una primera parte, se aborda el método de investigación elegido para intentar dar respuesta a las cuestiones y objetivos planteados en este primer apartado de introducción. Continuaremos con la explicación del diseño muestral aplicado a la investigación. Dado que el método de obtención de datos de la investigación es la encuesta (el cuestionario), dentro de este primer apartado de Metodología de la Investigación, se detallan además los criterios seguidos para el diseño del cuestionario y se describe su contenido. Por último, se detallan las fases de ejecución de la encuesta y el proceso de recolección de datos.

En una segunda parte, se presentan los datos obtenidos de la encuesta. Posteriormente se prosigue con el análisis de esta información tanto cualitativa como estadísticamente. Los resultados del análisis nos ayudarán

a obtener el set completo de variables que los analistas consideran más importantes para su proceso de análisis y posterior recomendación. En este punto habremos cubierto el primer objetivo de la investigación, a través de las conclusiones que se extraen del análisis para éste y para los restantes subobjetivos enunciados en la Introducción.

La tercera y última parte aplica los resultados obtenidos a algunos ejemplos reales con el objeto de conseguir un contraste empírico de los primeros. Con ello podremos ver el poder de predicción de las variables escogidas por los analistas como las más relevantes para su análisis y además nos permitirá contrastar la fiabilidad de las recomendaciones de los analistas basadas en estas variables, cumpliendo así el segundo objetivo principal de la investigación.

1.1 Literatura relacionada y estudios análogos

En las siguientes líneas, buscamos comparar nuestro trabajo con la literatura existente, y tratamos de explicar las contribuciones concretas de este estudio al estado de la cuestión.

En cuanto a la literatura relacionada existente hasta el momento, somos conocedores de la existencia de investigaciones previas que han arrojado luz sobre algunos aspectos concretos relacionados con esta investigación. Sin embargo, no tenemos noticia hasta la fecha de ningún trabajo que haya investigado en profundidad las necesidades de información de los analistas financieros, y menos aún en el sentido de tratar de obtener el set completo de variables que éstos emplean a la hora de analizar compañías para emitir sus recomendaciones. Por supuesto, tampoco existen estudios acerca de la

capacidad predictiva de este conjunto de variables, ni en nuestro país, ni tampoco en el ámbito internacional.

De este modo, algunas investigaciones de los últimos años han analizado las reacciones del mercado (de los precios de determinadas acciones) ante las recomendaciones de los analistas⁶⁹, o incluso el poder predictivo de estas recomendaciones (el poder de anticipar ganancias futuras) desde la base del dato (generalmente precio objetivo), o recomendación (comprar, vender, mantener, o similares) pronosticado, a modo de promedio, de un conjunto de analistas⁷⁰. Otros trabajos, como el publicado por Desai, Liand y Singh (2000) analizan en términos generales el comportamiento de valores recomendados por los analistas, si bien tampoco entran en detalles acerca del proceso de análisis. Más recientemente, Earnes, Glover y Kennedy (2002) se han centrado en la relación entre las predicciones de beneficios publicadas por analistas y las recomendaciones emitidas por estos mismos analistas, de forma puramente econométrica y sin cuestionarse aspectos económico-financieros subyacentes.

Por último, conocemos investigaciones que ahondan en la existencia de “otra información” no incorporada en los modelos de análisis. El contenido informativo de las variables que componen esta “otra información” ha sido sugerido aunque poco estudiado en la literatura contable⁷¹. Así, Lev y Thiagarajan (1993), O'Brien (1994), o Chen et al (1986), estudian el efecto de algunas variables macroeconómicas sobre las rentabilidades de las acciones, y los resultados apuntan a que algunas de estas variables influyen de manera significativa en la evolución de los resultados y predicciones de los analistas, sin ir más allá en su explicación y sin profundizar más allá de las citadas variables macroeconómicas.

⁶⁹ ver Barber y Loeffler (1993), Womack (1996), Park y Pincus (2000) o Barber et al. (2001).

⁷⁰ Basadas generalmente en datos extraídos de consensos de analistas, en vez de centrarse en analistas individuales, y además basadas en analizar las variables subyacentes consideradas en estas predicciones. Ver por ejemplo Elton et al. (1986), Womack (1996), y Barber et al. (2000).

⁷¹ y de manera muy limitada a aspectos puramente tangibles y tradicionales.

Además de su limitado alcance, los trabajos anteriormente mencionados se centran en relaciones estadísticas y econométricas, pero ninguno busca explicar el proceso de análisis y las bases de información económico-financiera de éste, que subyacen a las recomendaciones de los analistas, y menos aún la explicación o coherencia de estas fuentes de información desde un punto de vista de la teoría económico-financiera. Adicionalmente, la selección de las variables a explicar en estos trabajos se basa también en una búsqueda estadística, y no en una selección rigurosa apoyada en teorías financieras, metodologías de análisis e inversión generalmente aceptadas, e interacción con el colectivo objeto de análisis.

Del mismo modo, el enfoque de esta investigación basado en un cuestionario es también novedoso con respecto a los estudios existentes. En este sentido, la investigación de Graham, Cannice y Sayre (2002) es el trabajo más parecido al nuestro, ya que también emplea la encuesta para acercarse al proceso de decisión de los analistas, sin embargo el enfoque de este paper es mucho más limitado que la presente investigación, ya que los autores se centran en analizar qué variables contenidas en los estados financieros de las compañías emplean los analistas para determinar la calidad de los beneficios de las mismas. Se trata por tanto una vez más de un enfoque mucho menos profundo, ya que por un lado sólo buscan valorar el uso de determinadas variables de los Estados Financieros, y por otra parte, únicamente se centran en estudiar la relación de éstas con previsiones de beneficios empresariales.

En resumen, podemos afirmar que nuestra investigación difiere de las existentes con anterioridad en este campo de manera clara. No sólo tiene unos objetivos más amplios que estudios anteriores, como la voluntad de obtener un completo set de variables que conforman la base del análisis financiero de renta variable en el ámbito nacional en la actualidad, profundizando en otros aspectos de gran relevancia y actualidad, como por

ejemplo la determinación de la importancia de variables intangibles y no financieras o el impacto de las NIIF para el análisis. A esto se añade el hecho de que con esta base de información, se obtiene un modelo de análisis con el que pretendemos contrastar la capacidad predictiva y la fiabilidad del proceso de decisión de los analistas a través de un modelo que imita el proceso decisorio de estos profesionales, por lo que consideramos nuestra investigación mucho más completa que aquellas muy comunes, basadas en simples comparaciones entre una recomendación y el precio de la acción.

Por tanto, este trabajo es único en cuanto a su alcance y metodología, constituyendo así una contribución original a un debate de gran actualidad.

1.2 Teoría de los Mercados Eficientes

A raíz de los objetivos comentados en el apartado anterior, y en vista del carácter de esta investigación, parece obligado citar la Teoría de los Mercados Eficientes, ya que si efectivamente se demuestra que una vez conocidas las necesidades de información de los analistas financieros, y en base a éstas, se puede elaborar un modelo que permita predecir el comportamiento de los valores de renta variable, se estaría poniendo en entredicho la validez de la citada teoría, al menos en su forma fuerte, como explicaremos brevemente a continuación.

La eficiencia de los mercados es un área de estudio de gran importancia dentro de las teorías financieras⁷². De hecho, gran parte de la regulación del reporting financiero de las compañías parte de la base de que una vez

⁷² La relevancia y el peso de numerosos trabajos en este área, que además se suceden desde los años 70 hasta nuestros días así lo demuestran. Un buen compendio de estas teorías se resume en el artículo de Beaver, W. H. (2002), aunque hay referencias básicas como los trabajos de Fama, E. F. (1970) o Kendall, M. G. (1953).

hechos públicos los estados financieros, esta información se verá reflejada en el precio de sus títulos.

A continuación, vamos a recordar de forma resumida las bases sobre las que se sustenta la Teoría de los Mercados Eficientes, ya que a pesar de ser sobradamente conocida, consideramos que refrescar los principales conceptos que abarca, ayudará a una mejor comprensión de este trabajo.

En 1953, Maurice Kendall fue el primero en estudiar el comportamiento de los precios de las acciones y llegar a la conclusión de que seguían un “paseo aleatorio”, sentando las bases de lo que posteriormente sería la hoy conocida como Teoría de los Mercados Eficientes, que descansa sobre los siguientes pilares teóricos:

1. *Los inversores son racionales y valoran los activos racionalmente.*

Se asume que los inversores son racionales y por tanto valoran los activos por su valor fundamental e incorporan a los precios toda nueva información disponible en el mercado, tanto positiva como negativa. Esta nueva información provocará los ajustes pertinentes en los precios de forma inmediata.

2. *Los precios de las acciones siguen un paseo aleatorio⁷³*

Dado que los precios de los activos siguen un *paseo aleatorio*, su valor será siempre igual al precio de mercado que reflejen, ya que los inversores son racionales y han llevado el precio hasta ese punto.

⁷³ La teoría del paseo aleatorio o „random walk“ contrastada por primera vez como ya hemos comentado por M. Kendall, sostiene que los precios futuros de los valores no pueden predecirse a través de sus acciones pasadas, es decir, los cambios en los precios de las acciones son independientes entre sí (existe un coeficiente de autocorrelación nulo entre ellos), y por tanto, las variaciones en las cotizaciones no pueden predecirse en función de valores pasados.

Incluso cuando los inversores no son racionales, se asume que sus actuaciones son aleatorias y por tanto se contrarrestan unas a otras sin llegar a afectar a los precios. Es decir, cuando las acciones de los inversores irracionales no están correlacionadas, se anulan unas a otras.

3. La influencia de los inversores no racionales es contrarrestada por el arbitraje

Cuando las actuaciones de los inversores no racionales están correlacionadas, pueden llevar a una sobrevaloración (infravaloración) de los activos en el sentido de que los precios sean mayores (menores) al riesgo asociado al valor descontado de los flujos de caja o dividendos.

Estas acciones serán reconocidas por los arbitrajistas, que tratarán de obtener una ventaja económica al vender activos valorados en exceso y comprar activos similares peor valorados, cubriéndose de esta manera del riesgo asumido en esta operación. Mediante estas acciones de arbitraje, los precios son llevados a su valor fundamental incluso cuando los inversores no sean completamente racionales y sus demandas estén correlacionadas.

Eugene Fama es uno de los mayores defensores de la eficiencia de los mercados, y basado en las hipótesis anteriores, distingue entre tres tipos de información disponible en los mercados, en función de los que se observan tres diferentes formas de eficiencia⁷⁴:

- *Forma de eficiencia débil:*

En un mercado que muestra eficiencia en su forma débil, los precios de las acciones incluyen toda la información relativa a precios y acontecimientos/comportamientos históricos. Por ello, no es posible obtener rendimientos superiores a los ajustados al riesgo a través de estas informaciones pasadas, ya que los precios siguen un *paseo aleatorio*.

El análisis técnico trata de rebatir esta teoría, ya que trata de batir al mercado identificando patrones de comportamiento de la acción en base a cotizaciones históricas⁷⁵.

- *Forma de eficiencia semifuerte:*

En un mercado eficiente en su forma semifuerte, los precios de las acciones incluyen toda la información relativa a precios y acontecimientos/comportamientos históricos, más toda la información pública disponible en el mercado. Los inversores no pueden obtener rendimientos superiores a los que obtendrían tras ajustar el riesgo a través del estudio de la información publicada en el mercado ni de los precios pasados. Cualquier información que se hace pública es incorporada inmediatamente a los precios.

- *Forma de eficiencia fuerte:*

Esta última forma de eficiencia, que es la más extrema, sostiene que absolutamente toda la información existente sobre una compañía, incluida la información interna, está reflejada en los

⁷⁴ Ver Fama, E. (1970)

precios de las acciones. La labor de los analistas se presume fundamental, ya que son los encargados de recopilar y analizar toda la información existente y propiciar que la información más inaccesible llegue rápidamente a la totalidad del mercado.

A modo de resumen, y según la forma fuerte de la Teoría, la información disponible para cualquier participante del mercado carece de valor a la hora de intentar obtener rendimientos superiores al mercado.

De acuerdo con estas ideas que componen la Teoría de los Mercados Eficientes, la predicción de los valores de las acciones es prácticamente imposible, dado el grado de perfección alcanzado por los mercados de capitales y la enorme repercusión de las tecnologías de la información a la hora de transmitir informaciones en tiempo real, ya que la teoría parte de la base de que en mercados competitivos (como lo es el mercado de valores cotizados en las bolsas), el precio de la acción siempre refleja toda la información disponible, tanto actual como pasada, por lo que no se puede anticipar su comportamiento futuro, el cual seguirá un paseo aleatorio⁷⁶.

Estas afirmaciones se han visto corroboradas desde un punto de vista empírico a través de numerosos trabajos de expertos (analistas, investigadores, instituciones) encaminados a contrastar las tres formas de la teoría. Así, numerosas publicaciones han tratado de comprobar la rentabilidad de las indicaciones del análisis técnico⁷⁷, y han demostrado que no se pueden identificar patrones que relacionen precios pasados y presentes. Otros autores, como A. Keown y J. Pinkerton, o J.M. Patell y M.A. Wolfson han demostrado que los precios de los valores se adaptan en cuestión de minutos a nuevas informaciones públicas disponibles, con lo que refutan junto con otros estudios, la forma semifuerte de la Teoría. A

⁷⁵ También subyace un componente psicológico similar en algunos casos a los más recientes enfoques del „behavioral finance“ como comentaremos más adelante.

⁷⁶ Ver Brealey, R.A. y Myers, S.C. (2007), p. 354-376.

⁷⁷ Ver Brealey, R.A. y Myers, S.C. (2007), p. 358-359.

pesar de ello, existen numerosos participantes en los mercados, que operan mediante análisis técnico y/o fundamental, intentando batir al mercado, y que por tanto son escépticos ante esta Teoría.

Por último, los trabajos cuyo objetivo ha sido el de examinar la forma fuerte de la Teoría, se centran en analizar las ganancias obtenidas a través de las recomendaciones de analistas financieros, o las ganancias logradas por los fondos de inversión o de pensiones (que emplean a estos analistas). En los resultados de estas investigaciones se ve que existen algunos de estos individuos que sí obtienen ganancias superiores a las del mercado, y otros que no lo consiguen⁷⁸. En concreto, trabajos de los últimos años han detectado ineficiencias en áreas concretas. Como breves ejemplos, consideramos que deben citarse los trabajos de Foster et al. (1984), Bernard y Thomas (1989, 1990) o Abarbanell y Bernard (1992) en cuanto a variaciones en la cotización posteriores a la publicación de resultados (*post-earnings announcement drift*). En el caso del trabajo de Abarbanell y Bernard, se apunta incluso a deficiencias en el procesamiento de la información contable por parte de los analistas como posible motivo de esta ineficiencia. Otros trabajos reconocidos son los de Fama y French (1992) o Lakonishok et al. (1994) relativos a retornos anormales desde el punto de vista del ratio precio de mercado / valor en libros (*market-to-book ratios*). Esto puede deberse al reflejo en el valor de mercado de factores intangibles, no recogidos en los libros. Por último, en los últimos años, los llamados *hedge funds* (fondos de alto riesgo o de gestión alternativa como también se conocen en nuestro país) están teniendo un auge importante, y ahondan en la cuestión de hasta qué punto son eficientes los mercados: Estos fondos basan sus altas rentabilidades en el talento de sus gestores, que en teoría son capaces de batir al mercado.

Es aquí por tanto donde se abre el debate y donde esta investigación pretende arrojar nueva luz que permita acercarse más y desde una nueva

perspectiva a la cuestión de si los mercados son realmente eficientes de forma fuerte. A nuestro juicio, 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, nos planteamos 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.

Tampoco hay que olvidar que la fiabilidad de la información también juega un rol clave en este sentido, por lo que como ya hemos comentado en esta introducción, pretendemos ver como las NIIF y las Normas de Gobierno Corporativo afectan a la fiabilidad de la información desde el punto de vista de los analistas.

Por último, hay que recordar que la confianza en la Teoría de Mercados Eficientes se ha ido debilitando en los últimos años con el descubrimiento de una serie de anomalías, ya que repetidamente se observaban situaciones en las que determinados títulos presentaban rentabilidades no acordes con

⁷⁸ Ver como ejemplo el trabajo de Carhart, M. M. (1997) o Malkiel, B. G. (1995).

las que se deducían al aplicar los modelos de valoración de activos financieros basados en la eficiencia de mercado.

Entre las ineficiencias que se producen en los mercados podemos incluir, por ejemplo, las burbujas especulativas, los mercados sobrevalorados, los títulos infravalorados, volatilidades excesivas... . Estas anomalías cuestionan la eficiencia de los mercados incluso en su forma débil: En la última década cada vez se están imponiendo con mayor fuerza las llamadas “finanzas del comportamiento” o *behavioral finance*, cuyas teorías estudian el comportamiento de los individuos en los mercados de valores. Estas teorías sostienen que los individuos actúan de manera irracional, contradiciendo la Teoría de los Mercados Eficientes⁷⁹, y que basan su comportamiento en patrones pasados e imitativos, tal y como afirma el premio Nobel de Economía Daniel Kahneman⁸⁰. Son estos comportamientos los que dan lugar a las comentadas ineficiencias, que se explican a través de teorías como la de la retroalimentación de precios (*price-to-price feedback theory*)⁸¹. Estos defensores de la psicología de las finanzas se han valido de numerosos ejemplos de las citadas anomalías

⁷⁹ La racionalidad de los individuos en uno de los principios fundamentales de la Teoría de Mercados Eficientes. Este principio de racionalidad total es fácilmente refutable a través de numerosos estudios dentro del campo de la psicología, pero esto no afecta a la validez de la Teoría de Mercados Eficientes, ya que ésta también reconoce la existencia de inversores irracionales en los mercados. Se asume que estos inversores no racionales realizan decisiones de inversión aleatorias, que, por tanto, se contrarrestan unas a otras. Los inversores cuya conducta no es racional de acuerdo con el modelo normativo son también conocidos como inversores insofisticados, o noise traders. Cuando los noise traders se comportan de forma correlacionada, repitiendo las pautas seguidas por otros, ya sea por imitación entre los inversores o por hacer caso de rumores muy extendidos, puede llevarles a repetir los errores cometidos por otros dando lugar a la sobre o infravaloración de los activos (Shiller, R.J. (1984)). Según contempla la Teoría de Mercados Eficientes, estos movimientos correlacionados por parte de los noise traders, serán contrarrestados a través del arbitraje, pero la efectividad del arbitraje depende de la disponibilidad de activos idénticos o sustitutos perfectos y además existen costes de transacción, por lo que el arbitraje siempre es arriesgado.

⁸⁰ Ver Kahneman et. al. (1982) y (2000).

⁸¹ Cuando los precios especulativos aumentan, suponiendo ganancias para algunos inversores, esto atrae la atención del público, promoviendo el entusiasmo a través de los intercambios de información entre los individuos, y generando altas expectativas de un nuevo incremento de precios, en observancia de la tendencia inmediatamente anterior. Este proceso provoca un aumento de la demanda por parte de los inversores y genera, de este modo, otra ronda de incrementos de precios. Si la retroalimentación no es interrumpida, después de muchas rondas podría producir una burbuja especulativa.

para desacreditar la idea de la eficiencia de los mercados y apuntar que las cotizaciones reflejan otros factores relacionados con la psicología de los inversores, además de la información públicamente disponible. Uno de estos ejemplos es el de las acciones de Royal Dutch y Shell, que deberían cotizar con una relación 1 a 1,5 respectivamente en las bolsas de Ámsterdam y Londres (una acción de Royal Dutch equivale a una y media de Shell, con igualdad de derechos financieros), han registrado desviaciones de hasta el 20% con respecto a esa relación teórica.

Por todo ello, también vamos a tratar de ver hasta qué punto los analistas consideran que los mercados son ineficientes, o más bien hasta qué punto tienen en cuenta los factores comportamentales, ya que dentro del análisis de las necesidades de información de éstos, vamos a contrastar si otorgan fiabilidad y credibilidad a 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.

2 Metodología de la Investigación

Una vez que los objetivos y el marco teórico de esta investigación han quedado ampliamente descritos en la introducción del presente trabajo, en las siguientes páginas vamos a explicar la metodología en la que se apoya esta investigación trabajo para abordar estos objetivos, así como los pasos seguidos a la hora de completar el diseño metodológico.

En la fase de diseño metodológico, el objetivo es identificar la mejor manera de recopilar la información necesaria para cubrir los ya conocidos objetivos. Con esta premisa, el diseño de la investigación de acuerdo a los objetivos planteados es el de un estudio descriptivo transversal, es decir, un estudio formal que proporcione información sobre las variables objeto de investigación en el momento actual⁸².

Una vez establecido el tipo de estudio a llevar a cabo en el marco de la investigación, se plantea la herramienta de obtención de esta información. Toda vez que el propósito de la investigación es claro, parece obvio que por motivos de calidad de la información, en cuanto a pertinencia, exactitud, actualidad e imparcialidad, debemos centrarnos en recopilar datos primarios, es decir, datos nuevos y no secundarios o preexistentes en publicaciones u otros medios.

Siguiendo el razonamiento de Kotler (2005), la recopilación de datos primarios puede llevarse a cabo de diferentes formas:

⁸² Ver Santesmases, M. (2001), p. 70 ss.

ENFOQUES DE INVESTIGACIÓN	MÉTODOS DE CONTACTO	PLAN DE LA MUESTRA	INSTRUMENTOS DE INVESTIGACIÓN
Observación	Correo	Unidad de muestreo	Cuestionario
Encuesta	Teléfono	Tamaño de muestra	Instrumentos mecánicos
Experimento	Personal	Procedimiento de muestreo	

Ilustración 2: Recopilación de datos primarios⁸³

La Investigación Observacional consiste en recopilar datos primarios a partir de la observación de personas, acciones y situaciones pertinentes. Este enfoque tiene varios métodos de aplicación, como la observación natural o real, pero también se pueden realizar ejercicios simulados en los cuales se observan comportamientos y reacciones ante situaciones fingidas. Para ello es necesario que los individuos que componen la muestra puedan ser observados sin su conocimiento, o bien que se presten a un ejercicio de simulación. En cualquiera de los casos, es además un método de investigación muy intensivo en tiempo tanto por parte del investigador como de los sujetos muestrales.

La Investigación por Encuesta es la más adecuada para procurar información descriptiva. Preguntando directamente a los entrevistados se pueden hallar datos relativos a sus preferencias, opiniones, comportamientos, etc. A través de los diferentes tipos de encuesta, se

⁸³ Elaboración propia en base a Kotler, P. (2005).

puede buscar el formato que mejor se adapte a las condiciones de tiempo y disponibilidad de la muestra y del investigador.

La Investigación Experimental por último, se basa en realizar experimentos con la muestra para recopilar información causal. Nuevamente se trata de un método que exige que la muestra se preste a un experimento, que además demanda gran cantidad de tiempo a la propia muestra y al investigador, por lo que sólo es aplicable en casos que puedan adaptarse a estas condiciones.

Dadas las características de la población objeto de estudio (analistas financieros de renta variable, dispersos físicamente, con un trabajo inflexible, y con escasa disponibilidad de tiempo) y de la información que pretendemos obtener (información técnica, acerca de patrones de trabajo y herramientas intelectuales), que no está disponible de ningún modo en el mercado, y que constituye una aportación absolutamente novedosa, la herramienta en la que se basa la presente investigación es la encuesta, que parece la más apropiada para estos propósitos: en primer lugar, es especialmente indicada para recoger opiniones, creencias o actitudes. Esta investigación pretende conocer los hábitos y las prácticas de los analistas, por lo que una respuesta directa es el mejor método para obtener este input. Por otra parte, permite generalizar los resultados a una población definida, porque es más fácil obtener una mayor muestra que con otras metodologías: este método se basa en el estudio de una muestra representativa de la población objeto de la investigación, de la que se obtienen los datos requeridos (datos primarios) mediante comunicación directa⁸⁴. La mayor llegada de este método se explica por su adaptación a las características ya comentadas de la muestra, ya que permite acceder a ubicaciones dispersas, y exige poco tiempo de dedicación al entrevistado. Por último, la encuesta permite obtener también de forma directa los datos

⁸⁴ Ver Zikmund, W. (2003).

de clasificación relativos a medidas de carácter demográfico y socio – económico, necesarias para la investigación⁸⁵.

Ante la idoneidad de este método para nuestro propósito, el último paso en cuanto a la definición de la metodología de investigación, consiste en cerrar la elección del tipo de encuesta.

En primer lugar, ésta puede ser estructurada, a través de la utilización de listas formales de preguntas que se plantean a los encuestados de igual manera, o no estructurada, cuando se utiliza un formato abierto. Además, las encuestas pueden ser directas, cuando se realizan preguntas directas al encuestado, o indirectas. Por último, existen tres métodos básicos para llevar a cabo las encuestas ad – hoc⁸⁶: personalmente, por teléfono o por correo. En la encuesta personal las preguntas se formulan en un encuentro directo entre encuestado y encuestador, en la encuesta telefónica la situación es similar salvo que la comunicación se realiza mediante el teléfono y en la encuesta postal se solicita a los encuestados que cumplimenten y devuelvan el cuestionario que se les envía por correo tradicional o electrónico.

Estos diferentes tipos de encuesta presentan ventajas e inconvenientes que determinan el que su aplicación sea más recomendable ante determinadas situaciones. En la siguiente ilustración de resumen las principales ventajas y limitaciones de cada uno de estos tres métodos, y posteriormente se hace un breve análisis con mayor detalle de las características más relevantes de cada uno de estos métodos de encuesta, orientado siempre a las características de la muestra objeto de estudio, de cara a tomar la decisión más adecuada:

⁸⁵ Ver siguiente apartado sobre diseño muestral.

⁸⁶ Ver Santesmases, M. (2001), Kotler, P. (2005) o Grande Esteban, I. y Abascal Fernández, E. (1996).

Método	Ventajas	Limitaciones
Encuesta personal	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Elevado índice de respuesta ➤ Se conoce quién contesta ➤ Evita influencias de terceras personas ➤ Se reducen las respuestas evasivas ➤ Facilita la utilización de material auxiliar 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Alta exigencia de tiempo por ambas partes ➤ Coste elevado ➤ Sesgos por influencias del entrevistador ➤ Errores del entrevistador
Encuesta telefónica	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Relativa rapidez en la obtención de datos ➤ Permite entrevista a personas poco accesibles ➤ Elevado índice de respuesta (más que en la postal pero menos que en la personal) 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Dificultad de contacto con el entrevistado ➤ Brevedad del cuestionario ➤ No se puede utilizar material auxiliar ➤ Alta exigencia de tiempo por ambas partes
Encuesta postal	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Reducido coste ➤ Facilidad de acceso a los encuestados ➤ Flexibilidad para el entrevistado (puede contestar en cualquier momento y lugar) ➤ Se evita la posible influencia del entrevistador 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Bajo índice de respuesta ➤ No hay seguridad de quién contesta el formulario (correo tradicional) ➤ Necesidad de datos de contacto ➤ El cuestionario ha de ser reducido

Ilustración 3: Ventajas y Limitaciones de los Distintos Métodos de Encuesta ⁸⁷

La encuesta personal es quizás el método que goza de mayor popularidad y el que se ha utilizado con mayor profusión en la captación de información primaria debido, principalmente, a las ventajas que presenta frente a los otros tipos de encuesta, como son el mayor índice de respuesta, ya que cuando se contacta con las personas a encuestar es poco probable que

declinen responder el cuestionario o no lo concluyan una vez comenzado, el hecho de que se obtienen respuestas menos evasivas e inconcretas, ya que el entrevistador puede aclarar cualquier tipo de dudas que se puedan suscitar en el cuestionario, y por último el hecho de que permiten utilizar materiales auxiliares para profundizar en determinados temas. En contrapartida, las encuestas personales presentan como principales inconvenientes un coste elevado, ya que al tiempo necesario para realizar la entrevista hay que añadirle el tiempo que el entrevistador necesita para desplazarse hasta el lugar de residencia de la persona a entrevistar que, junto con el coste de los desplazamientos, representa en suma un coste importante por cada entrevista realizada. Adicionalmente, pueden originarse sesgos por influencias del entrevistador, es decir, la actuación del entrevistador en la encuesta, su presencia física, sus explicaciones, su entonación, etc. pueden representar una fuente de distorsión en la información obtenida.

La encuesta telefónica es un método que permite obtener información con mayor rapidez, ya que se reducen los tiempos de organización, desplazamiento, etc., de una entrevista personal, si bien exige el mismo tiempo de dedicación a la entrevista que el método personal. En relación al índice de respuesta, el número de personas que aceptan contestar por teléfono una encuesta suele ser bastante elevado, aunque en los últimos años la rápida expansión de telemarketing "dirigido" está provocando una disminución de la disposición del público a cooperar en las encuestas telefónicas como consecuencia del aumento de llamadas telefónicas, muchas veces indeseadas. Otro inconveniente o limitación importante desde nuestro punto de vista es la dificultad de localizar a determinados entrevistados telefónicamente (dificultad de obtención del número de contacto).

⁸⁷ Elaboración propia.

Finalmente, la encuesta postal consiste en el envío por correo de un cuestionario a las personas que constituyen la muestra para que por la misma vía lo devuelvan cumplimentado. Entre las principales ventajas de la encuesta postal destacan a nuestro entender su reducido coste frente a los otros dos métodos de encuesta, pues es un sistema económico de recogida de información especialmente cuando se utiliza el correo electrónico. Es además un sistema más flexible para el entrevistado, que puede contestar el cuestionario en el momento más conveniente y empleando el tiempo que desee, en el lugar que mejor le convenga, lo cual puede llevar a respuestas más meditadas y concienzudas. Adicionalmente, se evitan los posibles sesgos que puedan originarse por la influencia del encuestador en el proceso de realización de la encuesta. Por último, el correo electrónico garantiza la recepción de la encuesta por parte del entrevistado.

En lo que se refiere a las desventajas de la encuesta postal, destacaría el bajo número de respuestas que se reciben en relación con los envíos realizados, que se sitúa en torno al 10% ó 20% en los mejores casos⁸⁸. Para tratar este problema del bajo índice de respuesta es necesario establecer una serie de mecanismos motivadores, como son, en primer lugar que junto con el cuestionario se envíe una carta de representación en la que se pongan de manifiesto la necesidad de la colaboración del encuestado y la importancia que tiene su respuesta para los fines de la investigación. En segundo lugar, otro mecanismo que incrementa el índice de respuesta es ofrecer un incentivo material, además del incentivo moral que se pretende dar con la carta. En este sentido, se han utilizado diversas formas como, por ejemplo, ofrecer una participación en sorteos a las personas que respondan, regalos, vales de descuento sobre determinados productos, facilitar los resultados de la investigación, etc.

La identidad del encuestado se identifica tradicionalmente como una limitación de este método de encuesta, aunque en nuestra opinión, la

utilización del correo electrónico, y más aún si se trata de la dirección profesional, limita mucho este riesgo. Otra desventaja de las encuestas postales es la escasa disponibilidad de un directorio del universo a investigar, lo que dificulta mucho la labor del investigador. En este caso se prevé un esfuerzo considerable por los anteriores motivos, ya que la obtención de los datos de contacto de los analistas, así como el tiempo que les requerirá contestar al cuestionario, dada la actividad de estos profesionales, complicará la obtención de respuestas considerablemente.

Tras analizar todos estos aspectos, creemos que la conclusión obvia es que el método más adecuado será el que mejor se adapte a las necesidades de información de la investigación y sobre todo, a las características de los entrevistados, ya que una herramienta que permita obtener respuestas de la muestra con la calidad adecuada es fundamental.

Las características de la muestra y de la información a recavar hacen que para esta investigación nos inclinemos por la encuesta directa a través del correo, y en concreto, del correo electrónico. En primer lugar consideramos que brinda una gran facilidad de acceso a las personas a encuestar en su puesto de trabajo, garantizando la recepción del cuestionario y minimizando el riesgo de no conocer la verdadera identidad del encuestado; en segundo lugar, la flexibilidad para el entrevistado es un factor clave (permite manejar el cuestionario de forma cómoda, sin exigir completarlo de una única vez, tal y como ocurre con la vía telefónica o personal, hacerlo en el lugar que el encuestado decida y utilizando el tiempo que considere, lo que estamos convencidos que redundará en la calidad y en la cantidad de las respuestas. Reiteramos que dadas las características de la población objeto de estudio, con escasa disponibilidad de tiempo, y contactada en su lugar de trabajo, son características muy favorables); y por último, el hecho de que se evita la posible influencia del entrevistador, nos resulta una característica muy positiva.

⁸⁸ ver Chiu, I. y Brennan, M. (1990).

En cuanto al formato, hemos optado por uno cerrado, es decir, una encuesta directa estructurada en base a un cuestionario, tal y como explicaremos en el posterior apartado de diseño del cuestionario.

Por tanto, y a diferencia de estudios previos⁸⁹, nuestra investigación se basa en las respuestas directas del colectivo objeto de estudio, es decir, de los analistas financieros de renta variable en España. Como tales, los resultados obtenidos no son objeto de ninguna manipulación o interferencia, por lo que los estudios y conclusiones realizados a partir de estos datos serán muy fiables.

2.1 Diseño Muestral

Los analistas financieros, tal y como hemos definido en la introducción, son aquellos profesionales cualificados, con contrastada experiencia, que además publican análisis e informes escritos basados en técnicas de análisis económico, estratégico, contable, financiero y no financiero. Con esta información, analizan y evalúan compañías para emitir posteriormente recomendaciones de inversión. Por tanto, los analistas financieros de renta variable en España son el grupo de actores del mercado idóneo para proporcionar la información necesaria para esta investigación, a través de los cuestionarios, y conforman por tanto la población o universo muestral que va a ser objeto de estudio para la investigación.

Con esta definición, desde un primer momento surge una gran dificultad en el proceso de muestreo, ya que no existe un censo de analistas financieros de renta variable en España, y dado el carácter novedoso de esta

⁸⁹ Con la comentada excepción en el capítulo 1.1 del estudio realizado por Graham, Cannice y Sayre (2002).

investigación y de su metodología, no existe un marco de referencia al que recurrir a la hora de determinar el tamaño exacto de la población, con la complejidad que esto supone de cara a determinar el tamaño de la muestra.

Partiendo de los objetivos de este trabajo, es obvio desde un primer momento que la muestra debía formarse a partir de elementos de esta población, es decir, la unidad muestral equivale a un analista financiero de renta variable en España, que como hemos aclarado en el apartado anterior, deberá responder a la encuesta a través de un formulario.

El siguiente paso una vez definida la población marco, consiste en comenzar el citado proceso de muestreo. El muestreo implica obviamente un cierto grado de incertidumbre, que sin duda debe neutralizarse a través de un proceso de diseño muestral exhaustivo y objetivo. El muestreo resulta insalvable en casos en los que el estudio de una población implica un trabajo demasiado grande y prácticamente inabarcable por múltiples motivos, entre los que destaca la escasez de recursos, humanos, materiales y económicos, la dispersión física de la población, así como su escasa disponibilidad de tiempo⁹⁰.

En definitiva, mediante este proceso de muestreo se trata de identificar un grupo representativo de entre todos los analistas financieros, cuyas respuestas pudieran ser extrapoladas de forma fiable, de modo que los resultados de la encuesta y por ende las conclusiones de la investigación puedan hacerse extensivos por completo al conjunto de analistas financieros de renta variable en España, evitando todos los sesgos de selección posibles.

Al no existir un 100% de certeza sobre el tamaño poblacional exacto, así como al existir un condicionante sobre lo que se entiende en este trabajo

⁹⁰ Limitaciones identificadas en numerosos trabajos. Ver por ejemplo Wonnacott, T. H. y Wonnacott, R. J. (1998).

como “analista financiero de renta variable”, el aplicar una técnica de muestreo aleatorio pura es inviable, como por otra parte ocurre habitualmente en la práctica⁹¹, por lo que a continuación argumentaremos la utilización de un método por pasos o mixto, en el que el primer paso consiste en un muestreo por conglomerados, para posteriormente realizar en un segundo paso un muestreo aleatorio simple en cada uno de los conglomerados. El muestreo por conglomerados identifica grupos que cumplen determinadas condiciones, que en este caso son las que determina la definición previa de “analista financiero de renta variable en España”.

Con esta limitación, y dadas las características del estudio, cuyo objetivo principal no es una comparación mediante un contraste de hipótesis, sino una estimación de estadísticos, y con una población finita definida, el primer paso que dimos fue el de comenzar a identificar las instituciones para las que trabajan los analistas financieros en nuestro país, en una primera aproximación a lo que sería la estructura muestral de nuestra investigación.

La selección de las instituciones comenzó con una búsqueda en bases de datos de las principales instituciones financieras, bases de datos científicas, publicaciones financieras e Internet⁹². Tras este primer acercamiento, distinguimos cuatro grandes grupos de compañías que emplean a analistas financieros. La tipología de entidades se divide en un primer grupo que hemos denominado Entidades Financieras (que engloba Entidades de Crédito, Sociedades y Agencias de Valores, Sociedades Gestoras de Carteras y Empresas de Servicios de Inversión); un segundo grupo lo componen los Brokers Online y Publicaciones Financieras Online; el tercer grupo lo integran las Publicaciones Financieras (no online); y el cuarto grupo

⁹¹ ver Grande Esteban, I. y Abascal Fernández, E. (1996). p. 381

⁹² CNMV, Banco de España, bases de datos WISO-NET, Yahoo Finance, Yahoo Finanzas España, Wall Street Journal Tombstones, y otros. La CNMV tiene publicados listados de agencias de valores, gestoras de carteras, entidades de crédito y empresas de servicios de inversión autorizadas a trabajar en España.

lo constituyen las Agencias de Rating. Las primeras son exclusivamente las entidades inscritas en los registros oficiales de la CNMV.

Una vez identificada esta primera tipología de entidades, y a través de las mismas fuentes de información, identificamos las compañías individuales que forman parte de éstas, y una vez identificado un primer listado de empresas⁹³, siguiendo con la citada aplicación de un muestreo por conglomerados no aleatorio y por cuotas⁹⁴, es decir, centrándonos primero en las entidades, que constituyen grupos de elementos de la población previamente formados, y posteriormente en los individuos (analistas), en función de que cumplan las características definidas como de control. El muestreo no es aleatorio, ya que se seleccionan todas las entidades que cumplen los requisitos, así como todos los analistas dentro de éstas, que a su vez también encajan con las exigencias planteadas. Por tanto, mediante este proceso de búsqueda y selección, se está apuntando a la población completa de elementos que cumplen con las características descritas anteriormente. Con este primer paso de muestreo por conglomerados, se logra tener en la muestra casos de todas las tipologías de entidades consideradas, para posteriormente, sobre cada una de ellas, realizar el muestreo aleatorio.

La primera tarea en este muestreo por conglomerados es la de seleccionar las entidades, ya que sólo aquellas que cumplan una serie de características son válidas para participar en la investigación, de acuerdo a los requisitos que planteamos en cuanto a las características de la población, de cara a obtener datos válidos para nuestros propósitos. Así, contactamos con todas las compañías de los cuatro grupos identificados

⁹³ Ver Anexo IV.

⁹⁴ Se trata de un muestreo en dos fases, en el que primero se identifican los conglomerados o áreas, y posteriormente los elementos por cuotas. Podemos decir que se trata de un híbrido entre ambas técnicas de muestreo, teniendo en cuenta la especial dificultad que comporta la población objeto de estudio.

anteriormente⁹⁵, bien directamente (por teléfono o email), bien a través de su página web, con el objeto de conocer si se cumplían los tres requisitos o características de control, que son las siguientes:

- tener departamentos de análisis independientes⁹⁶
- con analistas empleados directamente
- publicar análisis y recomendaciones de valores bursátiles por escrito

Con este primer filtro, se vio que las agencias de rating, cuyos analistas forman parte de departamentos independientes y que publican informes, no emiten sin embargo recomendaciones de inversión, por lo que al no ceñirse a nuestra definición de “analista financiero” quedarán excluidas de la muestra. Por otra parte, analizando la tipología de entidades restante, consideramos como mejor criterio de segmentación diferenciar por una parte las entidades que están sujetas a la regulación de la CNMV (entidades financieras), como las Entidades de Crédito, las Sociedades y Agencias de Valores, las Sociedades Gestoras de Carteras, y las Empresas de Servicios de Inversión, dentro de las cuales se engloban las respectivas sociedades o agencias de valores online, y por otra parte el resto de entidades, que en este caso serían las publicaciones financieras tanto online como en papel.

Una vez concluida esta labor de filtrado e identificación, la selección final de entidades fue la que sigue:

⁹⁵ Las tipologías de entidades identificadas y sus componentes son recopilables a través de los registros de la CNMV en el caso de entidades financieras, la Asociación Española de Prensa en el caso de las publicaciones financieras, y con búsquedas en Internet para las publicaciones financieras online, que por otra parte no son muy numerosas. En cuanto a las entidades de Rating Crediticio, es sobradamente conocido que existe un oligopolio cuyos competidores son tres empresas concretas.

⁹⁶ Es decir, con analistas profesionales dedicados exclusivamente a la labor de análisis.

Entidad	Tipología
5 Días	Publicaciones
Abante Asesores	Sociedades y Agencias de Valores
Agenbolsa	Sociedades y Agencias de Valores
Ahorro Corporación	Sociedades y Agencias de Valores
Axa	Sociedades y Agencias de Valores
Banca March	Entidades de Crédito
Banco de Inversión	Entidades de Crédito
Banco Espirito Santo	Entidades de Crédito
Banco Popular	Entidades de Crédito
Banco Santander	Entidades de Crédito
Banco Urquijo	Entidades de Crédito
Banesto	Sociedades y Agencias de Valores
Banif	Entidades de Crédito
Bankinter	Entidades de Crédito
BBVA	Entidades de Crédito
Bestinver	Sociedades y Agencias de Valores
Beta Capital	Sociedades y Agencias de Valores
BNP Paribas	Entidades de Crédito
Bolsamania	Publicaciones
BPI	Sociedades y Agencias de Valores
Caja Madrid	Sociedades y Agencias de Valores
Cheuvreux	Sociedades y Agencias de Valores
Citigroup	Entidades de Crédito
Consulnor	Sociedades y Agencias de Valores
Corporación Financiera Alba	Sociedades y Agencias de Valores
Cortalconsors	Sociedades y Agencias de Valores
CSFB	Sociedades y Agencias de Valores
Deutsche Bank	Entidades de Crédito
DRKW	Entidades de Crédito
Espirito Santo Investment	Sociedades y Agencias de Valores
Fidentiis	Sociedades y Agencias de Valores
Fortis	Sociedades y Agencias de Valores
Gefonsa	Sociedades y Agencias de Valores
Gestion de Patrimonios Mobiliarios	Sociedades y Agencias de Valores
Grupo CIMD	Sociedades y Agencias de Valores
Grupo Recoletos	Publicaciones
GVC	Sociedades y Agencias de Valores
Ibequities	Sociedades y Agencias de Valores
Ibersecurities	Sociedades y Agencias de Valores

ING	Sociedades y Agencias de Valores
Interdin	Sociedades y Agencias de Valores
Intereconomía	Publicaciones
Invercaixa	Sociedades y Agencias de Valores
Inverseguros	Sociedades y Agencias de Valores
JP Morgan	Sociedades y Agencias de Valores
Kepler Equities	Empresas de Servicios de Inversión
La Caixa	Sociedades y Agencias de Valores
Link Securities	Sociedades y Agencias de Valores
Merrill Lynch	Sociedades y Agencias de Valores
Morgan Stanley	Sociedades y Agencias de Valores
Norbolsa	Sociedades y Agencias de Valores
Oddo	Sociedades y Agencias de Valores
Ravengate	Publicaciones
Renta 4	Sociedades y Agencias de Valores
Safei	Sociedades y Agencias de Valores
Selftrade	Publicaciones
Société Générale	Sociedades y Agencias de Valores
Standard and Poor's	Publicaciones
UBS	Sociedades y Agencias de Valores
Venture	Sociedades y Agencias de Valores

Ilustración 4: Instituciones seleccionadas⁹⁷

El resultado se traduce en que la totalidad de las entidades con competencia en materia de análisis financiero en España forman parte de la selección, y con ellas sus analistas. En resumen, se seleccionaron 59 departamentos de análisis de las diferentes instituciones para la presente investigación.

PANEL: Grupos de entidades seleccionados

Grupo	Muestra	
	Sujetos	%
Departamentos de análisis de Entidades de Crédito	13	22,03%
Departamentos de análisis de Sociedades/Agencias de Valores	39	66,10%
Departamentos de análisis de Gestoras de Carteras	-	-
Departamentos de análisis de Empresas de Servicios de Inversión	1	1,69%
Departamentos de análisis de Publicaciones Financieras	6	10,17%
Total	59	100%

Tabla 1: Instituciones seleccionadas por grupos⁹⁸

La siguiente tarea una vez localizadas las compañías, y seleccionadas aquellas que cumplían los requisitos, consiste en determinar la población total de analistas existente dentro de éstas.

La gran dificultad que entraña el diseño muestral para la presente investigación, insistimos, salta a la vista, dado el carácter novedoso de la misma, tanto en cuanto a sus objetivos, como en cuanto al colectivo al que se dirige, para el que no existe un censo de analistas financieros en activo en España. Este dato, fundamental para determinar el tamaño muestral necesario, repetimos que no se encuentra disponible en ninguna fuente pública ni privada.

Es conocido que para poblaciones de menos de cien mil sujetos, el tamaño muestral se calcula en función del error de muestreo que se quiera admitir. Sin embargo, para hacer el cálculo de los elementos muestrales necesarios para garantizar la representatividad de la muestra, es necesario conocer el tamaño de la población, ya que las poblaciones de este tamaño no son

⁹⁷ Elaboración propia

⁹⁸ Elaboración propia

consideradas infinitas. En el caso que nos ocupa, es obvio que la población objetivo es menor a cien mil individuos, si bien ante la inexistencia del dato exacto, y una vez seleccionadas todas las entidades que cumplen con los criterios prefijados, decidimos renunciar a identificar una submuestra y proceder por tanto a encuestar a todos los analistas empleados por estas entidades, es decir, a la población completa.

A modo de breve resumen, vamos a citar de forma esquemática las premisas para calcular el tamaño de la muestra⁹⁹, que parten de tomar en cuenta tres factores:

1. El porcentaje para la estimación de los intervalos de confianza, con el que se generalizan los datos desde la muestra hacia la población total.
2. El porcentaje de error asumible en la estimación puntual del estadístico estudiado que se pretende aceptar al momento de hacer la generalización.
3. El nivel de variabilidad que se calcula para comprobar la hipótesis.

Los intervalos de confianza son los valores que permiten extrapolar el estimador puntual de la muestra a la población total de estudio al generalizar los resultados obtenidos. Esto quiere decir que un porcentaje del 100% equivale a afirmar que no existe ninguna duda para generalizar tales resultados, lo cuál solo es posible cuando se estudia la población diana en su conjunto, es decir, implica estudiar a la totalidad de los casos de la población. Comúnmente en las investigaciones sociales se busca un 95% de confianza.

⁹⁹ en base a numerosas fuentes. Ver, entre otras, Santesmases, M. (2001), Kotler, P. (2005) o Grande Esteban, I. y Abascal Fernández, E. (1996).

El error o porcentaje de error equivale a elegir una probabilidad de aceptar una hipótesis que sea falsa como si fuera verdadera, o la inversa: rechazar la hipótesis verdadera por considerarla falsa. El primer supuesto es el nivel de seguridad, mientras que el segundo es la potencia del test estadístico. Al igual que en el caso de la confianza, si se quiere eliminar el riesgo del error y considerarlo como 0%, entonces la muestra es del mismo tamaño que la población, por lo que conviene correr un cierto riesgo de equivocarse. Comúnmente se acepta entre el 4% y el 6% para la seguridad y del 15-20% para la potencia, tomando en cuenta de que no son complementarios la confianza y el error.

En tercer lugar, la variabilidad o desviación típica máxima está asociada a una proporción del 50% entre la posibilidad de ocurrencia de un atributo entre la población. Esta variabilidad está ligada al intervalo de confianza.

En base a las anteriores variables se realiza el cálculo del tamaño muestral, aunque finalmente, en los casos en que la población estudiada sea relativamente pequeña y por lo tanto, la muestra represente una proporción elevada de la población total, tal y como ocurre en esta investigación, la variabilidad de la muestra en tal situación es menor que si se considera una población mucho mayor.

De esta forma, utilizando la fórmula de cálculo de tamaño muestral para estimación de un porcentaje por intervalos de confianza y para muestras finitas, con una población diana de 235 analistas, un nivel de confianza del 95%, un error asumible del 6% y teniendo en cuenta los conglomerados del estudio, el tamaño mínimo de la muestra necesaria es de 131.

Por todo ello, la decisión de entrevistar a todos los analistas empleados por las entidades seleccionadas, elimina cualquier sesgo y riesgo inherente al proceso de muestreo, si bien implica de nuevo una labor mucho más costosa de relevamiento y análisis de información, y adicionalmente, serán

necesarias al menos 131 respuestas para conseguir un nivel de precisión, seguridad y error suficientes para dar validez a los estimadores.

Para abordar la investigación con este alcance, el primer paso fue contactar nuevamente con las compañías seleccionadas y detalladas en la Ilustración 4, tanto directamente (por teléfono o email), como a través de su página web, para obtener por una parte el detalle de los analistas financieros de renta variable empleados en cada una de ellas, y por otra, los datos de contacto de los citados departamentos de análisis, así como de los analistas individuales. Por otra parte, completamos el proceso con una búsqueda en bases de datos de informes de análisis publicados y mediante contactos con los departamentos de relaciones con inversores de las principales empresas del IBEX, a partir de los que obtuvimos una cantidad considerable de información que nos permitió ampliar los contactos directos vía teléfono o email con las compañías. Así, a través de estos medios fue posible localizar los detalles de contacto de los analistas individuales empleados por las citadas instituciones, que conformarían la muestra definitiva de la investigación.

Con el objetivo de garantizar la representatividad de la muestra, entendemos que es imprescindible que los analistas de una misma compañía a los que se dirigiese la encuesta, debían ser heterogéneos en cuanto a su especialización sectorial. En concreto, distinguimos siete tipologías de industria de especialidad: Servicios Financieros / Seguros, Farmacéutico / Salud, Bienes de Equipo / Hardware, Medios y Entretenimiento, Energía / Química, Consumo, IT y Telecomunicaciones. Esta segmentación por industria está de acuerdo con las clasificaciones sectoriales de numerosos informes de análisis a nivel nacional e internacional¹⁰⁰ y permitirá segmentar los resultados y realizar análisis mucho más ricos.

¹⁰⁰ ver informes de análisis de SCH o de JP Morgan. Este último distingue habitualmente entre energy, materials, industrials, discretionary, staples, healthcare, financials, it, utilities.

Finalmente, solo serán considerados válidos aquellos analistas que emplean toda la información a su alcance para su análisis, es decir, analistas técnicos y otros analistas que no realizan un análisis exhaustivo de las compañías no debían formar parte de la muestra¹⁰¹. El último requisito, y no por ello el menos importante, fue buscar analistas “senior” o equivalentes (con contrastada experiencia), que además publicaran análisis e informes escritos. Por ello, los analistas “junior” o asociados que prestan apoyo al análisis en las compañías y no firman los informes publicados, tampoco forman parte de la muestra objetivo de esta investigación.

A estos efectos se pedía a los encuestados una serie de información personal que se detalla en el siguiente apartado.

De acuerdo a todos estos filtros, el total de analistas contactados fue de 235, que como hemos comentado anteriormente, es el número de analistas financieros senior de renta variable en España, en el momento de llevarse a cabo esta investigación, que realizan análisis de compañías y publican recomendaciones de inversión.

2.2 Diseño del cuestionario

La fase final desde el punto de vista metodológico de la investigación es la de diseño del cuestionario.

Elaborar un cuestionario apropiado para dar respuesta a una necesidad de información de cara a la investigación, requiere de un proceso meticuloso

¹⁰¹ Este hecho se pondrá de manifiesto en cualquier caso al no poder completar los cuestionarios satisfactoriamente en estos casos.

que, de no llevarse a cabo, dará lugar a información sesgada o inapropiada para la extracción de conclusiones válidas.

Como ya hemos avanzado al principio del capítulo, para esta investigación se utilizará un cuestionario con preguntas cerradas mayoritariamente. El primer paso dado a la hora de comenzar a elaborar el cuestionario, fue definir un grupo representativo de analistas financieros¹⁰², y dentro de éstos, un subgrupo dispuesto a colaborar en la fase inicial de diseño como veremos a continuación. A través de un primer contacto, en la primera fase de diseño de la encuesta, y antes incluso de comenzar a elaborar un primer borrador de la estructura de la misma, sondeamos a varios analistas explicando la naturaleza de nuestra investigación, para conocer su predisposición a colaborar en una primera fase. De este modo, pudimos mantener entrevistas con tres analistas que se mostraron dispuestos a colaborar tras este primer contacto¹⁰³.

Estas entrevistas tenían como objeto obtener un primer feedback por parte de tres componentes de la muestra objeto de estudio, acerca de los objetivos de la investigación y del enfoque que debía tener la encuesta. Por otra parte también buscaba obtener una aproximación desde un prisma práctico de los pasos que componen el proceso de análisis de valores de renta variable, de modo que fuera posible identificar aquellos factores más relevantes y adaptar la encuesta a estos, con la intención de que la cumplimentación siguiese un esquema más amigable para los encuestados, dirigido a mejorar la tasa y calidad de las respuestas¹⁰⁴.

¹⁰² ver capítulo 2.1 “Diseño muestral” para más detalles.

¹⁰³ Siguiendo el deseo explícito de dos de los tres analistas que colaboraron en el diseño del cuestionario, los nombres y la información personal de estos dos analistas han sido omitidos. En el capítulo de “Referencias” aparecen como “Analista 1” y “Analista 2” y únicamente se detalla información acerca de los bancos a los que pertenecen y su categoría profesional, que no representa necesariamente su posición dentro de la organización.

¹⁰⁴ Existen numerosas recomendaciones en este sentido. Ver como ejemplo Luque, T. (1997).

Consideramos que la participación de analistas en el prediseño de la encuesta es un importante punto extra a favor de la adecuada perspectiva con la que se inicia el trabajo de diseño¹⁰⁵. Así, en este primer momento, pudimos contrastar que efectivamente una encuesta directa y con preguntas cerradas¹⁰⁶ en su mayor parte, sería la forma más adecuada de abordar la obtención de datos. Esta primera toma de contacto fue además de gran ayuda y utilidad para formarnos una clara impresión del proceso de análisis, permitiéndonos contrastar las diferentes áreas de conocimiento que un analista debe observar según la teoría económico-financiera y la práctica real de mercado, y con ello las necesidades de información que de estas áreas pudieran derivarse. Con toda la información obtenida de las entrevistas pudimos elaborar un primer borrador de la estructura de cuestionario.

Los subconjuntos de variables que configuran la vertebración del cuestionario en este primer momento tienen además muy en cuenta los objetivos y subobjetivos de la investigación. Por tanto, se busca obtener especial información de los aspectos relativos a Información de los Estados Financieros y Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), Factores Intangibles y Estratégicos, Gobierno Corporativo y Stakeholders¹⁰⁷, siempre con el objetivo final en el horizonte de obtener una lista completa de todas las variables que conforman las necesidades de información de los analistas de renta variable en España.

Con todo ello realizamos una primera estructura de cuestionario, que fue comentada en posteriores entrevistas con los mismos analistas, y completada con lecturas en literatura financiera, así como siguiendo la

¹⁰⁵ ver capítulo 2.2 “Diseño del cuestionario”

¹⁰⁶ las preguntas cerradas son aquellas que contienen las posibles respuestas a la pregunta, no dejando libertad al encuestado para responder más allá de estas posibles respuestas.

¹⁰⁷ Tal y como se explican en el capítulo introductorio.

metodología de técnicas de inversión muy extendidas como el Multex¹⁰⁸. Con todos los puntos de vista sobre la mesa, decidimos finalmente dividir el cuestionario en cinco áreas de análisis, que se detallan a continuación:

- I. Variables Macroeconómicas
- II. Análisis Sectorial y Variables Estratégicas
- III. Análisis de Estados Financieros (Fundamental)
- IV. Análisis Técnico
- V. Variables No Financieras y Factores Intangibles

Partiendo de esta estructura, el siguiente paso consistía en determinar las variables que deberían ser incluidas para su evaluación en cada uno de los apartados anteriores. Se trataba de identificar posibles necesidades de información de los analistas en las diferentes áreas, que pudieran traducirse en variables evaluables en un cuestionario. Para tal fin, partimos de las variables empleadas para el análisis de valores de renta variable y de estados financieros citadas en la literatura económico-financiera, en publicaciones financieras y en otras publicaciones especializadas, en informes publicados de analistas de diferentes entidades, en metodologías de inversión extendidas, así como de las entrevistas con los citados analistas, con la idea de obtener un set de variables representativo y lo más amplio posible para cada área de estudio, del que posteriormente, a través de las respuestas de la muestra, resultarían las necesidades reales de información de los analistas a través de las valoraciones otorgadas a este set de variables que componen el cuestionario.

El citado set completo de variables, así como la naturaleza y codificación de las mismas, se detallan en los próximos apartados.

¹⁰⁸ El "Multex Four-Step Investment Method" es una metodología de inversión dividida en cuatro pasos para el análisis de valores. Ver Gerstein, M. H. (2002) o

2.2.1 Variables Macroeconómicas

El primer bloque de variables incluido en el cuestionario, llamado “Variables Macroeconómicas”, agrupa en primer lugar aquellos factores que de acuerdo con la teoría económica, tienen influencia en la economía en su conjunto, y por tanto afectan a los resultados y expectativas de las compañías en el corto y medio plazo, y consecuentemente al precio de sus acciones. Naturalmente, aquellas variables con relación directa con los precios de la renta variable, forman parte del conjunto.

Así, vamos a enumerar y describir brevemente las variables que se recogen en este primer grupo, junto con la justificación de su inclusión. Como primera variable se encuentra el Producto Interior Bruto (PIB) como medida generalmente aceptada de la actividad económica, y que refleja el nivel de producción y generación de riqueza de un país. La Cifra de Desempleo es la segunda variable recogida, ya que representa un indicador de perspectivas de crecimiento y evolución de precios. El Déficit Público se incluye como claro indicador de la situación económica actual y futura del país y como connotador de presiones inflacionistas o de posibles cambios en los tipos de interés en función de su nivel. En este sentido también actúan como indicadores adelantados variables como la Evolución Salarial, que implica una predicción de la demanda y por tanto de posibles subidas de precios; la Base Monetaria, muy relevante para determinar el nivel de tipos de interés; y la Balanza de Pagos, como indicador de la situación comercial de un país, así como de posibles medidas de política fiscal o monetaria para modificar esta situación. Algunas de estas variables, como la Base Monetaria, no gozan de la autonomía plena que existía previamente a la entrada de

España en la UE y posteriormente en la Unión Monetaria, si bien consideramos que por su relevancia teórica, será interesante contrastar su vigencia para los analistas.

Por otra parte, como hemos comentado, existen variables macroeconómicas que indudablemente tienen un impacto directo en los precios de las acciones, como son la inflación, el nivel de tipos de interés, la base monetaria o la política fiscal, por lo que también se ven reflejadas en este apartado¹⁰⁹. Junto con estas variables “clásicas” de la teoría económica, creimos acertado incluir también el Índice de Responsables de Compras (índice de sentimiento empresarial PMI o *Purchasing Managers Index*) que muestra el sentimiento de los responsables de compras respecto a la evolución del mercado. El motivo es que se ha demostrado que este indicador es un gran predictor (indicador adelantado o leading indicator) del PIB¹¹⁰. Consideramos que es interesante apuntar que este indicador se infiere de otros cinco, que son los pedidos nuevos, niveles de inventarios, de producción, entregas de los suministradores y entorno laboral, lo que da una idea de porqué funciona como leading indicator del PIB. Su uso por parte de los analistas está muy extendido sobre todo en EEUU, y en opinión de la unidad de análisis del Banco Alemán DG “cada vez está siendo más considerado en Europa”. Con su inclusión en esta investigación veremos si realmente los analistas españoles lo consideran un componente importante de su proceso de análisis.

Por último hemos incluido la variable denominada “Precios de las Materias Primas”. En primer lugar, ésta es una de las variables consideradas por la SEC en su FRR48 (*Financial Reporting Release 48*) como componente del riesgo de mercado de una compañía¹¹¹. Además, consideramos que en

¹⁰⁹ consideramos que no es necesario ni constituye un objetivo de este trabajo, para evitar extendernos demasiado, el entrar a explicar los conceptos básicos macroeconómicos en que se fundamentan estas relaciones. Para mayor detalle, consultar por ejemplo Mochón, s. (1995), Blanchard, O. (1997), o DG Bank (2000).

¹¹⁰ ver DG Bank (2000), p. 6 s.

¹¹¹ Ver Hodder, L. y McAnally, M. L. (2001).

determinados sectores, el precio de una determinada *commodity*, como puede ser el precio del petróleo, debería ser muy relevante a la hora de analizar una compañía y predecir el comportamiento de su acción¹¹². Por todo ello, consideramos que esta variable debe ser evaluada en el cuestionario para ratificar su relevancia para el análisis financiero.

Como resumen, el set de variables macroeconómicas incluido en el cuestionario fue el siguiente:

<i>Variables Macroeconómicas</i>	
	<i>PIB</i>
	<i>Déficit Público</i>
	<i>IPC (inflación)</i>
	<i>Precios de Materias Primas</i>
	<i>Nivel de Tipos de Interés</i>
	<i>Evolución Salarial</i>
	<i>Base Monetaria</i>
	<i>Balanza de Pagos</i>
	<i>Política Fiscal</i>
	<i>Tasa de Desempleo</i>
	<i>Índice de Responsables de Compras</i>

Tabla 2: Variables Macroeconómicas evaluadas en el cuestionario¹¹³

¹¹² A pesar de lo que afirman Chen, N., Roll, R. y Ross, S. A. (1986).

¹¹³ Elaboración propia

2.2.2 Análisis Sectorial y Variables Estratégicas

En palabras de Cordell, “los analistas miran a las industrias antes que a las compañías¹¹⁴.” Esta cita resume de manera acertada porqué el segundo grupo de variables se ha denominado “Análisis Sectorial y Variables Estratégicas”. Bajo esta denominación se han agrupado variables relevantes para evaluar la posición competitiva de una empresa con respecto a su competencia en el mercado en el que opera. También se incluyen variables clave a la hora de determinar la situación y las expectativas del propio sector de actividad de una empresa, basadas en el modelo de las Cinco Fuerzas de Porter¹¹⁵.

Por otra parte, y de acuerdo con lo expuesto en la introducción acerca de los objetivos a detalle de nuestra investigación, decidimos incluir dentro de este apartado aquellas variables decisivas para evaluar los planes estratégicos de una compañía, ya que éstos están encaminados a mejorar su posición competitiva en el mercado, así como a adaptar la empresa de acuerdo con las tendencias futuras (esperadas) del mismo. Estas variables deberían ser claves fundamentales a la hora de evaluar las perspectivas de una compañía y, por ende, de sus títulos de renta variable.

Con este set de variables por tanto, los analistas deben evaluar 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. Además, los analistas deben ser capaces de predecir de manera aproximada el potencial de crecimiento y a evolución futura del negocio (o de las unidades

¹¹⁴ Cordell, D. M. (2001). David M. Cordell, PhD, CFA, CLU, es profesor de finanzas en el The American College (www.amercoll.edu).

de negocio) de una compañía en concreto, en base a un análisis de debilidades, amenazas, fuerzas y oportunidades (DAFO). A este punto también contribuyen en gran medida en nuestra opinión, la existencia de planes estratégicos adecuados elaborados por la alta dirección, que conducen a mejorar la posición competitiva a través de definir objetivos a alcanzar, dado un determinado entorno competitivo. Por todos estos motivos, las citadas variables deberían jugar un papel relevante en las recomendaciones de los analistas acerca de comprar, mantener o vender los títulos de la compañía, que se contrastará según sean valorados estos aspectos en el cuestionario.

Concluyendo, y de acuerdo con lo expuesto anteriormente y con los criterios de la literatura estratégica¹¹⁶, el segundo grupo de variables a evaluar en el cuestionario lo integran en primer lugar variables de análisis sectorial como las Expectativas del Sector o la Regulación Existente o previsible.

Adicionalmente, basándonos en el modelo de las 5 fuerzas de Porter¹¹⁷ para conocer la posición competitiva de la compañía, incluimos las variables Fuerza de los Competidores, Perfil de los Clientes, Estructura de los Proveedores, Portfolio de Productos y Barreras de Entrada a la Competencia. También son variables críticas para determinar la posición competitiva de la empresa el Volumen de Ventas, la Diversificación tanto de productos como geográfica y la Cuota de Mercado.

De forma añadida, como claves estratégicas, consideramos muy relevante conocer la Política de Precios de la empresa, así como la Visión Estratégica de la alta dirección. Esta visión se traduce en las metas transmitidas a los mercados por el *management* de la compañía, que deben ser alcanzables

¹¹⁵ ver Porter, M. E. (1987). Las cinco fuerzas de la competencia son la fuerza negociadora de los proveedores y clientes, la amenaza de nuevos competidores entrantes, la existencia de productos sustitutos, y la rivalidad entre competidores existentes.

¹¹⁶ ver Porter, M. E. (2003), Porter, M. E. (1987), Bueno, E. (1995)

¹¹⁷ ver Porter, M. E. (1987)

pero al mismo tiempo ambiciosas de cara a mejorar la posición competitiva de la compañía.

Por último, las Estrategias de Márketing adecuadas son también a nuestro juicio decisivas, sobre todo en mercados muy competitivos, ya que son el pilar principal de la comunicación de la estrategia hacia el mercado.

En la Tabla 3 se muestran todas las variables de este apartado de forma resumida:

Análisis Sectorial y Variables Estratégicas	
	Expectativas de la Industria/Sector
	Fuerza de los Competidores
	Política de Precios
	Perfil de los Clientes
	Estructura de Proveedores
	Portfolio de Productos
	Barreras de Entrada
	Volumen de Ventas
	Cuota de Mercado
	Diversificación (producto, geográfica)
	Visión Estratégica / Metas Fijadas por la Alta Dirección
	Estrategias de Márketing
	Regulación Actual / Nueva

Tabla 3: Variables de Análisis Sectorial y Variables Estratégicas evaluadas en el cuestionario¹¹⁸

¹¹⁸ Elaboración propia

2.2.3 Análisis de Estados Financieros (Fundamental)

En el tercer bloque de análisis, nuestra motivación no fue otra que la de incluir todas las variables identificadas como las más relevantes para el análisis de estados financieros. Naturalmente, dada la profundidad del tema y de la infinidad de criterios y ratios existentes para medir conceptos y partidas de los estados financieros, hicimos una criba basándonos en los conceptos más sobresalientes y extendidos según la literatura financiera, los manuales de análisis fundamental consultados, las metodologías de análisis como Multex y nuestro criterio personal. Las variables que finalmente fueron incluidas en el cuestionario, y que repito que tras el análisis anterior y bajo los citados criterios son las más empleadas para el análisis fundamental, se describen a continuación. Éstas deberían conformar, al menos en su mayor parte, la base teórica empleada por cada analista para analizar los estados financieros de una compañía.

Como es bien sabido, el análisis de estados financieros es una disciplina central en el estudio de cualquier empresa por parte de un analista financiero, e incluso para algunos, es la única fuente de información consultada, junto con los estudios macroeconómicos¹¹⁹. Este campo de análisis se centra en aspectos cuantitativos que ofrecen gran cantidad de información sobre el negocio y la rentabilidad de una empresa, siempre basados en la información publicada por la propia compañía. Mediante el examen de aspectos concretos como los activos, la estructura financiera, pasivos, nivel de beneficios, márgenes, ratios de rentabilidad y su evolución respecto a ejercicios anteriores y a otras compañías del mismo sector, el

¹¹⁹ ver Howieson, B. (1991), p. 170. Este hecho se observa también en muchos informes públicos de analistas sobre compañías individuales, donde sólo suelen encontrarse dos áreas de análisis en muchas ocasiones: un análisis macroeconómico o “financial outlook” y un análisis financiero de la compañía en cuestión.

analista puede formarse una buena idea de la situación presente y la evolución futura del negocio y aproximar por ende la evolución del precio de la acción¹²⁰. Por tanto, para esta investigación se han intentado resumir estos aspectos clave en variables concretas¹²¹. El analista que confía únicamente en estos datos, asume que existe una perfecta eficiencia y transparencia en los mercados¹²², si bien la mayoría complementan su análisis con las otras áreas de estudio ya comentadas.

Bajando algo más a detalle, hemos introducido en primer lugar las variables relativas al resultado empresarial como clara medida de la evolución del negocio. El EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization) es probablemente la variable más extendida entre los analistas, a la hora de comparar resultados empresariales: el EBITDA es el beneficio bruto de explotación de una empresa (beneficio operativo neto de amortizaciones y depreciaciones), y al eliminar las distorsiones no operativas, permite una comparación más homogénea entre empresas. Sin embargo, es necesario apoyarse en otras informaciones a la hora de hacer el seguimiento de una compañía, ya que al no tener en cuenta gastos financieros ni amortizaciones, determinados factores clave como el endeudamiento no se ven reflejados en esta magnitud¹²³. Tampoco se recogen por tanto los peligros encerrados tras subidas de tipos de interés, o determinados cambios fiscales. Por ello, incluimos otras medidas del resultado empresarial, que conjuntamente dan un visión mucho más completa del mismo, como el Resultado del Ejercicio, su Variación respecto del ejercicio precedente, el Beneficio Operativo o EBIT, que refleja el beneficio de la actividad principal de la empresa, y el Margen Operativo como señal de rentabilidad, eficiencia y posición competitiva¹²⁴, y que

¹²⁰ Santodomingo, A. (1995), p. 4 ss.

¹²¹ Ver Tabla 4

¹²² Para más detalles acerca de la Teoría de los Mercados Eficientes o “Teoría del Paseo Aleatorio”, ver Malkiel, B. G. (1997) y el capítulo 1.2 de esta investigación.

¹²³ El endeudamiento jugó un papel crítico en el tristemente famoso “caso Enron”

¹²⁴ el Margen Operativo da una clara visión de la rentabilidad del negocio, y al mismo tiempo, es un benchmark de la posición competitiva en el mercado, ya que refleja la

deberán también ser evaluados por los analistas. En concreto, el margen operativo se señala en el estudio de Walker y Al-Debie (1999) como uno de los factores más relevantes de entre los fundamentales. En resumen, todas estas variables muestran la fortaleza del negocio, unida a la capacidad de gestión de los costes.

Otras variables de gran importancia relativas al futuro del negocio que se incluyen en el cuestionario son el Coste de las Ventas, como adicional medida de eficiencia y muy relacionada con el Margen Operativo, o los Gastos en I+D, aspecto fundamental para el crecimiento de la compañía en un mercado cada vez más abierto y competitivo, donde una de las estrategias para la supervivencia y/o la expansión es la de la innovación, a través de productos nuevos y diferenciados que tienen un ciclo de vida cada vez más corto¹²⁵, y en los que, por lo tanto, la innovación se convierte en factor estratégico. El nivel de CAPEX es igualmente indicativo de las perspectivas de crecimiento de la compañía, y de su capacidad de hacer frente al continuo cambio tecnológico. Obviamente parece lógico suponer que el peso de estas variables será mayor en determinados sectores más dinámicos, como pueden ser las telecomunicaciones o el farmacéutico, si bien creemos que son fundamentales en cualquier caso. Veremos cómo se refleja esto en las respuestas de los analistas.

Una función adicional muy importante que cumplen los estados financieros es la de proporcionar la información necesaria para valorar una compañía¹²⁶, y en base a este valor, para calcular un precio objetivo para su acción. Este precio objetivo es una medida clave a la hora de considerar si la acción se encuentra sobrevalorada o infravalorada por el mercado, lo que

capacidad de la compañía para obtener ingresos de ventas por encima del mercado. Además es un indicador de eficiencia, ya que el margen se ve apretado por los costes de ventas, que deben mantenerse acotados si se quiere tener un margen positivo.

¹²⁵ Esta es la tónica general en los diferentes mercados en los que compiten las empresas cotizadas, salvo excepciones concretas como alguna compañía de un sector de *commodities*.

¹²⁶ Santodomingo, A. (1995), p. 8 s.

se traduce en una recomendación de venta o compra por parte del analista financiero. Por ello, otra serie de variables incluidas en la investigación se enfoca en este sentido: En principio, el Análisis de los Flujos de Caja, y en concreto a través de Modelos de Flujos de Caja Descontados, es el método de valoración de compañías más extendido. Junto con éste, destaca el de los Múltiplos de Valoración¹²⁷.

El método del Flujo de Caja Descontado (DCF o *Discounted Cash Flows*) se basa en medir la capacidad de la empresa de generar riqueza futura a través del descuento financiero de los flujos de caja libres (cálculo del valor presente o *Net Present Value*). Este método identifica el valor absoluto de un negocio, por lo que no se necesita ninguna comparación con compañías similares, y permite tener en cuenta todos los factores de éxito explícitamente. Sin embargo, la dificultad de este método estriba en la correcta definición de los flujos, la estimación adecuada del horizonte temporal óptimo, y el correcto cálculo de la tasa de descuento, ya que el valor de una compañía se calcula como el valor actual de los flujos de caja de explotación de un período proyectado más un valor terminal (perpetuidad). Este Valor Terminal equivale a la utilización de un múltiplo financiero con hipótesis sobre el riesgo, el crecimiento y la calidad del mismo. Por consiguiente, obliga a plantearse hipótesis sobre *pay out*, tasa de crecimiento (del flujo de caja libre) y tasa de descuento (que recoge el riesgo y tipos de interés). La exactitud en la construcción de estos inputs incide directamente en que el cálculo pueda ser una aproximación muy válida al valor de la compañía, o un valor irreal y completamente distinto en caso contrario. Además, considerando los horizontes temporales que se manejan en la práctica, no es un método apropiado para utilizar en inversiones a corto plazo. Por último, numerosos autores señalan que este

¹²⁷ Ver por ejemplo Brealey, R. A. y Myers, S. C. (2000), p. 121-142.

método tampoco es adecuado para hacer valoraciones en las que intervengan sinergias y activos intangibles¹²⁸.

La alternativa al Descuento de Flujos de Caja más extendida es, como hemos comentado, el Método de los Múltiplos de Valoración. Como su propio nombre indica, esta metodología utiliza múltiplos para comparar compañías, generalmente en un mismo sector. En resumidas cuentas, se basa en observar la valoración que realiza el mercado de valores de una empresa de características parecidas a la analizada y, a través del uso de diversos múltiplos, obtener el valor asociado a la misma. Proporciona una cifra que relaciona el valor de la compañía (ventas, beneficios, etc.) con el valor de mercado de las acciones (el precio) o el valor de la empresa (el valor de mercado). No son una medida de valor absoluto, pero permiten establecer un valor relativo. El mayor beneficio que los múltiplos conllevan consiste en que todos los factores de éxito se ven incorporados en una cifra, permitiendo análisis más juiciosos y efectivos. Estos múltiplos son muy sencillos de calcular¹²⁹. Obviamente, la mayor sencillez conlleva hipótesis menos fundadas y cálculos menos exhaustivos que el descuento de flujos de caja o DCF. Lo primero que cabe plantearse es si las empresas son realmente comparables: A modo de ejemplo, pueden encontrarse en diferentes fases del ciclo de vida, lo que representa una seria duda sobre la certeza y confianza que puede generar una compañía. Por otro lado, los negocios tienen que ser similares en cuanto a actividad y en cuanto a alcance.

Todo ello puede marcar la tipología de los ingresos y la estabilidad de éstos, por lo que debemos ser extremadamente cautelosos a la hora de plantear

¹²⁸ Ver por ejemplo Phelan, S. E. (1997). En su artículo, afirma que el DCF minusvalora los conceptos de riesgo, opciones reales, sinergias e intangibles en las inversiones.

¹²⁹ El múltiplo generalmente utilizado es el de Enterprise Value/EBITDA, siendo Enterprise Value = Capitalización bursátil + Deuda + Intereses Minoritarios + Acciones Preferentes – Caja y Equivalentes de Efectivo. Al incluir la deuda, se considera una valoración mucho más ajustada que la simple capitalización bursátil.

comparaciones entre magnitudes de varias compañías y en la utilización de ratios “comparables” a priori.

Como último método, y de más reciente aparición, encontramos la Valoración de Opciones Reales como forma de calcular el valor de una compañía. Se parte de la base de que la actuación futura de un gestor no suele ser la de un espectador pasivo, sino que gestiona la compañía o los diferentes proyectos que surgen en ella, a la luz de los acontecimientos que se producen. Así, tal y como afirman Lamothe y López Lubián (2004), esta posibilidad de intervención ante un desarrollo concreto de acontecimientos es lo que se denomina flexibilidad operativa, y puede tener un valor relevante. En estos casos, emplear el descuento de flujos de caja no incluiría el valor de esa flexibilidad operativa.

Sin embargo, esta flexibilidad operativa se puede concretar en la existencia de opciones reales en el proyecto de valoración: El término “opción real” u “opción de crecimiento” recogido en múltiples manuales, viene a significar que los métodos de valoración de opciones financieras pueden ser adaptados para valorar opciones sobre activos reales¹³⁰. Esta relación directa presenta deficiencias, como indican Amran y Kulatilaka (2000), por lo que los métodos para valorar correctamente estas opciones reales más aplicados son el método binomial y el método de simulación de Montecarlo.

En este trabajo no vamos a entrar a valorar estas diferentes metodologías de valoración de opciones reales que existen. Simplemente pretendemos conocer si esta forma de valorar compañías se aplica por los profesionales del mercado, ya que a nuestro juicio, es un método conocido y aplicado en el mundo teórico y académico, pero que no encuentra excesiva aplicación práctica, probablemente por su excesiva complejidad frente a los citados métodos del Descuento de Flujos de Caja y de los Múltiplos de Valoración.

A través del cuestionario veremos por tanto cómo evalúan los analistas estos tres métodos, y si uno o varios resultan ser los más fiables a ojos de estos profesionales.

Continuando con las variables fundamentales, y en línea con las variables de valoración, una serie de factores concretos dirigidos no tanto a valorar una compañía de forma directa, sino al cálculo del valor objetivo de la acción, serían los Pagos Anteriores de Dividendos, la Beta de la Acción y la Prima de Riesgo. Estos factores son los empleados para establecer el precio de una acción según el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model), método de valoración de acciones por antonomasia¹³¹. A esto se añade que estos factores hablan por sí mismos de la rentabilidad y riesgo de la inversión, ya que los pagos de dividendos pasados reflejan la rentabilidad de la acción en cuanto a las potenciales ganancias de capital que un inversor puede obtener vía dividendos, la Beta nos indica la volatilidad del título en relación con el índice de referencia, y la prima de riesgo nos indica la percepción del mercado sobre el riesgo de una compañía, entendido como la rentabilidad esperada de la acción, y calculado como la diferencia entre esta rentabilidad esperada de la acción y la rentabilidad de un activo sin riesgo. Veremos para todos ellos si los analistas los consideran importantes para el análisis a través de su inclusión en el cuestionario.

Adicionalmente, las variables Valor en Libros, Capitalización Bursátil, y/o los Modelos de Descuento de Dividendos¹³², permiten también a los analistas calcular el valor de la compañía. Estos métodos son fáciles de utilizar, pero presentan limitaciones en relación a los procedimientos anteriormente descritos (DCF, Múltiplos y Opciones Reales), más sofisticados, ya que no consideran la capacidad de los activos de generar riqueza. Es por ello que

¹³⁰ Ver Phelan, S. E. (1997), p. 165.

¹³¹ Ver Brealey, R. A. y Myers, S. C. (2000), p. 195-203.

¹³² El Modelo de Descuento de Dividendos de Gordon es la forma clásica descrita en la literatura financiera de calcular el precio teórico de una acción y por ende, el valor de una compañía. Ver por ejemplo Brigham, E. y Ehrhardt, M.C. (2002), Capítulo 10 sobre Valoración de Acciones.

han ido cediendo terreno a estos otros métodos, aunque siguen teniendo un uso extendido, por lo que consideramos interesante ver hasta qué punto esto es así, a través de las valoraciones de los analistas consultados.

Continuando con otras variables de los Estados Financieros incluidas en este apartado para ser valoradas por los analistas encuestados, se encuentra la Generación de Flujo de Caja, el Nivel de Endeudamiento y el Nivel de Capital Circulante o *Working Capital*. A través de estas magnitudes, se extrae la capacidad del negocio de la compañía para generar liquidez. Esta generación de Cash Flow, unida a la gestión del Capital Circulante, dan una idea clara de las necesidades de financiación de la empresa. Si a esto le unimos el nivel de endeudamiento de la compañía, se obtiene una visión de conjunto de su situación financiera. Como ejemplo, en épocas de crisis especialmente, el análisis combinado de niveles de deuda, que muestra los márgenes de flexibilidad financiera, y los niveles de cuentas a cobrar para así identificar posibles dificultades financieras derivadas de impagos, resultan aspectos clave¹³³. La situación financiera de la compañía es muy relevante de cara al valor de su acción. Adicionalmente, el nivel de cuentas por cobrar y pagar implícito en el capital circulante es un buen indicador adelantado de los ingresos de la compañía¹³⁴.

Particularmente interesante nos resulta ver hasta qué punto resultan importantes para los analistas variables como el método de valoración de inventarios empleado por una compañía¹³⁵, o el conservadurismo contable, debido al hecho de que los estados financieros pueden manipularse con maniobras de este tipo para mejorar las cifras. El interés de estos aspectos es si cabe aún más trascendental en una época en que la transparencia y fiabilidad de la información empresarial es altamente valorada por los mercados, por lo que la inclusión de estas variables en el cuestionario nos

¹³³ Ver Apostolou, G. y Knight, S. sobre Interpretación de la Cuenta de Resultados.

¹³⁴ Ver Lev, B. y Thiagarajan, S. R. (1993).

¹³⁵ Bajo NIIF ya no es posible la utilización del método LIFO, que sí estaba permitido en el PGCE.

parece necesaria, si bien el conservadurismo se incluirá en el último grupo de variables no financieras.

Por último, hemos incluido varios ratios específicos del ámbito bursátil, muy extendidos internacionalmente para el análisis de compañías¹³⁶. El primero de ellos es el ratio de Beneficio por Acción (BPA o EPS – *Earnings per Share*), que es exigido y estandarizado por las NIIF entre los contenidos de la Memoria y que evalúa el rendimiento obtenido por cada acción. La razón Precio/Beneficio (PER – *Price to Earnings Ratio*) es otro ratio incluido. Divide la cotización de la acción entre el beneficio por acción, y si es muy elevado, indica que posiblemente la acción esté sobrevalorada. Adicionalmente hemos incluido la variable Valor Económico Añadido (EVA - *Economic Value Added*), que está ganando importancia en los últimos años. Se trata de una buena medida de la creación de riqueza de un negocio¹³⁷. El EVA alinea de manera precisa los intereses de los accionistas de la empresa con el de los gerentes, ya que es difícilmente manipulable: se calcula como la ganancia restante luego de descontar el costo del capital utilizado para generar dicha ganancia. Sin embargo, no tiene un modo de cálculo claramente definido, y menos aún generalmente aceptado¹³⁸, por lo que creemos interesante averiguar si los analistas confían en este factor para sus análisis o no, junto con los dos anteriores.

Otros indicadores de rentabilidad y financieros igualmente generalizados y sobradamente conocidos también han sido incluidos para su valoración. Estos son la Rentabilidad de la Inversión o ROI, la Rentabilidad sobre Fondos Propios o ROE, el Current Ratio y el Quick Ratio. Estos dos últimos señalan la liquidez y fortaleza financiera de una empresa. En concreto, el Quick Ratio divide el efectivo y los activos equivalentes de efectivo entre los

¹³⁶ Ver como ejemplo Brealey, R. A. y Myers, S. C. (2000), o análisis bursátiles en webs para inversores generalistas como www.invertia.com, www.finance.yahoo.com, o más especializadas como www.inversis.com

¹³⁷ ver Stern, J. y Shiely, J. (2001).

¹³⁸ Santodomingo, A. (1995), p. 40 ss.

pasivos a corto plazo (inmediatos). El Current Ratio hace el mismo cálculo pero con la totalidad de los activos a corto plazo y los pasivos a corto plazo. Cabe señalar adicionalmente que todas las anteriores medidas del desempeño financiero de una compañía a lo largo del tiempo, son indirectamente una medición más objetiva de evaluación del management, que tal y como se ha incluido en el apartado de variables intangibles, depende principalmente de factores subjetivos.

Por último, y en relación con los objetivos secundarios de la investigación, y como hemos señalado en varias ocasiones, queremos profundizar en este apartado en contrastar el impacto de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) en las necesidades de información de los analistas financieros. Recordando lo ya puntualizado en la introducción, las NIIF nacen con una vocación más próxima a los sistemas contables anglosajones, reforzando el contenido de la memoria; se incorporan nuevos estados financieros como el estado de flujos de tesorería (o cash-flow) y el de cambios en el patrimonio neto; y cuyo objetivo final es facilitar la toma de decisiones de los usuarios de la información financiera, especialmente de los inversores. Se pretende por tanto una mejora de la comunicación con los analistas y con los potenciales inversores como consecuencia de una mayor comparabilidad de la información financiera y, en todo caso, la consecución de una mayor transparencia.

Sin embargo, esta iniciativa, que responde a las necesidades de armonización y comparabilidad contable en la Unión Europea, supone la transición hacia un nuevo sistema contable que no sólo presenta notables diferencias de reconocimiento y valoración respecto a la normativa española, sino que supone un cambio radical en los procesos y prácticas contables de profesionales y empresas. Este hecho impacta a los usuarios de la información, pero más aún a las compañías, que tienen que interiorizar los nuevos principios contables y formar a su personal.

A través del cuestionario consideramos de gran interés averiguar si los analistas consideran que el cambio normativo es positivo, y también conoceremos hasta qué punto las empresas y los propios analistas conocen en profundidad y han asimilado las nuevas normas. Adicionalmente tendremos oportunidad de ver si se han producido cambios en los procedimientos de análisis del colectivo investigado, ya que como hemos recalcado, algunos aspectos de la contabilidad bajo Spanish GAAP¹³⁹ han sufrido fuertes impactos. En esta línea, también queremos contrastar la importancia otorgada a las Notas a los Estados Financieros, que bajo NIIF ganan en importancia, ya que tienen 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 por las IFRS que no se presente en ninguna otra parte de los estados financieros. En definitiva, proporcionar información adicional que sea necesaria para mostrar la imagen fiel.

En cuanto a la importancia de las Notas a los Estados Financieros, y el Conocimiento de las NIIF por parte de las compañías analizadas y de los analistas, sí consideramos que puede ser medido de la misma forma que el resto de las variables, si bien para estas dos últimas variables la escala semántica varía: de la utilizada para el resto de variables (que abarca desde “muy importante” a “nada importante”), en estos dos casos se pedirá a los analistas que evalúen entre “muy alto” y “muy bajo”.

Sin embargo, la dificultad de plasmar las dos cuestiones restantes que queremos plantear en la encuesta de esta misma forma (percepción del cambio contable por parte de los analistas, e impactos de este cambio en su labor), nos ha llevado a optar por plantearlas como preguntas abiertas dentro del cuestionario, es decir, preguntas que no serán valoradas con ningún criterio concreto, sino que serán contestadas libremente por el

¹³⁹ Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en España.

entrevistado con sus propias palabras¹⁴⁰. Esta respuesta deberá ser posteriormente analizada para extraer conclusiones. La función de estas preguntas es la de obtener una respuesta sobre un tema, cuyo interés y relevancia ya hemos explicado ampliamente en la introducción y a lo largo de este apartado, y que si bien no puede expresarse en forma de variable evaluable tal y como se presentan el resto de componentes del cuestionario, consideramos que encaja conceptualmente dentro del grupo de variables fundamentales y de los estados financieros, de cara a mantener la coherencia en la estructura y el orden del cuestionario. Por otra parte, al estar situadas ambas preguntas al final de dicho grupo de variables, no entorpecen en absoluto el ritmo de cumplimentación del mismo. A través de estas preguntas, esperamos obtener una respuesta por parte del colectivo entrevistado que nos permita concluir si el cambio de normativa contable ha sido positivo para ellos, y de qué manera interpretan las ventajas e inconvenientes del cambio.

La Tabla 4 nos muestra el conjunto de variables que se emplearon en el cuestionario con respuesta cerrada, dentro del grupo del Análisis de Estados Financieros o análisis Fundamental. Además de éstas, se enunciaron de este modo las citadas preguntas abiertas:

- ¿considera usted que el cambio contable que supone la aplicación de las NIIF ha sido positivo de cara a su labor?
- ¿cómo le ha impactado la nueva contabilidad a la hora de analizar compañías?

¹⁴⁰ ver Miquel, S. et al. (1997)

Análisis de Estados Financieros (Fundamental)	
	Beneficio Neto Reportado
	Crecimiento del Beneficio
	EBIT
	EBITDA
	Margen Operativo
	ROI
	ROE
	EPS/BPA
	EVA
	Método de Valoración de Inventarios
	Generación de Cash Flow
	Previsión de Cash Flows Descontados
	Pagos Anteriores de Dividendos
	Previsión de Dividendos Descontados
	Múltiplos de Valoración
	Opciones Reales
	PER
	Valor en Libros (por acción)
	Capitalización Bursátil
	Volatilidad (Beta)
	Capital Circulante (Working Capital)
	Coste de las Ventas
	Nivel de Endeudamiento
	Gastos en I+D
	Gasto en Inmovilizado (CAPEX)
	Prima de Riesgo sobre Acciones (Equity Risk Premium)
	Current Ratio
	Quick Ratio
	Notas a los Estados Financieros
	Conocimiento de las NIIF por parte de las compañías analizadas (variable evaluada de "muy alto" a "muy bajo")
	Conocimiento de las NIIF por su parte (variable evaluada de "muy alto" a "muy bajo")

Tabla 4: Fundamentales y variables de los Estados Financieros evaluados en la encuesta¹⁴¹

¹⁴¹ Elaboración propia

2.2.4 Análisis Técnico

Uno de los motivos apuntados para el incumplimiento de la hipótesis de eficiencia, viene amparado por el *paradigma del comportamiento*, enmarcado dentro de las finanzas del comportamiento (Behavioral Finance, Behavioral Economics) de gran popularidad tras el premio Nobel de Economía concedido en 2002 al psicólogo Daniel Kahneman, cuyas teorías se basan en la descripción del comportamiento bajo situaciones de riesgo e incertidumbre, que según esta corriente económica, en algunos contextos puede considerarse una alternativa superior a la teoría de la utilidad esperada. Su aplicación a los mercados de valores argumenta que las anomalías son el resultado de comportamientos individuales y sesgados suficientemente persuasivos como para afectar los precios de mercado¹⁴².

Precisamente en este tipo de argumentos psicológicos se basan las teorías del Análisis Técnico y Chartista. A priori, el análisis técnico no es muy popular y tampoco es considerado muy riguroso, debido a que basa sus resultados en la observación del comportamiento pasado de una acción, y busca anticipar su evolución futura asumiendo que los patrones de comportamiento observados en el pasado, que se suponen ligados a patrones de comportamiento de los inversores, van a continuar en el tiempo¹⁴³. Esta base psicológica no tiene muchos defensores entre los analistas de inversión, si bien por el contrario, existen numerosos ejemplos en la literatura financiera de cómo el análisis técnico ha ayudado a incrementar el número de decisiones correctas de inversión¹⁴⁴, y más concretamente, algunos estudios como el de Jegadeesh y Titman (1993)

¹⁴² ver como ejemplo Shefrin, H. (2000).

¹⁴³ ver Malkiel, B. G. (1997) sobre análisis técnico.

¹⁴⁴ ver Codina Castro, J. (1995), p. 2

demuestran empíricamente que un mayor Price Momentum de un valor (indicador técnico muy comúnmente utilizado) implica mayor retorno en los siguientes doce meses.

Por estos motivos, y sin querer profundizar más en las complejas teorías de *behavioral finance*, otro punto de interés en esta investigación es contrastar cuántos analistas de inversión emplean de forma efectiva el análisis técnico y hasta qué punto lo consideran importante a la hora de emitir sus recomendaciones de inversión. Esto nos dará una idea de la importancia de estos métodos en primer lugar, pero también de hasta qué punto se tiene fe dentro del colectivo de analistas financieros, en estos patrones psicológicos que sustentan toda esta nueva rama de las finanzas llamada finanzas del comportamiento.

Con esta motivación, pedimos a los analistas que evaluaran las variables recogidas en la Tabla 5, que son las más extendidas en lo que al análisis técnico se refiere, tanto en manuales específicos, como en las publicaciones de análisis técnico más populares.¹⁴⁵ El grupo de variables de Análisis Técnico se compone por tanto de un conjunto de indicadores que pretenden ser un apoyo al proceso de análisis y a la decisión final de recomendación.

Creemos conveniente explicar brevemente estas variables, ya que se trata en su mayoría de conceptos específicos difícilmente interpretables de no estar habituado a la terminología del análisis técnico. En primer lugar hemos incluido en el cuestionario el Price Momentum, que es un indicador basado en la observación de los precios recientes, rentabilidad pasada y volúmenes de contratación de un título. Se mide la relación de cambio con la cual un valor sube o baja con respecto a un periodo así como también la velocidad e inclinación con la cual un valor asciende o desciende. A través de la

¹⁴⁵ conclusión extraída tras analizar diferentes artículos de análisis técnico de prensa financiera y sitios web de información financiera como www.e-analytics.com, www.techrules.com o www.invertia.com, así como manuales de análisis técnico, entre los que destaco el de Achelis, S. B. (2000).

identificación de estas características, se busca una posibilidad de obtener retornos superiores en base a identificar dichos “momentos” de aceleración o deceleración en la cotización, ya que debido a su modo de cálculo, el momento siempre debe ir por delante del movimiento del precio. Por esta acción adelantada se le considera un indicador líder o leading indicator.

Posteriormente se encuentra recogida la variable Rate of Change o Price Rate of Change (más conocida por sus siglas ROC). El ROC es un oscilador como el Momentum, y por tanto su construcción es muy parecida. Los periodos de tiempo usados son de 12 y 25 días para corto e intermedio plazo respectivamente. El 12 días ROC es un indicador utilizado para ver si un valor se encuentra sobrecomprado/sobrevendido a corto y medio plazo. Cuanto más sobrevendido (overbought) el valor, más bajo será el valor del ROC. La fórmula de cálculo es la siguiente:

ROC:

Expresado en puntos:

(Cierre de hoy - cierre de hace x días)

Expresado en porcentaje:

$((\text{Cierre de hoy} - \text{cierre de hace } x \text{ días}) / (\text{cierre de hace } x \text{ días})) * 100$

(Para el 12-day-ROC, “x” sería igual a 12)

El tercer indicador técnico que incluimos en el cuestionario es el Índice de Fuerza Relativa (Relative Strength Index o RSI), que mide la fuerza relativa del valor con su serie de precios. El RSI detecta cuando una acción está sobrecomprada (overbought) o sobrevenida (oversold), por lo que se utiliza principalmente para la obtención de señales de compra y venta. También es importante su utilización para la obtención de divergencias entre el oscilador y la línea de precios. El RSI se traza en una escala vertical de 0 a 100 y su

interpretación se resume en que cuando alcanza valores superiores a 70-80 con evolución descendente, el mercado está sobrecomprado y se avecina una corrección. Si el indicador está en zona de 20-30 y en situación ascendente, el mercado está sobrevendido y hay que tomar posiciones.

El cálculo se realiza de la siguiente forma:

RSI:

$$100 - \left(\frac{100}{1 + \frac{\text{Incremento medio de aquellas sesiones en los que la acción ha cerrado con subida}}{\text{Descenso medio de aquellas sesiones en los que la acción ha cerrado con pérdidas}}} \right)$$

El indicador Estocástico está basado en la observación de que, por lo general, cuando los precios aumentan (tendencia alcista), el precio de cierre tiende a estar cerca del máximo del día, y cuando los precios bajan (tendencia bajista), tienden a estar más próximos al mínimo del día. Este indicador intenta determinar a través del estocástico cómo está el precio de cierre actual en comparación a la gama de precios de un periodo determinado. Se construye en base a dos líneas y son sus cruces, en determinados niveles, los que proporcionan las señales de compra y venta. Las líneas son la %K (estocástico rápido), que es la más sensible y que compara el precio de cierre con los máximos y mínimos de los últimos 5 días. La línea %D o estocástico lento, es una media móvil de los últimos 3 días del estocástico rápido. Ambas se mueven entre el 0 y 100 y su interpretación se resume en que existen indicaciones de venta cuando la línea %D se encuentra por encima de la banda del 70/80% y ha cambiado

de tendencia respecto a la línea %K. El mismo caso se da para indicaciones de compra pero en la zona del 20/30%.

El Índice de Movimiento Direccional (Average Directional Index o ADI) sirve para averiguar si un valor está en tendencia o no, y determinar la fuerza de la misma. La determinación de si un valor se encuentra o no en tendencia, sea alcista o bajista, viene dada por el valor que toma el ADI. El cálculo de este indicador es muy complejo como para explicarlo brevemente¹⁴⁶, por lo que resumimos que si el resultado de este indicador está por encima de un determinado nivel, muestra que el valor está en tendencia, y a mayor valor, más fortaleza tiene la tendencia. Este indicador permite además efectuar una mejor selección de los indicadores adicionales a tener en cuenta para adoptar una decisión de inversión, ya que si por ejemplo el valor muestra una tendencia fuerte, deberemos utilizar indicadores y sistemas seguidores de tendencia, como el MACD o medias móviles. Por el contrario si se está en tendencia débil, el estocástico y el RSI pueden proporcionar mejor información.

Precisamente el MACD (Moving Average Convergence Divergence o indicador de convergencia/divergencia de medias móviles) es otro indicador incluido en este apartado. Se basa en la relación de dos medias exponenciales (la de 12 y la de 26 sesiones) que se mueven alrededor de una línea de cero, generando señales de compra o venta. Las señales se producen en los cortes de medias, y la dirección y la fuerza vienen dados por su posición respecto a la línea de cero. A este indicador de le supone un muy buen funcionamiento cuando el mercado está en un tendencia clara, mientras que tiende a producir señales poco aprovechables en mercados con la tendencia lateral.

¹⁴⁶ para más información, consultar manuales de análisis técnico como por ejemplo el de Achelis, S. B. (2000).

Las Bandas de Bollinger parten de una media móvil sobre los precios de, generalmente, 20 sesiones, sobre la que se calculan unas bandas basadas en la desviación estándar de esa media. La operativa se basa en comprar cuando el precio se acerca a la banda inferior, y vender cerca de la banda superior. Los precios se van moviendo entre ambas bandas y la media central se utiliza para poner stops en las posiciones que se han tomado.

El Volumen (On Balance Volume u OBV) muestra si el volumen de contratación está fluyendo “hacia dentro” o “hacia afuera de la acción”. Cuando la acción cierra más alta que el día anterior, todo el volumen del día se considera "volumen hacia arriba". Cuando cierra más baja que el previo cierre, todo el volumen del día se considera "volumen hacia abajo". El concepto básico de partida del OBV, es que los cambios en el OBV preceden a los cambios en el precio. La presunción teórica es que el dinero inteligente puede verse fluyendo hacia dentro de la acción cuando el OBV está creciendo. Entonces, cuando el público se mueve hacia la acción, tanto el precio de la acción como el OBV se agitarán hacia arriba.

Por último, la variación relativa a un índice de referencia (VRI) es una medida muy sencilla, pero muy extendida. Se trata simplemente de medir la rentabilidad de un valor con respecto a un índice de referencia, obteniendo así una idea de su rentabilidad pasada, y presuponiendo que este comportamiento es estable en el tiempo.

Como ya hemos adelantado, en la Tabla 5 se recogen todas las variables descritas anteriormente:

Análisis Técnico	
	Price Momentum
	Rate Of Change (ROC)
	Relative Strength Index (RSI)
	Stochastics
	Average Directional Index (ADI)
	Bandas de Bollinger
	On Balance Volume (OBV)
	MACD (Moving Average Convergence Divergence)
	Variación Relativa a un Índice de Referencia

Tabla 5: Indicadores Técnicos evaluados en el cuestionario¹⁴⁷

2.2.5 Variables No Financieras y Factores Intangibles

En los últimos años se ha evidenciado claramente, a través de escándalos como el de Enron (EEUU) en 2001, o más recientemente los de Parmalat en Italia y WorldCom en EEUU, que el análisis fundamental y el seguimiento meramente cuantitativo de la actividad de una empresa no son suficientes para conocer la realidad de la misma. Nos encontramos en un momento en el que es necesario evaluar adicionalmente una serie de aspectos no cuantitativos o no financieros, ya que juegan un papel decisivo en el devenir de una compañía, una vez comprobado que por desgracia, los estados financieros pueden manipularse, a lo que se añaden otros aspectos “ocultos” a los ojos públicos, como determinadas maniobras de los

¹⁴⁷ Elaboración propia

directivos, pueden afectar negativamente a la imagen de una corporación y al valor de la misma.

Amén de los efectos perniciosos de estos comportamientos inmorales sobre las cotizaciones, los mercados valoran en numerosas ocasiones los títulos de las compañías de manera que se producen desviaciones de los valores teóricos fundamentales a lo largo de prolongados períodos de tiempo¹⁴⁸, lo que probablemente se deba a la influencia de otros factores intangibles en el precio de la acción además de los citados relativos al management como señalan numerosos autores. Como ejemplo encontramos el *Dow Jones Sustainability Index (DJSI)*, un índice basado en la capitalización bursátil de aquellas compañías que son líderes en su sector en el establecimiento y la comunicación de políticas basadas en el Capital Intelectual. El *DJSI* es una prueba empírica e irrefutable de la relación existente entre el Capital Intelectual y la creación de valor para el accionista.

Estas reflexiones, junto con las anteriormente expuestas en el capítulo introductorio, creemos que ilustran perfectamente el porqué de la importancia de las variables no financieras e intangibles para el análisis.

Por tanto, y como último conjunto de variables según el orden elegido, aunque reiteramos que no por orden de importancia, encontramos en el cuestionario las llamadas “Variables No Financieras y Factores Intangibles”. Venimos repitiendo en numerosas ocasiones a lo largo de páginas anteriores la importancia de estos aspectos deberían tener a la hora de evaluar compañías: Parece obvio que en el entorno económico actual, factores que comprenden desde el know-how de los empleados hasta la catadura moral de los directivos, o la innovación, el conocimiento, la creatividad y las nuevas tecnologías, son la principal fuente de crecimiento y creación de valor. 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. 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 limitada.

A pesar de las propuestas de cambio lanzadas desde el mundo académico y profesional, lo cierto es que en los últimos años, los organismos reguladores internacionales, y en concreto el FASB y el IASB, han aprobado propuestas de cambio moderadas, y han seguido manteniéndose en una línea conservadora, especialmente acusada en el tratamiento de los activos intangibles internamente generados. En realidad, son cada vez más el número de empresas que, conscientes de la relevancia informativa de los intangibles, se han anticipado a las propuestas de los organismos reguladores y, de forma voluntaria, ofrecen información sobre capital intelectual en sus cuentas anuales.

Una de las primeras diferencias entre la normativa internacional y la española se refiere a la ausencia, en ésta última, de una definición general del concepto de inmovilizado inmaterial. El PGC se limita a inventariar los elementos que componen esta categoría, así como a exponer las normas de valoración y reconocimiento de cada uno de ellos. Mientras, la NIC 38 (1998, 2004) no sólo define expresamente un activo intangible como todo aquel “identificable, de carácter no monetario y sin apariencia física [...]”, sino que además, expone tres criterios necesarios para diferenciar entre recursos y activos intangibles, así como otros adicionales que determinan su

¹⁴⁸ ver Summers, L. H. (1986)

reconocimiento como parte del patrimonio empresarial: Los recursos intangibles pueden calificarse como activos, no sólo cuando cumplen con la definición del marco conceptual, sino cuando además son identificables. Es decir, si son separables o proceden de la adquisición de derechos legales o contractuales.

Sin embargo, para su reconocimiento como parte del patrimonio empresarial, necesitan cumplir con dos criterios adicionales: (a) que sea probable la obtención de beneficios económicos futuros derivados del activo, y, (b) que pueda medirse con suficiente fiabilidad el valor del mismo. Estos criterios representan el principal obstáculo para el reconocimiento de la mayor parte de los intangibles de la empresa, y en especial, de los generados internamente. La incertidumbre en torno a los beneficios económicos futuros, así como la dificultad que entraña la estimación fiable de su valor, impide a los intangibles cumplir con los criterios de reconocimiento, y, obliga, a que la mayor parte de los desembolsos en inversiones o actividades intangibles deban cargarse a la cuenta de resultados. Así, los esfuerzos monetarios realizados por la empresa para la formación de personal, mejorar la imagen de marca, fortalecer las relaciones comerciales con clientes y proveedores o investigar sobre nuevos productos, no pueden ser capitalizados y reconocidos en el balance como activos inmateriales.

A pesar de coincidir en el criterio general de valoración de los activos intangibles, que señalan el coste de adquisición para adquisiciones onerosas, y el coste de producción para los activos generados internamente, un análisis más detallado revela los principales cambios en la valoración inicial de los activos intangibles que implica la normativa internacional.

La principal diferencia comienza con el tratamiento de los desembolsos de las actividades de investigación y desarrollo, o de las fases de investigación

y fases de desarrollo (NIC 38, 1998 y 2004). El tratamiento de las actividades de investigación cambia, ya que el PGC permite, de forma voluntaria, la capitalización tanto de los gastos de investigación como de desarrollo, siempre que se cumplan una serie de criterios relacionados con la viabilidad técnica, financiera y comercial del proyecto. Sin embargo, y quizás sea ésta una de las principales diferencias entre ambos sistemas contables, la NIC 38 (1998, 2004) no permite, bajo ninguna circunstancia, la capitalización de los desembolsos procedentes de la fase de investigación, y además, obliga a capitalizar los gastos de desarrollo desde el momento en que se cumplen todos y cada uno de los criterios de viabilidad técnica, financiera y comercial en ella recogidos. Además, se señala que en caso de no poder distinguir entre las fases de investigación y desarrollo, la empresa deberá considerar todos los desembolsos como procedentes de la investigación, y cargarlos directamente a resultados.

El tratamiento de las pérdidas de valor que hayan podido sufrir los activos intangibles, así como la posibilidad de revalorización al valor razonable de los mismos, son las principales diferencias en el reconocimiento posterior de los activos intangibles en el balance.

En primer lugar, el tratamiento contable de las pérdidas de valor de los activos intangibles es similar al recogido en el PGC para las pérdidas de valor irreversibles, es decir, el valor en libros del activo queda minorado, registrándose la correspondiente pérdida en la cuenta de resultados, salvo en el caso de los activos revalorizados, para los se registrará una disminución en la reserva de revalorización.

La alternativa de revalorización de los activos intangibles que ofrece la NIC 38 (1998, 2004), implica que los bienes podrán quedar reconocidos en el balance por su valor razonable menos el importe de la amortización acumulada, y las pérdidas de valor que haya podido sufrir tras la revalorización.

Así, la aparición del concepto de valor razonable, el cambio en el reconocimiento de los gastos de investigación y desarrollo, el cálculo de las pérdidas de valor de los activos intangibles, la alternativa de revaluación, y la eliminación de la amortización para algunos activos intangibles, incluido el fondo de comercio, con la entrada en vigor de la NIC 38 (2004), NIC 36 (2004) y la NIIF 3 (2004), pueden señalarse como las principales diferencias que la adopción de la normativa internacional supondrá en el tratamiento del inmovilizado inmaterial.

Una vez vistos los impactos contables y las consideraciones iniciales, y a modo de resumen, bajo este último grupo de variables se agrupan en un primer lugar variables relativas al entorno microeconómico y más cercano a la empresa, pero también factores de estrategia interna y factores referentes al management, y factores externos, de percepción de la empresa en el mercado. En conjunto, conforman una parte importante sin duda del valor y la imagen de una compañía.

Por tanto, nuestra motivación en este aspecto es la de ver cómo valoran los analistas toda esta información a nuestro juicio tan relevante, lo que nos permitirá concluir por una parte si los analistas toman en consideración estos factores, que repito una vez más, consideramos claves en las perspectivas futuras de una empresa, y por otra parte, de confirmarse lo anterior, si estas magnitudes deberían tener 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.

Para explicar brevemente las variables incluidas de forma individual, cuya inclusión se ha argumentado en los párrafos anteriores, vamos a comenzar por las variables internas de la empresa. Así, hemos incluido la variable Know-How de los Empleados, entendida 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 conocimiento¹⁴⁹. Adicionalmente consideramos importante evaluar la Inversión en Know-How de los empleados, es decir, los gastos en formación y desarrollo, para conocer la evolución que seguirá la primera. Consideramos que ambas 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. Uno puede hacerse una idea de la importancia de estas dos variables a la vista de la creación del “Knowledge Asset Management” por parte de L. Bassi, que basa su estrategia de inversión en estas dos variables¹⁵⁰, siguiendo el concepto de Argyris de la organización inteligente o “Learning Organization”. En esta línea también creemos interesante que los analistas evalúen la inversión en I+D, que se incluye en el apartado de variables de los estados financieros y análisis fundamental¹⁵¹.

En línea con estos conceptos hemos introducido también el factor “Habilidades de los Directivos”, de nuevo entendido 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.

Al mismo tiempo hemos incluido la Estructura Accionarial como factor a ser valorado, con el objetivo de analizar si los analistas consideran 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 derivados de ésta, como ineficiencias en la gestión o guerras de poder entre los socios. El Estado de la Infraestructura Tecnológica de la

¹⁴⁹ ver Andreu, R. Y Baiget, J. (2003).

¹⁵⁰ ver Delahoussaye, M., Ellis, K y Bolch, M. (2002)

compañía, como medida de su competitividad y eficiencia, en la llamada era de las tecnologías de la información es otra de las variables objeto de calificación por los analistas.

Continuando con la selección de variables, y siguiendo con la cobertura de los objetivos planteados al inicio para nuestra investigación, 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 ó mal gobierno corporativo es considerado como uno de los factores que han contribuido significativamente a los fracasos empresariales más sonados a escala mundial en los últimos años, nos lleva, junto con el resto de factores citados en la introducción, a incluir este concepto entre los evaluables por los analistas. Un buen gobierno corporativo crea mayor valor para la empresa, realzando por ende el valor para el accionista y reduciendo el riesgo para los inversores y acreedores. 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, por lo que resultará muy interesante conocer cómo evalúan los analistas financieros las compañías en función de su grado de cumplimiento de las directrices de buen gobierno corporativo.

En cuanto a las variables externas a la compañía, en primer término nos fijamos en el Número Global de Clientes ganados y perdidos por la compañía. Los clientes son el activo más valioso y crucial de cualquier empresa, y nos atrevemos a decir que sin clientes, el valor de cualquier

¹⁵¹ ver Capítulo 2.2.2

empresa es totalmente nulo. Además, los clientes son los que marcan el ciclo de vida de una empresa. Por consiguiente, estas variables de flujo¹⁵² indican si la empresa ha aumentado o disminuido su valor, y además, qué percepción 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 marketing, o la calidad percibida de los productos¹⁵³. En relación con esta última variable, también se incluyen los factores “Reputación en los Productos” y “Cambios en la Reputación de los Productos”, como indicadores de la percepción de los consumidores de los productos de la compañía, y los cambios en ella debidos a eventos o sucesos relacionados con la imagen de estos productos, que indican también en nuestra opinión el sentimiento del mercado sobre el posicionamiento y el valor agregado de la compañía. Si esto es así, los analistas deberían considerar todas las variables anteriores de cara a predecir la evolución del negocio en el corto y medio plazo.

Posteriormente, hemos incluido la Reputación Corporativa y los Cambios en ésta como siguientes variables a ser evaluadas. La Reputación Corporativa es el reconocimiento que los *stakeholders* de una compañía hacen del comportamiento de esa compañía a partir del grado de cumplimiento de sus compromisos con relación a sus clientes, empleados, accionistas y con la comunidad en general.

La reputación corporativa es el concepto más emergente dentro del management actual y una de las principales fuentes del valor intangible de las empresas, y constituye una síntesis de los factores de éxito de una compañía, de los “duros” como los resultados económico financieros o la

¹⁵² según la terminología de Business Dynamics, ver Sterman, J. D. (2000).

¹⁵³ La fidelidad de los clientes implica una serie de aciertos a la hora de gestionar la estrategia comercial de la compañía. Sirva como ejemplo la compañía Motorola, que ha manifestado haber identificado que la pérdida de un cliente actual es el resultado de una pobre percepción del servicio y supone nueve veces el costo de retener a un cliente.

calidad de la oferta comercial y también de los “blandos” como la responsabilidad social corporativa o la calidad laboral. Esta variable aglutina en parte por tanto, algunos de los conceptos anteriormente enunciados, aunque añade aspectos adicionales. Así, encontramos que la mayoría de los expertos relacionan como componentes de la reputación de una compañía una agrupación de activos intangibles denominados capital negocio, capital humano, capital organizativo, capital tecnológico, capital social y capital marca¹⁵⁴. Su gestión engloba por tanto desde unas directrices estratégicas hasta un sistema de reporting basado en planes de actuación concretos y compartidos por los gestores de la compañía.

Debido a estas características, la reputación corporativa atrae el talento hacia la organización y ayuda a alcanzar posiciones de liderazgo, pero sobre todo genera valor: Un estudio de R. C. Vergin y M. W. Qoronfleh examinó las tendencias bursátiles de las compañías que integran las listas de Fortune y concluyó que las diez primeras compañías con mejor reputación muestran un incremento anual en el valor de sus títulos del 20% por encima de las diez últimas.

Es por ello que consideramos que esta variable debe ser evaluada por los analistas para permitirnos conocer su relevancia de cara al análisis desde el punto de vista de estos expertos.

Finalmente, otro pensamiento reciente en cuanto a aparición, pero también de creciente vigencia, es el de que generar valor y beneficios no son los únicos fines de una empresa, y probablemente ni siquiera los más importantes para numerosos *stakeholders*. Aspectos como la conciencia medioambiental¹⁵⁵ y el comportamiento ético¹⁵⁶ afectan enormemente a la

¹⁵⁴ Ver como ejemplo el Modelo Intellectus del CIC (Centro de Investigación del Conocimiento de la Universidad Autónoma de Madrid).

¹⁵⁵ medida a través de varios posibles instrumentos basados en el concepto “Corporate Social Responsibility” (responsabilidad social corporativa) definido por los estándares publicados por la CERES - Coalition for Environmentally Responsible Economies (www.ceres.org) y adoptados por Bank of America o Deutsche Bank entre otros; la OECD

imagen de una empresa en los mercados, a la citada reputación sin duda, y son factores que la empresa debe tener en cuenta sin excusa, y que deberían ser medidos y evaluados 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. Por otra parte, los propios analistas como stakeholders y líderes de opinión, deberían mantener una ética personal y profesional que les condujera a recomendar negativamente los títulos de una empresa que mostrara actuaciones reprobables en cualquiera de estos aspectos. La actuación de los analistas, en términos de hasta que punto se comportan de este modo dentro de su proceso de análisis, y la importancia que otorgan a estas variables, consideramos que son cuestiones de gran interés y actualidad dentro de nuestra investigación.

Para ampliar de forma breve estos conceptos, aclaramos que el comportamiento ético lo entiendo como la forma de actuar de la compañía en sus relaciones con los diversos agentes. Dentro de estas relaciones se debe valorar el trato al empleado, la defensa de los derechos humanos, el trato correcto a los proveedores y en cualquier actuación con un tercero.

La conciencia medioambiental abarca todos aquellos relacionados con las actividades, instalaciones y productos de la empresa y su impacto en el medio ambiente. No se trata únicamente del cumplimiento de la legislación vigente aplicable, sino que la empresa debe mostrar una preocupación por estos temas, a través de una evaluación paulatina del impacto

con sus “Principles for Multinational Companies” (principios para compañías multinacionales) - www.oecd.org publicados en el año 2000; el “United Nations Global Compact” (www.unglobalcompact.org/portal) adoptado p.Ej. por BASF o la “Global Reporting Initiative” (GRI – Iniciativa de Reporting Global - www.globalreporting.org) también promovida por las Naciones Unidas y CERES.

¹⁵⁶ Basado en el Imperativo Moral de Kant

medioambiental de los productos y servicios que desarrolla, mejorar continuamente los procedimientos internos de actuación con hincapié en la prevención de la contaminación y la preservación de recursos naturales. Además debe ser práctica habitual la publicación periódica de los indicadores y prácticas medioambientales de la empresa.

Estas dos variables destacan por su impacto en la sociedad dentro de las incluidas en los citados códigos y tratados de responsabilidad corporativa, junto con lo que vamos a denominar “conciencia social”.

La conciencia social de una compañía abarca aspectos como la contribución a la sociedad y la responsabilidad sobre sus productos. La empresa debe ser consciente de su papel social y velar por el desarrollo económico, invirtiendo con criterio de redistribución de riqueza; con criterio social, creando empleo o con actividades culturales; y tecnológico, desarrollando avances e invirtiendo en I+D a través de sus productos y servicios, en aquellas sociedades en las que esté presente.

Por último, quedan por describir dos variables incluidas en este apartado y que también juegan un rol fundamental desde nuestro punto de vista a la hora de evaluar a una compañía, por lo que queremos contrastarlo a través de su valoración por parte de los analistas. La primera de ellas es el Conservadurismo Contable de la compañía, 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. Estas prácticas hacen que la comparabilidad de los estados financieros se vea reducida, y pueden ocultar cierta manipulación de éstos (*earnings management*), por lo que dichas prácticas deberían ser tenidas en cuenta por los analistas, y ser penalizadas.

Y en segundo lugar está el Valor de la Marca¹⁵⁷: Una marca fuerte implica muchos de los aspectos intangibles comentados anteriormente relacionados con la imagen y la reputación de una compañía. Las marcas inciden en la percepción de los servicios y productos, e incluso pueden cambiar preferencias y prioridades y permiten por tanto reflejar una estrategia de negocio que incluye la visión integral de la compañía que se quiere transmitir. A esto se añade que una marca fuerte consigue lealtad y diferenciación, lo que permite a una compañía tener fuertes ventajas competitivas con respecto a su competencia, y por tanto le otorga una capacidad de innovación y un retorno de las inversiones mucho mayor.

Adicionalmente queremos conocer hasta qué punto los analistas se fijan en las recomendaciones de otros analistas antes de publicar las suyas, por lo que en el cuestionario pedimos que evalúen la importancia de las “Recomendaciones de Otros Analistas” para su análisis. Este aspecto puede reflejar cierta falta de independencia, asociada a algunos de los factores citados en el capítulo introductorio como la preocupación por la propia carrera profesional, o la tendencia a publicar noticias favorables (recomendaciones favorables), de resultar que los analistas manifiesten tener en cuenta las opiniones de sus colegas antes de publicar las suyas propias.

Recapitulando brevemente, el conjunto de los factores citados en este último apartado de variables incluidas en el cuestionario ayudan a evaluar por tanto si una compañía tiene un determinado valor y si éste se mantendrá o no. Con ello deberían obtenerse claras señales a la hora de emitir una recomendación de inversión. En los resultados de esta investigación se verá si los analistas están otorgando a estas variables intangibles y no

¹⁵⁷ entendida como la estructura simbólica creada por una firma para representar un conjunto de informaciones sobre un producto, servicio o grupo de productos, e identificarlos. Ver Montaña, J. (2005).

financieras la importancia que se les supone a priori¹⁵⁸ y que en nuestra opinión merecen.

Otras Variables No Financieras y Factores Intangibles	
	Know-How de los Empleados
	Inversión en Know-How de los Empleados
	Número de Clientes perdidos
	Número de Clientes nuevos
	Reputación Corporativa
	Cambios en la Reputación Corporativa
	Reputación de los Productos/Servicios
	Cambios en la Reputación de los Productos/Servicios
	Valor de la Marca
	Habilidades de los Directivos
	Cambios en las Habilidades de los Directivos
	Estado de la Infraestructura Tecnológica
	Estructura accionarial
	Cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo (Aldama/Olivencia/Conthe)
	Conservadurismo Contable
	Recomendaciones de Otros Analistas
	Cultura Corporativa
	Conciencia Medioambiental
	Conciencia Social
	Comportamiento Ético

Tabla 6: Variables No Financieras y Factores Intangibles evaluados en el cuestionario¹⁵⁹

¹⁵⁸ La SEC también está tratando de encontrar un modo de medir correctamente estos activos intangibles, en la convicción de que tienen una clara influencia a la hora de valorar una compañía.

¹⁵⁹ Elaboración propia

2.2.6 Formato Definitivo del Cuestionario

Una vez se hallaba completo el conjunto de variables, que consistió de las 87 variables enumeradas en las páginas anteriores¹⁶⁰, y divididas en las cinco áreas de análisis descritas a lo largo de este capítulo 2.2, el último paso para completar el diseño del cuestionario era el del formato del mismo, tanto visual como desde el punto de vista de la forma de valoración de las variables. Existen algunos puntos críticos en esta fase final del diseño, que condicionaron el formato final, si bien antes de conocerlos, consideramos imprescindible enunciar las premisas en las que nos basamos previamente a la decisión sobre el formato del cuestionario, y que recogen las citadas en la literatura de las áreas de investigación de mercados y psicología de cara a optimizar el proceso de diseño y recolección de datos.

Como aspectos fundamentales independientes de toda metodología, y de acuerdo a las características de la muestra, partimos en primer lugar de una definición de los nombres de las variables que debía ser concisa y precisa para evitar malas interpretaciones o ambigüedades; el analista debía saber en todo momento qué variable estaba valorando. Además, otros aspectos de gran relevancia son la brevedad y sencillez de cumplimentación: Los cuestionarios serían remitidos a los analistas vía email a su puesto de trabajo. Dadas las características de su trabajo, estos individuos son personas que trabajan bajo presión, teniendo que atender a cualquier información con suma rapidez, ya que puede modificar sus análisis o recomendaciones. Por ello, nuestra intención era que rellenar el cuestionario no les llevara en ningún caso más de cinco a diez minutos, y que no fuera

¹⁶⁰ Son 85 variables más las dos preguntas abiertas, que constituyen variables igualmente, pero que no se analizan estadísticamente, ni forman parte del modelo de necesidades de información, al tratarse de informaciones meramente cualitativas, dirigidas a enriquecer las conclusiones de esta investigación.

necesario completarlo de una vez. De hecho, en los pretests efectuados una vez completado el cuestionario, el tiempo de cumplimentación medio fue de seis minutos.

Con estas premisas, pasamos a revisar la literatura especializada en elaboración de encuestas¹⁶¹, cuyas recomendaciones, de forma resumida, y una vez elegido el método de encuesta de la manera explicada en el apartado 2, son las que se enuncian a continuación.

En lo referido a la redacción de las preguntas, éstas deben ser lo más claras y sencillas posibles, evitando la ambigüedad y cuidando que el lenguaje sea el más apropiado para el grupo al cual se dirige. Una pregunta ambigua es aquella que permite a interpretaciones alternativas y a diferentes respuestas en función de estas interpretaciones. Se debe además evitar la aparición de preguntas conducentes, es decir, de aquellas que sugieren la respuesta, así como que ejerzan cualquier influencia en el sentido de la respuesta. Finalmente, las preguntas no deben ser excesivamente largas ya que los cuestionarios deben ser fluidos y con preguntas cortas en donde se pueda imponer un ritmo de preguntas y respuestas que no aburran al encuestado ni al encuestador. Cuando este ritmo se altera con una pregunta cuyo texto es excesivamente largo o repetitivo, la conversación pierde dinamismo e incide negativamente en el desarrollo de la entrevista.

Adicionalmente, las preguntas deben estar dispuestas en un orden lógico, de acuerdo con la perspectiva del encuestado y, al mismo tiempo, las preguntas deben agruparse en función de su temática para evitar el desconcierto del entrevistado haciendo preguntas relativas a un mismo tema en diferentes fases de la entrevista.

Como resultado, en primer lugar tomamos la decisión de no formular preguntas, sino proponer una lista de variables a ser evaluadas, lo que ya

de por sí supone un cambio sustancial de cara al aspecto del cuestionario. Esta lista no incluye ningún tipo de explicación, y los nombres de las variables aparecen expresados de la manera más clara y concisa posible. Detalles adicionales parecían innecesarios, debido al profundo conocimiento de los analistas de la información financiera y sus componentes

De cara a los propósitos de la investigación, esta opción no incorpora más que ventajas, ya que supone una mayor sencillez y rapidez a la hora de contestar: no sólo no existen preguntas que leer y asimilar, sino que además el formato de lista hace mucho más estandarizada la forma de responder.

La estructura de esta “lista” de variables sigue un orden lógico a lo largo de las cinco áreas de análisis mencionadas, que además parece ser el más natural desde el punto de vista de los entrevistados tal y como permitieron contrastar las entrevistas con analistas previas al diseño del cuestionario¹⁶².

Por último, el aspecto visual, atractivo y sobrio a la par (ver Ilustración 2) busca añadir claridad y agilidad en su cumplimentación¹⁶³. El formato electrónico del formulario añade aún mayor eficiencia al proceso, ya que su cumplimentación se limita a seleccionar desplegados y a efectuar la valoración de las variables a través de “clics” del ratón de un PC, con muy pocos requerimientos de entradas escritas de información. Holga decir que todas las anteriores características también facilitan el posterior análisis de los resultados.

En cuanto a la evaluación de las variables, encontramos varias tipologías dentro de la encuesta. En primer lugar encontramos las variables de información personal que se explican en mayor detalle al final de este apartado, pero que en términos estadísticos se resumen en una variable

¹⁶¹ Fernández Nogales, A. (1999), Santesmases, M. (2001), Labaw, P. (1980).

¹⁶² Ver apartado 2.2 acerca del origen de la agrupación de las variables en estas cinco áreas.

cuantitativa de escala o escala métrica, que es los años de experiencia del entrevistado, y dos variables cualitativas nominales, que son el sexo y la industria / sector de especialidad del entrevistado. Para estas variables, el entrevistado únicamente debe elegir un valor dentro de una escala para indicar sus años de experiencia, o bien de un listado para las características sexo e industria de especialidad.

Las variables nominales no poseen orden, distancia u origen¹⁶⁴, por lo que su análisis estadístico se limita a análisis de medias, tests binomiales, contrastes *chi-cuadrado*, análisis factorial de componentes múltiples, y análisis factorial en general. Las variables cuantitativas de escala sí poseen atributos de orden, distancia y origen, por lo que permiten análisis estadísticos añadidos a los anteriores, como análisis de correlaciones, de la varianza, etc.

En relación a la codificación de las variables a evaluar por los analistas, se trata de una escala ordinal no métrica, es decir, son variables cualitativas ordinales¹⁶⁵. Para cada variable, los encuestados podían escoger entre cuatro niveles de importancia, que representan el peso otorgado a la variable dentro del proceso de análisis de una compañía, previo a la emisión de una recomendación de inversión. Los niveles de importancia fueron:

- *Muy importante*
- *Importante*
- *Poco importante*
- *Nada importante*

¹⁶³ ver Fernández Nogales, A. (1999), Capítulo 4 sobre Diseño de Cuestionarios.

¹⁶⁴ ver Grande Esteban, I. y Abascal Fernández, E. (1996), p. 320 ss.

¹⁶⁵ Permite la comparación entre las diferentes variables y puede convertirse fácilmente a una escala numérica para realizar análisis estadístico (ver capítulo 3 “Resultados Empíricos”)

Se buscaba obtener una respuesta en términos de importante / no importante, con dos posibles matizaciones para cada extremo, pero sin un valor medio que no deja de ser una respuesta indefinida y de nulo valor y significado. Sobre la base de esta escala, las variables se transforman en cuantitativas de intervalo, tipo Likert, mediante una codificación de las respuestas entre 1 y 4, para facilitar su tratamiento y posibilitar el posterior análisis estadístico, que permitirá un análisis y comparación lógico e intuitivo. Estas escalas son muy ampliamente utilizadas, ya que permiten gran cantidad de análisis tanto univariantes como multivariantes¹⁶⁶. Así, de acuerdo a la anterior clasificación, a la respuesta “muy importante” se le otorga el valor “4”, la respuesta “importante” se codifica como “3”, mientras que la respuesta “poco importante” se codifica como “2” y “nada importante” equivale al valor “1”.

Existen dos excepciones a esta codificación, que son las preguntas relativas a evaluar el conocimiento de las NIIF por parte de las compañías analizadas y de los propios analistas. Estas variables se valoran en una escala de “muy alto” a “muy bajo”, correspondiendo el valor “4” a “muy alto”, la respuesta “alto” se codifica como “3”, mientras que la respuesta “bajo” se codifica como “2” y “muy bajo” equivale al valor “1”.

Por último, las dos preguntas abiertas no se evalúan ni codifican de acuerdo a ninguna escala, y no son por tanto relevantes para el análisis estadístico, sino que arrojan como resultado una información cualitativa que deberá ser analizada. Estas particularidades se reflejan en el cuestionario para que no exista ningún tipo de confusión por parte de los entrevistados.

Finalmente, se pidió a los analistas que ponderaran cada uno de los cinco grupos de variables en los que se estructura el cuestionario, de acuerdo a su peso en relación al conjunto. Esta ponderación debía expresarse en

¹⁶⁶ ver Grande Esteban, I. y Absacal Fernández, E. (1996) p. 319 ss.

porcentaje (entre 0% y 100%), teniendo en cuenta que la suma de las cinco ponderaciones debe ser igual a 100%.

En la ilustración siguiente se puede observar el formato final del cuestionario, que se incluye completo en el Anexo VII. No se aprecia sin embargo un breve texto que se incluyó en la cabecera, consistente en unas breves instrucciones acerca de la manera de cumplimentación y posterior envío.

AREA	VARIABLE	IMPORTANCIA OTORGADA	Muy Importante	Importante	Poco importante	Nada importante
Como considera usted estas variables a la hora de analizar una compañía?		PONDERACIÓN				
I. Variables Macroeconomicas		% SOBRE 100	↓	↓	↓	↓
	PIB		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Déficit Público		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	IPC (inflación)		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Precios de Materias Primas		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Nivel de Tipos de Interés		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Evolución Salarial		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Base Monetaria		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Balanza de Pagos		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Política Fiscal		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Tasa de Desempleo		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Índice de Responsables de Compras		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
II. Análisis Sectorial y Variables Estratégicas		% SOBRE 100				
	Expectativas de la Industria/Sector		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Fuerza de los Competidores		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Política de Precios		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Perfil de los Clientes		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Estructura de Proveedores		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Portafolio de Productos		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Barreras de Entrada		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Volumen de Ventas		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Cuota de Mercado		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Diversificación (producto, geográfica)		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Ilustración 5: Formato del cuestionario¹⁶⁷

En última instancia, creimos conveniente dejar algunos espacios en blanco al final de cuestionario, con el objeto de recoger variables omitidas en el mismo, pero que algún analista pudiera considerar importantes para su

análisis. En el cuestionario se indica, tal y como se puede apreciar en la ilustración que sigue, el lugar para introducir el nombre de las variables omitidas, de modo que también sean valoradas de acuerdo a los mismos criterios que el resto de variables por parte de los entrevistados. De este modo se pretenden recoger aspectos considerados como importantes por los analistas y olvidados u obviados por nosotros, que pudieran constituir un resultado de gran originalidad y valor para esta investigación.

6		TÍTULO DE CATEGORÍA PRIMARIO					
7		Número de Clientes nuevos	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
8		Reputación Corporativa	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
9		Cambios en la Reputación Corporativa	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
10		Reputación de los Productos/Servicios	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
11		Cambios en la Reputación de los Productos/Servicios	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
12		Valor de la Marca	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
13		Habilidades de los Directivos	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
14		Cambios en las Habilidades de los Directivos	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
15		Estado de la Infraestructura Tecnológica	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
16		Estructura accionarial	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
17		Cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
18		Conservadurismo Contable	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
19		Recomendaciones de Otros Analistas	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
20		Conciencia Medioambiental	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
21		Conciencia Social	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
22		Cultura Corporativa	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
23		Comportamiento Ético	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
24		VI. Otras Variables					
25		<i>Si considera que alguna variable relevante para el análisis ha sido omitida, por favor inclúyala y evalúela. Muchas gracias.</i>					
26	Añadir aquí las variables ->	Variable 1	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
27	sustituyendo el texto actual	Variable 2	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
28		Variable 3	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
29		Variable 4	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Ilustración 6: Otras Variables¹⁶⁸

Una vez diseñado el cuestionario aplicando las reglas anteriormente expuestas, éste fue sometido a una prueba piloto imprescindible para identificar cualquier deficiencia en el diseño. En esta prueba preliminar es aconsejable utilizar encuestadores experimentados para detectar posibles preguntas que originen confusión en el encuestado, problemas que se

¹⁶⁷ elaboración propia

pueden presentar en las categorías normalizadas de las preguntas cerradas, etc.

Algunas de las variables que nos determinan un mal diseño del cuestionario son el número de negativas a contestar preguntas, o una alta proporción de preguntas en blanco, ya que no se considera normal que el porcentaje de preguntas en blanco supere el 10%, si el cuestionario está bien diseñado.

Por tanto, de acuerdo con estos criterios, tres analistas financieros y tres expertos independientes de la industria financiera¹⁶⁹ accedieron a colaborar en esta prueba que completaba el proceso de diseño. Sin grandes cambios resultantes de este pretest, el cuestionario estaba ya listo para ser enviado¹⁷⁰.

En cuanto a la información personal a cumplimentar por los analistas, sí se pretendió recabar una información detallada. Sin embargo, en los contactos previos al diseño y posteriormente en las pruebas, los analistas expresaron su deseo de confidencialidad en lo que a nombre, empresa y cargo se refiere. Este deseo fue común a la gran mayoría de los analistas consultados, por lo que en última instancia decidí pedir únicamente información acerca de la industria en la que el analista estuviera especializado, años de experiencia como analista, y sexo¹⁷¹. Esta información es la verdaderamente relevante para la investigación a la hora de poder establecer los diferentes perfiles de analistas, así como de realizar análisis estadísticos.

¹⁶⁸ elaboración propia

¹⁶⁹ el Prof. Dr. Prosper Lamothe Fernández, Catedrático de Financiación de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Autónoma de Madrid, y los Prof. Dr. Strohhecker y Prof. Dr. Seeger, profesores de la Hochschule für Bankwirtschaft de Frankfurt am Main y consultores financieros, además de tres componentes de la muestra cuyos nombres no cito por expreso deseo de confidencialidad.

¹⁷⁰ Ya hemos comentado anteriormente que durante este pretest el tiempo medio de cumplimentación del cuestionario fue de seis minutos.

¹⁷¹ Ver Ilustración 2

Naturalmente, para estas variables existe también una codificación. En el caso de los años de experiencia, al tratarse de una variable métrica, no necesita codificación alguna. Para el sexo, al tratarse de una variable nominal, la codificación consistió en asignar el valor '1' al género masculino, y '2' al femenino. Por último, la industria de especialidad, de nuevo una variable nominal, se codificó con valores de '1' a '7' tal y como se detalla a continuación:

- 1 = Servicios Financieros / Seguros
- 2 = Energía / Química
- 3 = Farmacéutico / Salud
- 4 = IT y Telecomunicaciones
- 5 = Medios y Entretenimiento
- 6 = Consumo
- 7 = Bienes de Equipo / Hardware

Con esta última codificación, la encuesta estaba lista para ser enviada a sus destinatarios.

2.3 Ejecución de la Encuesta y Recolección de Datos

La baja tasa de respuesta es la principal desventaja de la encuesta como método de investigación, como ya hemos señalado en capítulos anteriores, sobre todo por los sesgos que pueda producir en los resultados del análisis posterior, si bien en nuestra población diana el único sesgo probable a causa de la tasa de respuesta tiene sentido negativo a los objetivos de la investigación, puesto que consideramos más respondedores a los analistas con un mayor interés en los resultados. En concreto, el bajo número de respuestas que se reciben en relación con los envíos realizados, que se sitúa en torno al 10% o al 20% en los mejores casos, puede resultar insuficiente, más aún si cabe en cuestionarios aplicados a poblaciones

reducidas, como es el caso de esta investigación, lo que se traduciría en un número inadecuado de respuestas para los niveles de seguridad y potencia de las estimaciones y análisis estadísticos a realizar.

Para tratar este problema del bajo índice de respuesta es necesario establecer una serie de mecanismos motivadores, como son, en primer lugar que junto con el cuestionario se envíe una carta de presentación en la que se ponga de manifiesto la necesidad de la colaboración del encuestado y la importancia que tiene su respuesta para los fines de la investigación. En segundo lugar, otro mecanismo que incrementa el índice de respuesta es ofrecer un incentivo material, además del incentivo moral que se pretende dar con la carta. En este sentido, se utilizan habitualmente diversas formas como, por ejemplo, ofrecer una participación en sorteos a las personas que respondan, regalos, premios en efectivo, facilitar los resultados de la investigación, etc., en función del tipo de encuesta, y sobre todo, del perfil de los encuestados. Por último, es conveniente realizar envíos recordatorios o de refresco tras el primero, ya que la respuesta puede no darse tras el envío original por motivos como un error en las comunicaciones, un descuido en la recepción o tratamiento del correo, un fallo en la recepción de los ficheros adjuntos, u otros similares. El número de reenvíos varía en función de las circunstancias, aunque en términos generales, el último envío es aquel tras el cual la reacción de la muestra es poco significativa. De cualquier forma, está contrastado que estos envíos posteriores contribuyen a mejorar la tasa de respuestas, como veremos a continuación¹⁷².

Para esta investigación, redactamos una carta de presentación avalada por la Universidad Autónoma de Madrid¹⁷³, y concretamente por el director de esta Tesis Doctoral, don Prosper Lamothe Fernández, dotando al envío de un respaldo académico con carácter oficial, en la que además nos presento y pongo en conocimiento de los encuestados el propósito de nuestra

¹⁷² Ver Santesmases, M. (2001), p. 90.

¹⁷³ ver Anexo I

investigación, así como resalto la importancia de su colaboración para el éxito de la misma. Por supuesto, en la carta agradecemos de antemano esta colaboración. Adicionalmente, y dado el perfil de los componentes de la muestra, para los que el contenido de la investigación está directamente relacionado con su ámbito de interés profesional, el mayor incentivo que consideramos apropiado fue el de ofrecer los resultados de la investigación una vez terminada a aquellos analistas que tuvieran interés, incluyendo esta posibilidad en la propia carta.

Por otra parte cabe hacer mención a la investigación de la Universidad de Navarra de 2000¹⁷⁴ en la que se analiza en concreto la tasa de respuesta de las encuestas por correo apoyadas en las tecnologías de la información (en este caso, el correo electrónico). De acuerdo con el autor, en lo que a esta magnitud, que ha sido utilizada en numerosas ocasiones como un indicador de calidad de respuesta¹⁷⁵, se refiere, existen ligeras diferencias entre los cuestionarios enviados por correo ordinario y electrónico, consiguiendo el correo electrónico una tasa de respuesta ligeramente superior cuando se emplea una prenotificación. En estos casos, y siempre de acuerdo a esta investigación, el correo electrónico consigue tasas de respuesta del 63 por 100.¹⁷⁶ De hecho, la tasa de respuesta de la muestra internacional, así como la rapidez de las respuestas, lleva a Oppermann (1995) a aconsejar realizar los envíos sucesivos a los encuestados que no responden al primero, entre tres y cinco días después de haberse producido éste, y no a la semana siguiente, como suele aconsejarse en la encuesta postal tradicional.¹⁷⁷

¹⁷⁴ ver Díaz de Rada, V. (2000).

¹⁷⁵ ver Platek, R. (1986).

¹⁷⁶ Al contrario de lo que puedan afirmar otras investigaciones como la de Couper, M.P., Blair, J. y Triplett, T. (1999), pero en línea con la investigación de Díaz de Rada, V. (2000), en la que una encuesta mediante correo electrónico a una muestra internacional y con un aviso anterior al envío del cuestionario y envíos sucesivos de cuestionarios a los que no responden, obtiene una tasa de respuesta del 64%.

¹⁷⁷ Ver por ejemplo Dillman, D. A. (1978), p.180-193.

Una vez hecho este comentario, y siguiendo los criterios descritos en el capítulo 2.1, y con los anteriores añadidos, el cuestionario se envió vía email a 235 analistas en total, de las diferentes instituciones seleccionadas, tal y como se detalla en la Tabla 7. Previamente al envío del cuestionario, se envió la carta de presentación como contacto inicial a todos los analistas.

De cualquier modo, el cuestionario se envió también en los sucesivos envíos junto con la citada carta de presentación, y tal y como ya hemos comentado con anterioridad, las instrucciones más concretas sobre la forma de proceder con el fichero que contenía la encuesta se hallaban descritas en la cabecera del formulario. Para mayor detalle, en los apéndices de este documento se adjunta tanto el formulario, en el que se pueden apreciar todas estas características, como la carta de presentación.

A continuación se muestra la distribución de los grupos de analistas a los que se destinó el formulario, agrupados según sus características (entidades en las que prestan sus servicios).

GRUPO:	Analistas contactados	
	Contactos	Muestra %
Departamentos de Análisis de Entidades de Crédito	66	28,09%
Departamentos de Análisis de Sociedades y Agencias de Valores	156	66,38%
Departamentos de Análisis de Empresas de Servicios de Inversión	4	1,70%
Departamentos de Análisis de Publicaciones Financieras	9	3,83%
Total	235	100%

Tabla 7: Analistas contactados¹⁷⁸

De los 235 cuestionarios enviados, 141 fueron las respuestas obtenidas tras completarse todas las tandas de envíos/respuestas, como se detalla en la Tabla 8¹⁷⁹. Tres de los 141 no fueron válidos, ya que uno fue remitido por un analista que sólo valoró las variables relativas al análisis técnico, es decir, nueve de las ochenta y siete variables, y otros dos cuestionarios erróneos contenían faltas en los datos de género, años de experiencia e industria de especialidad, necesarios para responder a los objetivos principales, además de alguna variable sin valorar en uno de los casos. Por tanto, las respuestas válidas fueron finalmente 138.

Nº Envío	Semana*	Muestra		
		Envíos	Respuestas	%
1	12	235	46	19,57%
2	13	189	48	25,40%
3	15	141	18	12,77%
4	18**	123	24	19,51%
5	19**	101	5	5,05%
Total		235	141	

* Número de la semana calendario en el año 2007

**Los cuestionarios inválidos se recibieron en las semanas 18 y 19

Tabla 8: Cuestionarios enviados¹⁸⁰

¹⁷⁸ Elaboración propia

¹⁷⁹ al igual que en la investigación de Chiu, I. y Brennan, M. (1990), y tal y como hemos comentado antes al hilo de la investigación de la Universidad de Navarra, tras la primera semana, se volvieron a enviar emails a las personas que aún no habían respondido, con el objeto de mejorar la tasa de respuestas. Esta teoría parece contrastarse una vez más en nuestra investigación, ya que en la segunda semana se recibieron un 35% de las respuestas totales, como consecuencia probable del email de recordatorio (ver Tabla 8).

Nº Envío	Semana*	Muestra	
		Respuestas	%
1	12	46	19,57%
2	13	48	25,40%
3	15	18	12,77%
4	18	22	17,89%
5	19	4	3,96%
Total		138	58,72%

* Número de la semana en el año 2007

Tabla 9: Respuestas válidas recibidas¹⁸¹

Como se puede ver en las anteriores tablas, las respuestas fueron continuas a lo largo del tiempo, y los reenvíos en las semanas 1, 2, 3, 6 y 7 contribuyeron sin duda a obtener un mayor número de respuestas, si bien tras el envío número 5 (semana 7), se detecta que no existe reacción favorable, o al menos no de forma que justifique un nuevo envío.

Las cifras finales obtenidas suponen una tasa de respuesta del 59% para esta investigación, un porcentaje considerablemente alto en comparación con estudios similares en cuanto a metodología de obtención de datos¹⁸² y especialmente satisfactorio si consideramos que el cuestionario fue rellenado por los analistas durante su horario de trabajo, con las dificultades que ello conlleva y que hemos resaltado en anteriores apartados.

¹⁸⁰ Elaboración propia

¹⁸¹ Elaboración propia

¹⁸² ver Chiu, I. y Brennan, M. (1990). El dato estaría, sin embargo, en línea o incluso por debajo de las cifras del estudio de Díaz de Rada, V. (2000) de la Universidad de Navarra para encuestas vía e-mail con preaviso y envíos sucesivos.

Esta tasa de respuestas, que equivaldría a una muestra de 138 analistas, aplicando la fórmula de determinación probabilística del tamaño muestral en función del error máximo admitido¹⁸³, partiendo de que esta población es una población finita y normal, y por lo tanto la muestra también se ajusta a una distribución normal, con un intervalo de confianza del 95,5%, implicaría un error de muestreo de un 5,48%, lo que consideramos un error muy razonable, ya que las premisas para calcular el tamaño de la muestra¹⁸⁴ parten de tomar en cuenta tres factores:

1. El porcentaje para la estimación de los intervalos de confianza, con el que se generalizan los datos desde la muestra hacia la población total.
2. El porcentaje de error asumible en la estimación puntual del estadístico estudiado que se pretende aceptar al momento de hacer la generalización.
3. El nivel de variabilidad que se calcula para comprobar la hipótesis.

Los intervalos de confianza son los valores que permiten extrapolar el estimador puntual de la muestra a la población total de estudio al generalizar los resultados obtenidos. Esto quiere decir que un porcentaje del 100% equivale a afirmar que no existe ninguna duda para generalizar tales resultados, lo cuál solo es posible cuando se estudia la población diana en su conjunto, es decir, implica estudiar a la totalidad de los casos de la población. Comúnmente en las investigaciones sociales se busca un 95% de confianza.

¹⁸³ el cálculo se detalla en el anexo IIIa, aunque a modo de resumen, se basa en calcular el tamaño de la muestra en base al error máximo admisible y a la dispersión de las respuestas del colectivo objeto de estudio. La fórmula que determina el tamaño de la muestra para poblaciones finitas es la siguiente:
 $n = 4NP(1-P) / (N-1)K^2 + 4P(1-P)$, donde n es el tamaño muestral, N es el tamaño de la población, P es la proporción de la población que posee un determinado atributo (siendo 1-p la proporción que no posee este atributo) y K es el error de muestreo que estemos dispuestos a asumir. Ver, entre otros, Santasmases, M. (2001), p. 83-85.

El error o porcentaje de error equivale a elegir una probabilidad de aceptar una hipótesis que sea falsa como si fuera verdadera, o la inversa: rechazar la hipótesis verdadera por considerarla falsa. El primer supuesto es el nivel de seguridad, mientras que el segundo es la potencia del test estadístico. Al igual que en el caso de la confianza, si se quiere eliminar el riesgo del error y considerarlo como 0%, entonces la muestra es del mismo tamaño que la población, por lo que conviene correr un cierto riesgo de equivocarse. Comúnmente se acepta entre el 4% y el 6% para la seguridad y del 15-20% para la potencia, tomando en cuenta de que no son complementarios la confianza y el error.

En tercer lugar, la variabilidad o desviación típica máxima está asociada a una proporción del 50% entre la posibilidad de ocurrencia de un atributo entre la población. Esta variabilidad está ligada al intervalo de confianza.

En definitiva, y a la vista de las anteriores afirmaciones, el número de respuestas obtenidas garantiza un conjunto de información representativo de la población completa. Dicho de otra manera, esta tasa de respuesta supera el objetivo planteado en el apartado de Diseño Muestral, en el que se exponía que con una población diana de 235, un nivel de confianza del 95%, un error asumible del 6% y teniendo en cuenta los conglomerados de estudio, el tamaño mínimo de la muestra necesaria debía ser de 131.

En cuanto a las características de los analistas que contestaron a la encuesta, a cada uno de ellos se le pidió rellenar una breve información personal, como ya hemos comentado. Con estos datos se puede definir un perfil de los sujetos que colaboraron, y por otra parte, realizar los análisis estadísticos que veremos más adelante en el capítulo 3. No obstante, y de cara a obtener una primera idea acerca de las características de los

¹⁸⁴ en base a numerosas fuentes. Ver, entre otras, Santesmases, M. (2001), Kotler, P. (2005) o Grande Esteban, I. y Abascal Fernández, E. (1996).

analistas, vamos a comentar brevemente los datos que se resumen de forma más visual en la tabla 10, donde observamos que prácticamente el 70% del total de respuestas válidas proceden de analistas de departamentos de análisis de sociedades y agencias de valores, cifra a la que si sumamos las entidades de crédito entendidas en su formato más tradicional, llegamos a más de un 91% del total de respuestas válidas. Vistas estas cifras, la respuesta de los analistas de las empresas de servicios de inversión y de las publicaciones financieras fue mucho menor en términos absolutos, si bien es cierto que su peso en el total de la muestra también fue mucho menor (un 12%), por lo que la tasa de respuesta en función de la tipología de instituciones a las que se dirigió el cuestionario, es decir, en términos relativos, es consistente con la Tabla 1 en la que se resumía la cantidad de cada una de ellas a las que se dirigieron los cuestionarios.

Por otra parte, se observa en función de las respuestas obtenidas que los analistas colaboradores cubren un amplio rango de industrias, que como ya hemos comentado, hemos agrupado en siete categorías (ver estadísticos descriptivos en Tabla 10, panel B). Las siete tipologías se encuentran representadas de forma bastante holgada, exceptuando el sector farmacéutico o de salud, lo que indica una correcta distribución de las respuestas obtenidas. El hecho de que el sector farmacéutico/salud se encuentra tan escasamente representado puede deberse a una falta de respuestas de analistas especializados en dicha industria, o bien a una catalogación de este sector dentro de alguna de las otras seis categorías por parte de los encuestados.

En lo que al género respecta, prácticamente el 25% de los analistas que respondieron a la encuesta son mujeres, mientras que los hombres representan obviamente el restante 75% (ver Tabla 10, Panel C), lo que está en línea con anteriores trabajos y parece ser el mix de hombres y mujeres de este sector de actividad.

Por último, todos los analistas colaboradores son analistas “senior” como se especificó en el capítulo 2.1, y entre ellos encontramos varios subgrupos en los que a años de experiencia, se refiere. En media, se observa un alto grado de experiencia siendo el valor promedio 8 años, y estando todas las observaciones comprendidas en un rango que abarca desde los 2 hasta los 25 años de experiencia.

En resumidas cuentas, en la tabla que sigue puede verse de manera sintética que las repuestas obtenidas conforman una muy buena sección cruzada, debido a una muestra muy diversificada en términos de experiencia, género y áreas de especialización. Por ello, concluimos afirmando sin duda que la muestra seleccionada de acuerdo a la metodología expuesta en el apartado 2.1 resulta ser, una vez obtenidas las respuestas a los cuestionarios, y por tanto, una vez que tenemos datos como base de análisis, lo suficientemente diversa como para ser considerada representativa de la comunidad de analistas financieros de inversión en renta variable en España, cumpliendo así con los requisitos necesarios para la extrapolación de los resultados de esta investigación.

PANEL A:

Respuestas por Grupos

Grupo	Muestra	
	Respuestas	%
Departamentos de Análisis de Entidades de Crédito	30	21,74%
Departamentos de Análisis de Sociedades y Agencias de Valores	96	69,57%
Departamentos de Análisis de Empresas de Servicios de Inversión	4	2,90%
Departamentos de Análisis de Publicaciones Financieras	8	5,80%
Total	138	100%

* no incluye las 3 respuestas no válidas

PANEL B: Industria Analizada

Nombre de la Industria	Muestra	
	Observaciones	%
Servicios Financieros / Seguros	47	34,06%
Energía / Química	20	14,49%
Farmacéutico / Salud	2	1,45%
IT y Telecomunicaciones	25	18,12%
Medios y Entretenimiento	21	15,22%
Consumo	12	8,70%
Bienes de Equipo / Hardware	11	7,97%
Total*	138	100%

*algunos analistas cubren compañías en más de una industria¹⁸⁵.

PANEL C: Respuestas por género

Género	Muestra	
	Respuestas	%
Masculino*	104	75,36%
Femenino	34	24,64%
Total	138	100%

* no incluye las 3 respuestas no válidas

Tabla 10: Características de los analistas
colaboradores¹⁸⁶

Junto con sus respuestas, varios analistas mostraron interés en ser informados sobre los resultados de esta investigación, por lo novedoso y actual de la misma¹⁸⁷. Estos resultados se describen en el siguiente capítulo.

¹⁸⁵ Para el análisis estadístico, únicamente consideramos aquel sector en el que el analista se considera más especializado, previo contacto con el mismo (ver datos en el apéndice II.b. estadísticos descriptivos).

¹⁸⁶ Elaboración propia

¹⁸⁷ en concreto, 48 analistas mostraron interés expreso en conocer los resultados de nuestro trabajo (lo que representa el 20% de la población y el 35% de los que respondieron correctamente).

3 Resultados Empíricos

El objetivo principal de esta investigación es recoger y reflejar los requerimientos de información de los analistas financieros de renta variable en España a la hora de analizar compañías y emitir recomendaciones de inversión. Posteriormente, como segundo gran objetivo, buscamos poder contrastar la capacidad predictiva de este modelo de información y análisis que se desprende del primer objetivo.

Como ya hemos explicado en el capítulo previo, para abordar el primer objetivo, una serie de analistas financieros han valorado la importancia que un amplio set de variables incluidas en un cuestionario tiene para ellos en este proceso de análisis y recomendación.

En este capítulo se presentan los resultados de esta valoración¹⁸⁸, que debidamente tratados son analizados. La interpretación de este análisis nos permitirá dar respuesta a este primer objetivo planteado.

No queremos detenernos en exceso en comentar conceptos básicos del análisis estadístico, pero sí queremos resaltar que el análisis que se detalla a continuación tiene como objetivo dar respuesta a los interrogantes que plantea la investigación, basado en las técnicas estadísticas acordes a la tipología de datos existentes. En primer lugar, dado el volumen de datos a analizar, la utilización de técnicas y programas informáticos estadísticos es imprescindible para realizar un análisis fiable. Por otra parte, dado que la investigación se basa en un cuestionario que contiene variables de escala o

mixtas principalmente, junto con variables categóricas o nominales, el análisis estadístico será exhaustivo, tanto desde el punto de vista univariable, como bivariable y multivariable, es decir, se analizará cada variable de forma individual, pero también las relaciones entre pares de variables y entre el conjunto completo de variables. Por último, creemos importante destacar que los informes estadísticos que se han obtenido para esta investigación, y que se recogen en los anexos, tanto impresos como en formato electrónico, provienen de programas informáticos, y por tanto no son manipulables.

A continuación se detallan las técnicas de análisis aplicadas a los datos obtenidos y los resultados de las mismas.

3.1 Resultados Univariable

Tras el proceso de revisión de los cuestionarios completados, y con la ya explicada codificación de las variables, procedimos al estudio de las preguntas, en primer término de forma individual.

Ampliando la idea anteriormente expuesta, las variables empleadas en el cuestionario de cara a ser valoradas por los analistas, y que han sido descritas a lo largo del capítulo 2, permiten realizar análisis estadísticos de diferente índole. Las variables nominales permiten realizar análisis de frecuencias, porcentajes y algunos estadísticos descriptivos, orientados a proporcionar un resumen de la información aportada por los encuestados,

¹⁸⁸ en el anexo III se recogen todos los datos correspondientes a las respuestas a los cuestionarios, así como su codificación.

mientras que las variables métricas/cuantitativas, o las convertidas en escalas cuantitativas, permiten realizar análisis mucho más completos, tanto desde un punto de vista univariable como multivariable.

Por tanto, el primer paso del análisis consistió en un análisis descriptivo de las variables cualitativas, que indica básicamente los atributos considerados y sus frecuencias de aparición, de cara a ofrecer una visión más resumida acerca de los elementos de la muestra.

Para estas variables que reflejan las características de los encuestados, ya hemos mostrado en el apartado 2.3 un breve resumen de frecuencias, porcentajes y media en el caso de los años de experiencia, que no obstante se amplía en los anexos¹⁸⁹.

El resto de datos obtenidos de los cuestionarios, consistentes en variables cuantitativas (escala de intervalo), se analizaron en un primer paso a través de estadísticos descriptivos¹⁹⁰. Dentro del primer objetivo de la investigación, se incluyen numerosas subtareas, entre las que destacan en un primer lugar la obtención y la comprensión de las variables empleadas por los analistas en su labor. Para abordar esta cuestión, se calcularon las medidas de tendencia central (media aritmética, mediana, moda), así como la desviación típica de las variables valoradas por los analistas en los cuestionarios de cara a contar con una medida de dispersión que evalúe hasta qué punto la valoración es homogénea, o si existen posiciones extremas entre los encuestados. Adicionalmente, también se elaboraron tablas de distribución de frecuencias para tener una capacidad de análisis más pormenorizada de casos concretos.

Con todos estos estadísticos, se obtiene una visión completa acerca de qué variables son valoradas por los analistas como las más importantes y por

¹⁸⁹ Ver anexo III

¹⁹⁰ los resultados completos de los análisis se detallan en el Apéndice, sección II.

tanto cuáles son las más utilizadas para su proceso de análisis y recomendación. Para establecer una jerarquía por orden de importancia (mayor/mejor valoración), primero nos fijaremos en la moda, es decir, el valor que se presenta con mayor frecuencia, de forma que nos permita discernir cuáles han sido las variables que han obtenido en mayor número de ocasiones la valoración “importante”, “muy importante” o “3” y “4” respectivamente¹⁹¹, y son por tanto las que los analistas incluyen en su análisis sin ningún género de dudas. La media aritmética será considerada como segundo factor determinante. Las variables con una valoración media inferior a “3” están valoradas por debajo del nivel de “importante”, por lo que asumimos que no son empleadas por los analistas en su labor de forma generalizada. Adicionalmente, nos ayudaremos de la desviación estándar, como tercer estadístico relevante, para establecer hasta qué punto existe consenso entre los analistas a la hora de valorar una variable y por tanto, hasta qué punto la media es representativa. Si existe gran disparidad en las valoraciones de un ítem del cuestionario, buscaremos explicaciones más concretas con ayuda de los estadísticos bivariable para aclarar esta volatilidad y para obtener un resultado fiable acerca de la importancia de esa determinada variable en el proceso de análisis y recomendación.

Las distribuciones de frecuencia permiten visualizar de forma gráfica como se distribuyen las valoraciones de los diferentes analistas entre las cuatro posibilidades de valoración. Esta distribución debe ser coherente con los anteriores análisis estadísticos. Y por último la mediana, como valor que divide la distribución de frecuencias por la mitad, debe corroborar el valor de la media, ya que al no verse afectada por valores extremos, debe indicar, además de lo apuntado por la desviación estándar, si esta media aritmética es razonable o por el contrario tiene un sesgo.

¹⁹¹ Para la equivalencia de valoración cualitativa y valor numérico, ver Capítulo 2.2.6, ya que a partir de este momento se empleará indistintamente una u otra nomenclatura.

Estos son los criterios en los que nos basaremos para seleccionar las variables que componen el modelo que cubre las necesidades de información de los analistas financieros de renta variable en España, de cara a contrastar su capacidad predictiva en el capítulo 4 de esta investigación. Sin embargo, para no descartar ninguna variable prematuramente basándonos únicamente en los estadísticos descriptivos, a continuación vamos a comentar y analizar los resultados de todas las variables que presenten valores medios superiores a 2,5 (es decir, el umbral entre 'poco importante' e 'importante', así como con moda igual o mayor a '3 – importante'). Este análisis menos restrictivo permitirá que en el caso de que exista alguna variable que no cumpla con los criterios descritos en los párrafos anteriores, pero arroje alguna característica tras los análisis bivariable o multivariable que justifique su inclusión en el modelo, pueda ser considerada.

Los resultados en función de estos criterios y de manera resumida, se recogen en las Tablas 10 a 14, separados por área de análisis (según la estructura planteada en el cuestionario que abarca cinco grupos de variables según su naturaleza) y acompañados de sus correspondientes comentarios.

Adicionalmente, se solicitó a los analistas que otorgaran una ponderación a cada uno de los cinco grupos de variables. Los valores promedios (media aritmética) y estadísticos descriptivos de estas ponderaciones se recogen a continuación, y se comentan seguidamente, junto con los resultados obtenidos de cada uno de los grupos de variables individuales.

VARIABLE	Desv.Típ.	Mediana	Moda	Media
Ponderación Var. Macroeconómicas	0,0821	0,15	0,15	0,16
Ponderación Var. Sectoriales/Estratégicas	0,0825	0,30	0,30	0,29
Ponderación Var. Fundamentales	0,1053	0,40	0,40	0,39
Ponderación Indicadores Técnicos	0,0441	0,05	0,05	0,05
Ponderación Var. Intangibles	0,0730	0,10	0,10	0,11

Tabla 11: Ponderaciones de los grupos de variables¹⁹²

3.1.1 Variables Macroeconómicas

VARIABLE	Desv.Típ.	Mediana	Moda	Media
PIB	0,6707	4	4	3,42
IPC (inflación)	0,6763	3	4	3,33
Precios de Materias Primas	1,1503	3	4	2,59
Nivel de Tipos de Interés	0,4553	4	4	3,71
Evolución Salarial	0,7111	3	3	2,59
Política Fiscal	0,8164	3	3	2,65

Tabla 12: Variables Macroeconómicas mejor valoradas¹⁹³

De acuerdo a la metodología de selección e interpretación de los resultados anteriormente expuesta, en el primer grupo de variables, es decir, el grupo de las variables macroeconómicas, únicamente cuatro de los once factores incluidos obtuvieron una calificación de importante¹⁹⁴ por parte de los analistas, como vemos en la Tabla 12.

¹⁹² Elaboración propia

¹⁹³ Elaboración propia

¹⁹⁴ El término 'importante' equivale a una media aritmética de 3 puntos o más. Por tanto, aglutina las calificaciones 'muy importante' e 'importante', es decir, a partir de esta

De estas cuatro variables, parecía sencillo anticipar que el Nivel de Tipos de Interés sería considerada la más importante de los factores macroeconómicos a la hora de evaluar las acciones de una compañía, de acuerdo con sus implicaciones según la Teoría Económica, ya comentadas en el capítulo 2. La moda de las evaluaciones de esta variable fue de '4' y la media de 3,71. De manera específica, 98 de los 138 analistas que respondieron a la encuesta, es decir, un 71%, consideraron esta variable como 'muy importante'. Los 40 analistas restantes la puntuaron con 'importante', y no hubo ningún analista que pensase que el Nivel de Tipos de Interés fuera poco o nada relevante a la hora de analizar una acción.¹⁹⁵

Por otra parte, las variables PIB, Inflación y Precios de las Materias Primas, fueron los otros tres factores considerados de importancia para el análisis por los encuestados, con moda '4', y valores medios elevados en los casos del Producto Interior Bruto y la Inflación. Los Precios de las Materias Primas presentan una media baja, pero una elevada desviación estándar (1,15 frente a una media de 0,82, o 0,81 en el caso de las variables mejor valoradas), por lo que la media resulta en este caso poco representativa. No obstante, al tener una moda igual a 4, profundizaremos en el análisis de esta variable con técnicas bivariable y multivariable para buscar una mejor comprensión de estas cifras y eventuales patrones de comportamiento en los componentes de la muestra.

Sin embargo, las variables Evolución Salarial y Política Fiscal, no están valoradas como importantes por los analistas, si bien tienen modas de '3' y una valoración media por encima de 2,5, por lo que profundizaremos en el análisis bivariable en busca de alguna razón que justifique su inclusión en el modelo. No obstante, llama la atención esta valoración, ya que la Evolución Salarial suele estar ligada a una predicción de la demanda y por tanto de

calificación consideramos que las variables evaluadas son empleadas para el análisis, como hemos comentado al inicio del apartado de resultados.

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.¹⁹⁶

En cuanto a la ponderación de este primer grupo, los analistas le otorgan un peso del 16% sobre el conjunto de variables relevantes para el análisis. En general, se observan escasas discrepancias en la ponderación de los cinco grupos de variables, ya que las desviaciones típicas son reducidas y todas en torno al valor medio para estos cinco factores (0,078).

¹⁹⁵ ver apéndice, sección III.b.

¹⁹⁶ ver DG Bank (2000), p. 6 s. Este indicador se infiere de otros cinco, que son los pedidos nuevos, niveles de inventarios, de producción, entregas de los suministradores y entorno laboral, lo que da una idea de porqué funciona como „leading indicator“ del PIB.

3.1.2 Variables Sectoriales y Estratégicas

VARIABLE	Desv.Típ.	Mediana	Moda	Media
Expectativas de la Industria/Sector	0,5167	4	4	3,77
Fuerza de los Competidores	0,7164	4	4	3,54
Política de Precios	0,8654	3	4	3,26
Perfil de los Clientes	0,7906	3	3	2,75
Portafolio de Productos	0,7967	3	3	3,09
Barreras de Entrada	0,7849	3	4	3,29
Volumen de Ventas	0,8267	3	4	3,25
Cuota de Mercado	0,6722	4	4	3,43
Diversificación (producto, geográfica)	0,7636	4	4	3,36
Visión Estratégica / Metas Fijadas por Alta Dirección	0,6443	4	4	3,61
Estrategias de Márketing	0,7468	3	3	2,71
Regulación Actual / Nueva	0,7414	3	4	3,35

Tabla 13: Top 11 – Variables Sectoriales y Estratégicas¹⁹⁷

Continuando con las variables de Análisis Sectorial y Estratégicas, se obtuvo de los cuestionarios un grupo de 11 variables (de un total de 13) con puntuaciones equivalentes a 'importante', y dentro de este grupo, 9 de las 11 variables mejor puntuadas obtienen una moda de '4', es decir, 'muy importante'. Adicionalmente, se observan desviaciones estándar en línea con la media (0,81) y en algunos casos, muy inferiores. De estos datos se extrae la conclusión obvia de que los analistas prestan mucha atención a las variables que componen este grupo a la hora de analizar las compañías y sus títulos.

¹⁹⁷ Elaboración propia

En especial, las variables Expectativas de la Industria / del Sector, Fuerza de los Competidores, Política de Precios, Barreras de Entrada, Volumen de Ventas, Cuota de Mercado, Grado de Diversificación, Visión Estratégica de la Empresa (metas estratégicas fijadas por la alta dirección) y Regulación son las que los analistas consideran más importantes en este grupo. Todas ellas obtienen puntuaciones medias holgadamente por encima de 3, modas de 4 y desviaciones típicas en torno a la media del conjunto de variables. Esto se explica fácilmente al comprobar que en torno al 70% de los analistas les otorgan una puntuación de 'muy importante'¹⁹⁸, obteniéndose así cierta unanimidad a la hora de valorar la importancia de estas variables para el análisis. Es de destacar que la variable Expectativas del Sector fue puntuada con un '4' por el 80% de los encuestados, lo que da una idea de su importancia en el proceso de evaluación de una compañía desde el punto de vista estratégico y sectorial, y por ende en el proceso de valoración de su acción.

Por tanto, se confirma 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, como la Política de Precios o la Visión Estratégica de la alta dirección.

De las tres variables restantes, el Portfolio de Productos está también considerada importante, si bien con una moda igual a '3', mientras que las variables Perfil de los Clientes y Estrategias de Marketing muestran valores medios y modas netamente inferiores, y con desviaciones estándar por debajo de la media, por lo que queda claro que su importancia relativa está en un segundo plano. No obstante, dado que superan la puntuación de 2,5, analizaremos en el siguiente apartado estas variables en busca de algún argumento que pudiera aconsejar incluirlas en el conjunto de variables seleccionadas.

¹⁹⁸ ver apéndice para datos estadísticos y especialmente la sección II.b. sobre Distribuciones de Frecuencia

La ponderación otorgada por los analistas a este segundo grupo de variables es de un 29%, lo que está en línea con la importancia que se infiere del número de variables con valoraciones elevadas en este grupo.

3.1.3 Variables de los Estados Financieros

VARIABLE	Desv.Típ.	Mediana	Moda	Media
Beneficio Neto Reportado	0,7743	3	3	3,12
Crecimiento del Beneficio	0,6798	3	3	3,35
EBIT	0,9014	4	4	3,35
EBITDA	0,9757	4	4	3,48
Margen Operativo	0,6317	4	4	3,67
ROI	0,7533	3	3	3,04
ROE	0,8524	3	3	3,06
EPS/BPA	0,7575	3	4	3,26
Generación de Cash Flow	0,9422	4	4	3,58
Previsión de Cash Flows Descontados	1,0061	4	4	3,33
Pagos Anteriores de Dividendos	0,8598	3	3	2,59
Previsión de Dividendos Descontados	0,9427	3	4	3,04
Múltiplos de Valoración	0,6744	4	4	3,54
PER	0,7440	3	3	3,17
Capitalización Bursátil	0,9286	3	2	2,55
Capital Circulante (Working Capital)	0,9738	3	3	2,57
Nivel de Endeudamiento	0,8657	4	4	3,33
Gasto en CAPEX	1,0497	3	4	3,09
Prima de Riesgo s/Acciones (Equity Risk Premium)	0,9037	3	3	3,03
Conocimiento de las NIIF en las compañías analizadas	0,7822	3	3	3,17
Conocimiento de las NIIF por su parte (analista)	0,7930	3	3	3,12

Tabla 14: Variables de los Estados Financieros mejor valoradas¹⁹⁹

¹⁹⁹ Elaboración propia

La revisión de los resultados prosigue con este grupo de variables relativas al Análisis de Estados Financieros o Variables Fundamentales. En este tercer grupo de factores, 21 de los 31 que lo componen fueron puntuados por encima de '2,5' y 18 de ellos por encima de '3' en términos de media aritmética; además, 10 de estas 21 variables mejor puntuadas muestran una moda igual a '4'.

De este modo, las variables 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, refuerza 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, indicativo de las perspectivas de crecimiento de la compañía, y de su capacidad de hacer frente al continuo cambio tecnológico, la Generación de Flujo de Caja y el Nivel de Endeudamiento, como indicadores que combinados indican la situación financiera de una compañía y su margen de flexibilidad financiera, son a su vez variables con puntuaciones elevadas.

Queremos llamar la atención sobre el hecho de que otra información pública tan relevante a priori como la cifra de beneficio neto y su evolución no se considere '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 información²⁰⁰ 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, que incorpora todos los factores de comparación en una cifra, lo que redundaría en una mayor sencillez de cálculo y comparación, 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 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 empleado de acuerdo a las respuestas obtenidas, aunque refleja una desviación estándar elevada, lo que puede ser reflejo de un uso no tan generalizado, debido a la complejidad que implica. De cualquier forma, se analizará con los estadísticos bivariable para tener una idea definitiva de su papel en el análisis financiero. Por último vemos como el método de Descuento de Dividendos Previstos sigue teniendo especial vigencia, apoyado en la

²⁰⁰ El 80% de los analistas evaluaron la variable Análisis del Cash Flow Analysis como 'muy importante' y únicamente un 33% evaluó los Resultados Reportados como 'muy

variable Prima de Riesgo de la Acción, si bien los Pagos de Dividendo Pasados y la Previsión de Dividendos Descontados no destacan entre los factores mejor valorados (siendo esta última variable la peor valorada en media de las variables con moda 4, y por tanto, el método de valoración menos extendido en la práctica). Si partimos de la base de que el Análisis de los Dividendos Futuros Descontados es el método “clásico” de valoración de acciones²⁰¹, consideramos que las puntuaciones obtenidas por estos dos factores –2,59 y 3,04 respectivamente- resultan cuando menos llamativas. Es cierto sin embargo que en ambos casos se obtiene una desviación estándar por encima de la media, lo cual muestra discrepancias entre los encuestados, ya que alrededor de un 65% de los analistas las consideran ‘importantes’ o ‘muy importantes’, pero el restante 35% las puntúa con ‘1’ o ‘2’. Por tanto, parece ser que 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.

Por último 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.

importante’

²⁰¹ El Modelo de Descuento de Dividendos de Gordon es la forma clásica descrita en la literatura financiera de calcular el precio teórico de una acción. Ver por ejemplo Brigham, E. y Ehrhardt, M.C. (2002), Capítulo 10 sobre Valoración de Acciones.

Los ratios de Rentabilidad de la Inversión o ROI y Rentabilidad sobre Fondos Propios o ROE, como medidas del desempeño financiero de una compañía, y los ratios específicos del ámbito bursátil, muy extendidos internacionalmente para el análisis de compañías, y cuya importancia en nuestro país queda también certificada, como el Beneficio por Acción, o la razón Precio/Beneficio o PER, cierran el conjunto de variables mejor valoradas.

De lo anterior se evidencia que el análisis de estados financieros es un componente clave del análisis de una compañía, lo cual es ampliamente conocido y no resulta en absoluto revelador, 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. Parece sorprendente por tanto ver que los analistas no consideran toda la información financiera de la que disponen y que se presume: ya hemos explicado que figuras como las Cifras de Ingresos y Beneficios, Análisis de Cash-Flows, Niveles de Endeudamiento, y el nivel de Inversión en Activos Fijos o CAPEX, sí son utilizadas de forma intensiva y nos atrevemos a decir que lógica. Sin embargo llama poderosamente la atención que otros factores no parecen gozar de popularidad entre los analistas.

Entre estos, encontramos que 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, 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.

Otras dos variables en las que hacíamos hincapié de cara a este análisis, 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 sorprendente. Esta misma circunstancia se repite con la variable Valor Económico Añadido (EVA), que está ganando importancia en los últimos años como medida de la creación de riqueza de un negocio.

Para concluir el análisis de este conjunto de variables, hay que señalar que dentro de las variables comentadas, y en concreto entre las más importantes de este conjunto, se detectan desviaciones típicas considerablemente por encima de la media. Tal es el caso de las variables EBITDA, Análisis de Cash Flow y Cash Flows Descontados, y CAPEX. En estos casos, a pesar de que la valoración es mayoritariamente elevada, como demuestran sus valores promedios y sus modas, existe un porcentaje de valoraciones en torno a un 20% del total, que los consideran poco o nada importantes. Tanto para estas variables, como para las anteriormente comentadas relacionadas con los dividendos, trataremos de buscar una explicación a las discrepancias surgidas (que se traducen en elevadas

desviaciones medias) a través de los estadísticos bivariable y multivariable en los capítulos 3.2 y 3.3 de este trabajo.

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

3.1.3.1 Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF / IFRS)

Capítulo aparte merecen las variables relativas a la Normas Internacionales de Información Financiera incluidas en el cuestionario de cara a ser valoradas por los analistas para esta investigación.

Como hemos comentado en el capítulo 2, se incluyeron dos preguntas relativas al conocimiento que estiman los analistas que existen de las NIIF tanto en las empresas analizadas, como por parte del propio analista. Para estas variables, aunque están codificadas de la misma manera que el resto, se especificaba en el cuestionario que la valoración '4' se correspondía con 'muy alto' y '1' con 'muy bajo' en relación al grado de conocimiento.

Como se observa en la Tabla 14, tanto por parte de las compañías objeto de análisis, como por parte de los propios analistas, el conocimiento de las NIIF se considera alto. Tanto por el valor medio, como por la moda y las desviaciones estándar por debajo de la media del conjunto de variables, ésta es la respuesta de los analistas. Sin embargo, mirando las tablas de distribución de frecuencias, se observa que si bien el 90% de los analistas coincide en que el conocimiento de las NIIF en las empresas cotizadas españolas es alto o muy alto, el 17% de los analistas 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 2004²⁰², si bien la 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.

Por otra parte, se introdujeron dos preguntas abiertas de cara a comprender cuál ha sido el impacto de la entrada en vigor de las NIIF para los analistas financieros españoles de renta variable en su labor.

Las preguntas efectuadas fueron las siguientes:

- ¿considera usted que el cambio contable que suponen las NIIF ha sido positivo de cara a su labor?
- ¿cómo le ha impactado la nueva contabilidad a la hora de analizar compañías?

La tasa de respuesta obtenida fue del 77%, ya que 106 analistas de los 138 que contestaron en total completaron las preguntas abiertas.

A la pregunta sobre si el impacto ha sido positivo para la labor del analista, existe cierta concordancia (53% de las respuestas) en cuanto a que el cambio ha sido positivo, con un factor positivo señalado mayoritariamente 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

²⁰² Ver Cardona, J. (2004)

nuevas normas en los estados financieros, así como la distorsión del resultado que provoca la inclusión de “extraordinarios” a nivel de EBIT²⁰³.

Por tanto, no existe una percepción unánime acerca de las ventajas o desventajas de la nueva contabilidad, aunque sí parece que de cara a la labor del analista, sobre todo en lo que a la comparación entre empresas se refiere, predomina la percepción positiva del cambio.

En segundo término, la pregunta de cómo ha afectado el cambio a los analistas de cara al análisis, es mucho más abierta que la anterior, por lo que agrupar las respuestas resulta algo más complicado. Sin embargo, resulta llamativo que un gran número de analistas (42 de los 106 – 40%) responden de forma muy similar a la pregunta. En concreto, comentan que el impacto ha sido muy fuerte, ya que ha 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. Los mayores impactos en este sentido se atribuyen mayoritariamente al tratamiento de las depreciaciones y del fondo de comercio.

No existen comentarios sin embargo acerca de los cambios en la contabilización de instrumentos financieros o sobre la libertad en los formatos de presentación de las cuentas anuales, por lo que estos factores no parecen considerarse impactos relevantes.

Otros 36 analistas (34%) consideran 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.

²⁰³ Recordemos que las cifras de Patrimonio Neto y Resultados se ven impactadas por este cambio contable, ya que afecta a las amortizaciones y a los resultados extraordinarios, que

Por tanto, parece que no existe una visión compartida entre los analistas acerca de este reciente cambio normativo, si bien las principales conclusiones que podemos extraer del análisis de las respuestas del colectivo, es que el impacto ha sido fuerte²⁰⁴ en cuanto al cambio que ha supuesto, y adicionalmente negativo en parte, siendo el principal aspecto desde nuestro punto de vista la mayor volatilidad de los balances de las compañías, así como la pérdida de datos históricos. La volatilidad derivada de la valoración de numerosas partidas de los estados financieros a valor razonable o “fair value” se señala como un factor que dificulta la labor del analista, en línea con lo apuntado en la introducción y lo señalado por Peek²⁰⁵.

Sin embargo, por otra parte, se afirma mayoritariamente que de cara a la labor de los analistas, la mayor homogeneidad que se logra a nivel internacional es un claro beneficio a medio y largo plazo. Parece por tanto que sí se percibe en el mercado que la nueva regulación contable puede llevar en un plazo de tiempo razonable a obtener una mayor comparabilidad de la información financiera y una mayor transparencia. Este proceso sin embargo todavía necesita asentarse, ya que por un lado parece necesario reforzar la formación de los analistas en la materia, ya que parece que entre los contables de las compañías sí se ha alcanzado un nivel de conocimiento elevado, y por otra parte, es preciso que los nuevos modelos de análisis tengan una cantidad suficiente de datos históricos como para ganar en solidez.

pasan a formar parte de la explotación.

²⁰⁴ En línea con lo que señalan trabajos como los de Hope, O-K. (2002) o Peek, E. (2001).

3.1.4 Indicadores Técnicos

VARIABLE	Desv.tip	Mediana	Moda	Media
Price Momentum	1,0553	2	1	2,23
Rate Of Change (ROC)	0,6948	1	1	1,45
Relative Strength Index (RSI)	0,9183	1	1	1,72
Stochastics	0,7946	1	1	1,49
Average Directional Index (ADI)	0,6856	1	1	1,38
Bandas de Bollinger	0,7943	1	1	1,48
On Balance Volume (OBV)	0,6707	1	1	1,42
MACD	0,8279	1	1	1,57
Variación Relativa a un Índice de Referencia	1,0109	2	1	2,00

Tabla 15: Puntuaciones de los Indicadores
Técnicos²⁰⁶

Los resultados obtenidos para este conjunto de variables 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. Las puntuaciones muy bajas detalladas en la Tabla 15 así lo indican. Por tanto, parece que los aspectos psicológicos no son algo tenido en cuenta por los analistas financieros a la hora de evaluar compañías.

Aun así, las elevadas desviaciones medias que muestran algunas de estas variables sí indican que existen analistas encuestados se apoyan en estas variables, al menos como información adicional al resto de variables. Así, aproximadamente el 40% de los profesionales que cumplieron el cuestionario consideran el Price Momentum y la Variación Relativa a un Índice de referencia como factores importantes (puntuación '3' o '4'),

²⁰⁵ Ver Peek, E. (2001).

destacando el Price Momentum por encima de todas ellas, con una valoración media de 2,23.

En el próximo apartado analizaremos estas dos variables mediante el análisis bivariable, para tratar de encontrar un patrón de comportamiento tras estas valoraciones discrepantes y ver si hay algún factor subyacente merecedor de ser comentado.

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 valoración sobre el total es de apenas un 5%.

3.1.5 Variables No Financieras y Factores Intangibles

VARIABLE	Desv.Típ.	Mediana	Moda	Media
Reputación Corporativa	0,8471	3	3	2,80
Cambios en la Reputación Corporativa	0,8795	3	3	2,68
Reputación de los Productos/Servicios	0,9509	3	3	2,64
Cambios en la Reputación de los Productos/Servicios	0,9393	3	3	2,61
Valor de la Marca	0,9037	3	3	2,97
Habilidades de los Directivos	0,7735	3	4	3,32
Cambios en las Habilidades de los Directivos	0,9270	3	3	3,04
Estado de la Infraestructura Tecnológica	0,8341	3	3	2,65
Estructura accionarial	0,8802	3	3	3,12

Tabla 16: Variables No Financieras y Factores Intangibles mejor valorados²⁰⁷

²⁰⁶ Elaboración propia

²⁰⁷ Elaboración propia

El análisis univariable concluye tras la valoración de los resultados obtenidos por las variables de este último grupo, es decir, el grupo de las variables no financieras y los factores intangibles. De este conjunto, 9 variables de las 20 que lo componían fueron valoradas por encima de '2,5' de cara al análisis por los analistas. Parece por tanto que estos factores gozan de mayor importancia para los analistas financieros de la que se les pudiera atribuir en un principio, si bien no es un grupo de variables que tenga un peso relativo en el conjunto de factores analizados, comparable al de las variables estratégicas o financieras. No hay que olvidar que se trata de factores que pueden parecer secundarios, pero que sin duda condicionan la actuación futura de una empresa, y así es como los analistas parecen entenderlo para algunos casos concretos: Como se observa en la Tabla 16, los casos de las Habilidades de los Directivos, entendido 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 derivados de ésta, como ineficiencias en la gestión o guerras de poder entre los socios. En concreto, 124 y 119 respectivamente de los 138 encuestados las considera importantes (puntuación '3' y '4') y sólo 14 y 28 analistas respectivamente las evaluaron por debajo de estos valores.

Por otra parte, nos resulta interesante ver como las llamadas "variables de flujo"²⁰⁸, como son los cambios en las magnitudes de Reputación Corporativa y de los Productos, y en las Habilidades de los Directivos, son consideradas como indicadores de tendencias, a la par de las propias magnitudes estáticas (número de clientes, reputación de los productos, etc.). La Reputación Corporativa, como síntesis de los factores de éxito de

²⁰⁸ según la terminología de System Dynamics (ver Sterman, J. D. (2000))

una compañía y del valor intangible de la misma, sí parece ser una variable tenida en cuenta.

No obstante, ninguna de las restantes variables a excepción de las primeras 3 resaltadas, obtiene una puntuación por encima de '3' ni en promedio, ni como moda, y si bien se observan desviaciones típicas por encima de la media en todos los casos, su importancia de acuerdo a los criterios de selección establecidos, es menor. Para el caso concreto de la variable Valor de Marca, al tener una puntuación media cercana a '3' y una elevada desviación estándar, realizaremos un análisis más exhaustivo en busca de algún elemento de interés. Para el resto de variables valoradas por encima de '2,5', realizaremos igualmente el análisis comentado mediante estadísticos bivariable para verificar que no exista algún motivo de inclusión en el modelo.

De cualquier forma, 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, el hecho de 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: Un buen gobierno corporativo crea mayor valor para la empresa, realzando por ende el valor para el accionista y reduciendo el riesgo para los inversores y acreedores. 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.

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 marketing, 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, con puntuaciones medias de 1,72, 1,81 y 2,26 respectivamente, distan mucho de ser consideradas importantes. Especialmente negativo es el hecho de que más del 80% de los analistas consideran la Conciencia Medioambiental y Social de una compañía poco o nada importante (puntuación '2' o menor). En el caso del Comportamiento Ético, este porcentaje es de más del 60%. La conclusión que se extrae de estas cifras 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, como ya hemos comentado en el apartado 1a) IV. De hecho, las propias compañías son conscientes de este papel, y centran buena parte de su gestión en atender sus compromisos sociales²⁰⁹, 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

²⁰⁹ Telefónica ha publicado recientemente una guía de Responsabilidad Social Corporativa resaltando esta visión (Telefónica et al (2006)), el Banco Santander, Iberdrola o Inditex también presentan amplias memorias de responsabilidad social y sostenibilidad en sus memorias, y resaltan la importancia que se otorga a estos conceptos desde sus Consejos de Administración.

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.

Para este último grupo de variables, repetimos que la ponderación atribuida por los analistas es de un 11%, lo que lo sitúa en penúltimo lugar por orden de importancia, únicamente por delante de los indicadores técnicos. Este último dato refrenda lo comentado acerca de la escasa atención que prestan los analistas a estos factores que insistimos en que pueden parecer secundarios de cara a la generación de valor, pero que sin ningún género de duda condicionan la actuación futura de una empresa y el desarrollo de las sociedades en las que ésta opera.

De cualquier forma, de cara a la labor del analista, no parece necesario por tanto un mayor desglose en la información financiera de los elementos intangibles en los reportes y estados financieros de las compañías, contestando a lo que nos planteábamos en los objetivos de la investigación, 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.

3.1.6 Otras variables

Tal y como comentábamos en el apartado de diseño del cuestionario, como último grupo de variables, amén de los ya conocidos cinco grupos anteriores, existía un espacio en blanco al final del listado, en el que se facilitaba a los analistas la posibilidad de incorporar hasta cuatro variables adicionales, que desde su punto de vista considerasen importantes para su análisis, y que sin embargo no estuvieran recogidas en el conjunto de 87 variables del cuestionario. Cualquier variable introducida, debía ser también valorada de acuerdo a los mismos criterios que el resto.

Un total de 26 analistas, apenas un 18% de los que respondieron, introdujeron alguna variable adicional, lo que consideramos que es indicativo de que el cuestionario es percibido como muy completo por los analistas.

Analizando estas 26 aportaciones, se concluye que se trata de variables muy dispares, y únicamente consideramos oportuno hacer mención de las variables

- Spread de deuda corporativa
- Estimación de crecimiento perpetuo
- Análisis de sensibilidad (Montecarlo u otros) a variables de valoración (Coste de la financiación externa, Coste de capital, Tasa de Crecimiento de los Dividendos...)

que fueron las únicas que fueron nombradas en más de una ocasión por distintos analistas.

El primer caso, el spread de la deuda corporativa, arroja información acerca de la percepción del mercado sobre la calidad crediticia de una compañía. Esta medida evidencia el diferencial de una determinada renta fija privada respecto a la deuda pública, que refleja la percepción de riesgo en el mercado. Consideramos que la información relativa a la calidad crediticia de una compañía, así como en lo que a la situación macroeconómica y sectorial de ésta se refiere, que sin duda puede resultar útil, puede extraerse de forma más detallada y minuciosa a través del análisis de otras muchas variables contenidas en el cuestionario, tales como el nivel de endeudamiento, su generación de caja o la situación sectorial entre otras.

En cuanto a la estimación de crecimiento perpetuo, se trata de un cálculo de valor de una empresa, orientado principalmente al cálculo del valor residual en el período que excede al espacio temporal objeto de análisis. Es cierto que este cálculo se emplea de manera habitual, si bien las valoraciones empresariales suelen centrarse en períodos concretos, generalmente entre 5 y 10 años, ya que los escenarios a más largo plazo, por la incertidumbre que recogen, no suelen ser considerados fiables, por lo que tampoco consideramos oportuna su inclusión en el modelo.

Por último, el análisis de la sensibilidad del resultado de la valoración de una compañía a variaciones de determinadas variables empleadas en los cálculos de la valoración, es una evolución más sofisticada de los métodos de valoración en sí, ya que introduce factores adicionales y plantea escenarios alternativos, por lo que no constituyen la práctica habitual. No obstante, el valor añadido de estos métodos es indudable, si bien el objetivo de esta investigación no pretende entrar en detalle en la enorme casuística que existe tras los métodos de valoración de empresas más extendidos, por

lo que tampoco vamos a incluir este tipo de factores en el Modelo de Necesidades de Información.

Por tanto, no consideramos que se haya detectado ninguna omisión relevante, es decir, detectada por el colectivo de analistas. Estos casos que sí han sido señalados en más de una ocasión, repito que son válidos y aportarían valor sin duda al modelo de información, pero no son indicadores generalmente extendidos, por lo que hemos podido comprobar en este ejercicio, así como en las entrevistas previas efectuadas en la fase de análisis de la investigación, y por tanto no se incluirán en el modelo de necesidades de información dentro del conjunto de variables más relevantes identificadas por los analistas. Estamos convencidos de que las citadas entrevistas, así como el conjunto de la metodología seguida en la fase de diseño de la investigación, han contribuido a que no se hayan presentado en este apartado más casos de variables relevantes omitidas en el cuestionario, cuya solidez y riqueza queda demostrada tras este análisis.

3.2 Resultados Bivariable

En este apartado se aborda el análisis de las variables de forma conjunta. En concreto, buscamos conocer si existen relaciones entre dos variables. Para ello, vamos a centrarnos en primera instancia en las Tablas de Frecuencias Cruzadas, con el objeto de detectar posible patrones subyacentes a la valoración de algunas de las variables comentadas en la sección anterior, en función de las características personales de los analistas, es decir, dependiendo del género, industria de especialidad o años de experiencia.

Tal y como se ha discutido en la sección previa, las variables que muestran algún aspecto que pueda hacer dudar de los resultados arrojados por los estadísticos univariable, reflejados en el apartado anterior, serán las que van a analizarse con mayor detenimiento en el apartado actual, en busca de causas que expliquen estos aspectos llamativos (tales como desviaciones estándar elevadas, a modo de ejemplo). No obstante, el conjunto completo de variables de escala contenidas en el estudio serán analizadas de igual forma a través de los estadísticos bivivariable, en busca de cualquier patrón de comportamiento en la muestra. El objetivo de este análisis completo es enriquecer la información y las conclusiones que se deriven de esta investigación, y así serán presentadas en este apartado²¹⁰. Como último comentario queremos añadir que para este análisis completo nos centraremos con mayor atención, además de en las ya citadas variables con algún elemento de duda, en las variables seleccionadas por los analistas en el apartado 3.1 de acuerdo a los criterios expuestos. No obstante, si alguna de las restantes variables arrojara algún resultado que justificase su inclusión en el modelo, o bien un comentario que aporte algún valor, así será explicado y tenido en cuenta.

Para este análisis, partimos de las **Tablas de Frecuencias Cruzadas o de Contingencia**, en las que se recogen las frecuencias con las que se han elegido simultáneamente dos modalidades de respuestas correspondientes a dos variables diferentes. Esta observación se completa con un contraste Chi cuadrado, que permite rechazar (o no) la hipótesis de independencia de las dos variables estudiadas²¹¹.

Las variables que requerían un análisis detallado en este apartado, derivado de los resultados univariable son las siguientes:

²¹⁰ Por tanto, y para no hacer mención a los resultados de todas las variables una a una, el detalle se recoge en el anexo III y en este apartado se describirán únicamente aquellos casos cuyos resultados aporten valor a la investigación, o bien que se hubieran destacado en el análisis univariable por resultar llamativos en algún sentido.

²¹¹ La Tabla completa puede consultarse en el anexo III.d.

- *Precios de Materias Primas*
- *Pagos de Dividendo Pasados*
- *Previsión de Dividendos Descontados*
- *EBITDA*
- *Análisis de Cash Flow*
- *Cash Flows Descontados*
- *CAPEX*
- *Price Momentum*
- *Variación Relativa a un Índice de referencia*
- *Valor de Marca*

Una vez obtenido el resultado de la Tabulación Cruzada, Los resultados de este análisis bivariable²¹² mostraron la existencia de una relación entre las variables (se ha rechazado la hipótesis nula de independencia de las variables) en los siguientes casos:

- ✓ *Industria de Especialidad & IPC*

La importancia de la inflación es unánime entre los analistas, si bien en el caso de los analistas especializados en la industria de las Tecnologías de la Información y las Telecomunicaciones, un 40% de los encuestados consideran este indicador poco importante. Desde nuestro punto de vista, la menor importancia otorgada a esta variable, más allá de su indudable relevancia desde el punto de vista macroeconómico, se debe a factores inherentes a la industria, ya que desde el punto de vista de los costes, las principales partidas de estas industrias son las importaciones de terminales y de hardware (redes, servidores), por lo que la inflación local tiene poca influencia en su estructura de costes. Por el lado de los ingresos, la fortísima competencia existente en España y en la mayoría de mercados en los que

²¹² ver apéndice, sección II.c.

operan nuestras compañías cotizadas de estos sectores, sobre todo en el mercado de las telecomunicaciones, hace que los precios de venta de productos y servicios no respondan a un patrón influido por la inflación.

✓ Industria de Especialidad & Precio de las Materias Primas

En este caso, si bien de nuevo la variable está evaluada mayoritariamente como importante, existen numerosos analistas, ligados a industrias concretas, que no le otorgan esta valoración. Éste es el caso del 40% de los analistas de Servicios Financieros y Seguros, el 80% de analistas de IT y TelCo, 48% de analistas de Medios y Entretenimiento, y 42% de analistas del sector Consumo. Efectivamente se trata de sectores que difícilmente pueden verse afectados por fuertes oscilaciones en el precio de commodities, ya que no dependen de ninguna en concreto, si bien en el caso del sector consumo, dependerá de la especialidad de cada compañía. Por otra parte, los analistas de los sectores de Energía y Química, Farmacéutico y Salud, y Bienes de Equipo, sí se muestran altamente sensibles al precio de las materias primas, como parece lógico.

Este hallazgo está en línea con la consideración de la SEC en su FRR48 (*Financial Reporting Release 48*) de esta variable como componente del riesgo de mercado de una compañía²¹³, que ratifica que en determinados sectores, el precio de una determinada *commodity*, es muy relevante a la hora de analizar una compañía y predecir el comportamiento de su acción²¹⁴.

✓ Industria de Especialidad & Evolución Salarial

Existen discrepancias en la valoración de la variable Evolución Salarial en función de la industria de especialidad de los analistas, ya que en concreto,

²¹³ Ver Hodder, L. y McAnally, M. L. (2001).

²¹⁴ A pesar de lo que afirman Chen, N., Roll, R. y Ross, S. A. (1986).

los analistas especializados en Energía / Química, Farmacéuticas y Salud, y Entretenimiento y Media, parecen no otorgarle demasiada importancia. Son sectores no intensivos en mano de obra, ya que se apoyan en procesos industriales de valor añadido, aunque el sector Entretenimiento y Medios, al menos en la vertiente del entretenimiento, no pareciera encajar mucho en este perfil.

Dadas las grandes discrepancias que se observan, y ya que no se observa ninguna otra característica que aporte mayor información, seguiremos poniendo foco en el análisis de esta variable en este apartado, así como con técnicas multivariable. De no encontrar ninguna explicación que indique lo contrario, la variable no formará parte del conjunto de elementos seleccionados por los analistas.

✓ Industria de Especialidad & Perfil de los Clientes

La variable Perfil de los Clientes no tiene una valoración elevada, si bien es considerada importante por los analistas. Se observa que para el análisis de los sectores Farmacéutico/Salud, TelCo/IT, Entretenimiento y Media, y Consumo sí resulta especialmente importante (en concreto, para el 83% de los analistas de estos sectores), por lo que creemos importante que se incluya en el modelo.

Esta importancia resulta comprensible, ya que se trata de sectores muy competitivos y muy orientados al servicio al cliente. En el caso de las entidades financieras y de seguros, los analistas también lo consideran un dato importante aunque en menor proporción (49%). Los analistas del sector de utilities no le otorgan apenas relevancia (30%), ya que en la mayoría de los casos se trata de clientes cautivos en nuestro país²¹⁵, y en casi todas las economías, al tratarse generalmente de mercados muy regulados.

✓ Industria de Especialidad & Dividendos

Los pagos anteriores de dividendos muestran discrepancias a la hora de ser evaluados por los analistas, ya que si bien existe un 60% de analistas que los consideran importantes, el 40% restante no los emplea. Adicionalmente, existen muy pocas valoraciones de ‘muy importante’, por lo que independientemente de las discrepancias entre industrias de especialidad, que no nos parecen relevantes, esta variable no resulta ser importante de cara al análisis.

Sí lo es sin duda el Descuento de Dividendos Futuros (previstos), ya que un 72% de encuestados así lo afirma. Es llamativo sin embargo, que para los analistas de las industrias de Consumo y Bienes de Equipo, esta importancia es menor que para el resto de los casos (un 35% frente al citado 72%). La única particularidad que encontramos en las variables relacionadas, es decir, métodos alternativos de valoración de empresas, es que los analistas del sector Consumo utilizan de forma muy intensiva (en un 100%) el método de Descuentos de Cash Flows. Parece por tanto extraño que los analistas del sector de Bienes de Equipo no utilicen ningún método de valoración adicional al Descuento de Flujos de Caja, si bien es cierto que el 100% de estos analistas valoraron este método como ‘muy importante’. Aún así, no deja de resultar llamativo que el Análisis de los Dividendos Futuros Descontados, siendo el método “clásico” de valoración de acciones²¹⁶, obtenga una valoración inferior al Descuento de Flujos de Caja.

✓ Industria de Especialidad & Capital Circulante

Al igual que en el caso de la Evolución Salarial, existen discrepancias en la valoración del Capital Circulante tanto en función de la industria de

²¹⁵ mayoritariamente por cuestiones geográficas.

²¹⁶ El Modelo de Descuento de Dividendos de Gordon es la forma clásica descrita en la literatura financiera de calcular el precio teórico de una acción. Ver por ejemplo Brigham, E. y Ehrhardt, M.C. (2002), Capítulo 10 sobre Valoración de Acciones.

especialidad de los analistas, como en general en la muestra. Los analistas especializados en Entidades Financieras y de Seguros, y en Energía y Química especialmente, parecen otorgar poca importancia a la gestión de su circulante, y en cambio los analistas de Farmacéuticas y Salud, Entretenimiento y Media, Consumo y Bienes de Equipo sí lo consideran un factor relevante. En cualquier caso, de forma general, existen escasas valoraciones por encima de '3', por lo que dadas las discrepancias que se observan, seguiremos poniendo foco en el análisis de esta variable en este apartado, así como con técnicas multivariable, que de no arrojar ninguna evidencia adicional, nos llevarán a descartar la variable de cara al modelo de necesidades de información.

✓ Industria de Especialidad & Gasto en I+D

La variable I+D no está contemplada entre las variables mejor valoradas por los encuestados, si bien creemos conveniente incluirla para el modelo de análisis de las compañías del sector Farmacia / Salud, ya que los analistas la consideran relevante en un 100% de los casos.

✓ Género & Notas a los Estados Financieros

Las Notas a los Estados Financieros tampoco se encuentran dentro de modelo de información identificado en el subcapítulo previo, si bien resulta llamativo que sea así, y adicionalmente que el 65% de las analistas sí las tengan en cuenta, mientras que en el caso de los hombres, este porcentaje sea de tan solo el 37%. No consideramos que este dato tenga relevancia alguna de cara a la investigación, aunque pareciera que las mujeres sí tienen en cuenta en mayor medida la información contenida en las memorias de las compañías.

✓ Industria de Especialidad & Price Momentum

✓ Industria de Especialidad & Variación Relativa a un Índice

Si bien se observa cierta dependencia entre estas dos variables, en general nuestra opinión es que lo que se percibe son observaciones puntuales de analistas, que más allá de estar adscritos a una u otra industria, emplean estas técnicas (un 43%), frente a un 57% que no lo hacen. Lo mismo ocurre para la Variación Relativa a un Índice de Referencia, con porcentajes en este caso de 39% frente a 61% respectivamente. Por tanto, si bien existen analistas que se apoyan en estos indicadores técnicos, no dejan de ser casos puntuales que no representan al colectivo.

✓ Industria de Especialidad & Reputación Corporativa

A pesar de que existen algunas observaciones con valoraciones extremadamente desfavorables entre los analistas de la industria de Energía/Química, quizás debido a que son compañías muy reguladas (y por tanto con escaso margen de maniobra) y con clientes cautivos en España, y que trastocan la valoración media sin duda, mirando las frecuencias con las que esta variable es valorada por los analistas de las restantes industrias, vemos que más de un 79% la consideran importante o muy importante, por lo que concluimos que es un dato claramente relevante para el análisis y debe ser incluido en el modelo de información. Este extremo se evidencia de nuevo si miramos la variable Cambios en la Reputación Corporativa, que si bien es menos relevante de cara al análisis, muestra el mismo patrón de comportamiento en relación a la industria de especialidad de los encuestados que la evalúan.

Esto refrenda la importancia de esta variable como síntesis del valor intangible de una compañía de cara a los stakeholders.

✓ **Industria de Especialidad & Productos / Servicios**

En la misma línea de los Indicadores Técnicos, las variables Reputación de los Productos/Servicios y los Cambios en ésta, muestran cierta dependencia con la industria de especialidad de los analistas que las valoran. Nuestra opinión se resume a la vista de los datos obtenidos, en que existen observaciones puntuales de analistas, que más allá de estar especializados en una industria en concreto, consideran relevantes o no estas variables. Tampoco existe ningún patrón en relación a la experiencia de los analistas, por lo que continuaremos analizando estas variables en este apartado, así como con técnicas multivariable en busca de algún dato adicional que desaconseje descartarlas.

✓ **Industria de Especialidad & Valor de la Marca**

El valor de la Marca es sin duda una variable muy relevante en el análisis financiero, y a pesar de que existen observaciones desfavorables ligadas a determinadas industrias de especialidad, no consideramos que sean relevantes ni ofrezcan interpretación alguna.

✓ **Industria de Especialidad & Estructura Accionarial**

De nuevo la Estructura Accionarial resulta ser una variable muy relevante en el análisis financiero, y a pesar de que existen observaciones por debajo de 'importante' ligadas a determinadas industrias de especialidad, no consideramos que sean relevantes ni ofrezcan interpretación alguna.

✓ **Género & Conservadurismo Contable**

De acuerdo con los datos extraídos de las respuestas a los cuestionarios, el conservadurismo contable parece ser más importante para el colectivo

femenino de analistas que para el masculino. En concreto, un 82% de las analistas puntuaron esta variable como importante o muy importante, y ninguna analista consideró este factor 'nada importante'. En contraposición, un 54% de los analistas masculinos consideraron esta variable poco o nada importante (2 puntos o inferior). Estos datos explican las desviaciones observadas en los estadísticos univariable, y ratifican la mayor atención de las analistas femeninas en las magnitudes contables, así como un carácter más conservador²¹⁷.

En cuanto a los restantes factores no comentados, y que mostraban alguna peculiaridad a través del análisis univariable, y que debían analizarse específicamente en este apartado, tales como el *EBITDA*, las variables relativas al *Cash Flow* y el *CAPEX*, no se observa ningún patrón mencionable, ni que aporte valor a la investigación. En el caso del análisis de la Generación de Flujos de Efectivo, comentar simplemente que existen discrepancias principalmente entre las valoraciones 'importante' y 'muy importante', y únicamente puede observarse alguna tendencia a infrautilizar esta variable por los analistas de menor experiencia, ya que los más experimentados (por encima de cuatro años) lo utilizan sin excepción, lo que explica la elevada desviación estándar observada.

Otros factores con resultados llamativos, y que se han comentado en la sección anterior, como los *Ratios de Liquidez*, el *Valor Contable por Acción*, la *Capitalización Bursátil*, la *Volatilidad de la Acción*, el *Coste de las Ventas*, el conocimiento de las *Normas Internacionales de Información Financiera* o el análisis del *Capital Circulante*, tampoco muestran patrones de comportamiento que lleven a contradecir los resultados univariable en ningún caso.

²¹⁷ En cuanto a las variables contables, también se vio una diferencia a favor de las analistas en la percepción de las Notas a los Estados Financieros, mientras que el matiz conservador del género femenino se ha estudiado en casos como los seguros de automóvil.

Finalmente, los Intangibles, cuyas valoraciones también resultaban llamativas a priori, especialmente en los casos del cumplimiento de las recomendaciones de *Buen Gobierno*, la *Conciencia Medioambiental*, la *Conciencia Social*, el *Comportamiento Ético*, y el *Know-How* de la plantilla, tampoco han mostrado ninguna explicación a través de los estadísticos bivariable que justifique su inclusión en el modelo. Reitero nuestra sorpresa y preocupación por la valoración de estos factores.

Todos estos factores anteriores, en conclusión, no muestran ningún patrón de comportamiento subyacente en sus valoraciones en función del sexo, industria de especialidad o experiencia de los analistas a través de la Tabulación Cruzada, por lo que vamos a analizarlos a través del Análisis de la Varianza, para seguir intentando buscar un razonamiento a las desviaciones observadas en las calificaciones de estas variables (mayores discrepancias). Adicionalmente, aplicaremos más adelante los métodos multivariable. Por tanto, estas variables, y una vez más el conjunto completo se analizarán en busca de nuevos resultados que aporten valor a las conclusiones derivadas del análisis estadístico²¹⁸.

El **Análisis de la Varianza** determina la existencia de diferencias significativas entre los valores medios de una variable dependiente, es decir, se analiza el efecto que sobre una variable dependiente tienen una o más variables independientes. Vamos a centrarnos en el análisis de la varianza unidireccional, para las variables que recogen las características personales de los analistas, que son las variables independientes o factores.

Más allá de los datos observados en el análisis de frecuencias, a través del análisis de la varianza se puede identificar en primer lugar una influencia de la industria de especialidad de los analistas sobre las variables²¹⁹:

²¹⁸ Del conjunto completo, nos centraremos en aquellas variables identificadas como relevantes por los analistas, o en aquellas comentadas por sus valoraciones llamativas, o resultados estadísticos que requieran mayor análisis.

²¹⁹ Los análisis de la varianza realizados se encuentran en el anexo III.e.

- EBITDA
- CAPEX
- Previsión de Dividendos Descontados
- Capital Circulante
- Ratios de Liquidez
- Coste de las Ventas
- Normas Internacionales de Información Financiera (Analistas)

Si bien es cierto que las valoraciones medias se ven influidas por la industria de especialidad, esta influencia no es significativa ni justifica un tratamiento diferenciado para ninguna de estas variables. En el caso del EBITDA, las diferencias en las valoraciones se deben sobre todo a puntuaciones que difieren entre '3' o '4' por parte de analistas especializados en determinadas industrias. Lo mismo ocurre para el CAPEX, el Coste de las Ventas, el conocimiento de las NIIF por parte de los analistas, o los Ratios de Liquidez, aunque en este caso las discrepancias son entre las valoraciones '2' y '1'. Este dato explica por tanto las elevadas desviaciones estándar observadas en el análisis univariable.

Las peculiaridades de las variables Previsión de Dividendos Descontados y Capital Circulante, en relación a la industria de especialidad de los analistas ya habían sido comentadas con anterioridad desde la perspectiva de las Frecuencias Cruzadas, y vuelven a ponerse de manifiesto en esta ocasión, sin añadir ningún dato adicional.

Desde el punto de vista del sexo de los analistas, se observa una influencia sobre las variables:

- Opciones Reales
- Valor en Libros
- Ratios de Liquidez

- Conservadurismo Contable
- Conciencia Medioambiental
- Comportamiento Ético

La mayor atención de las analistas al Valor Contable por acción y al Conservadurismo Contable, ya había sido descrita a través de las Frecuencias Cruzadas. El resto de casos, se reducen a valoraciones ligeramente diferentes entre hombres y mujeres, si bien nuevamente no supone una información relevante de cara al modelo de información, sino una peculiaridad de las analistas femeninas.

Por tanto, como conclusión al análisis bivariable, se han identificado a través de las Tablas de Frecuencias Cruzadas una serie de relaciones que han permitido explicar patrones de comportamiento en las valoraciones, como consecuencia de los que ha sido posible descartar o incluir determinadas variables en el modelo de información que se busca como resultado de esta investigación. Ni el Análisis de la Varianza, ni la también analizada **Matriz de Correlaciones**²²⁰ han arrojado patrones de comportamiento adicionales.

Así, se ha justificado la inclusión en el modelo de las variables *Precio de las Materias Primas*, que se ha mostrado especialmente relevante para los sectores Energía y Química, Farmacéutico y Salud, y Bienes de Equipo; y *Perfil de los Clientes*, con una importancia mayor en los sectores Farmacéutico/Salud, TelCo/IT, Entretenimiento/Media, y Consumo. Adicionalmente se ha añadido la variable *Gasto en I+D*, que se considera fundamental en sector Farmacia / Salud, así como las variables *Reputación Corporativa* y *Valor de la Marca*, que son consideradas igualmente relevantes para todos los sectores.

Para los restantes factores no se observa ningún patrón mencionable, ni que aporte valor a la investigación. Por tanto, los *Ratios de Liquidez*, el

Valor Contable por Acción, la *Capitalización Bursátil*, la *Volatilidad de la acción*, el *Coste de las Ventas*, el análisis del *Capital Circulante*, el cumplimiento de las recomendaciones de *Buen Gobierno*, la *Conciencia Medioambiental*, la *Conciencia Social*, el *Comportamiento Ético*, y el *Know-How* de la plantilla tampoco han mostrado ninguna explicación a través de los estadísticos bivariante que justifique su inclusión en el modelo, ya que por llamativo que pueda parecer, no son valorados mayoritariamente como importantes, y por tanto no puede asumirse que sean variables empleadas por los analistas con carácter generalizado.

Por último, las desviaciones por encima de la media del *EBITDA*, las variables relativas al *Cash Flow* y el *CAPEX*, hemos visto que se deben a discrepancias entre los dos grupos de valoraciones posibles (muy importante / importante o poco importante / nada importante) por lo que no aportan ninguna conclusión relevante adicional.

Una vez cerrado el análisis pormenorizado de las valoraciones obtenidas a las diferentes variables por parte de los analistas financieros de renta variable en España, y por tanto del modelo de información por ellos utilizado, en el capítulo siguiente finalizaremos el análisis de los resultados de las encuestas a través de los estadísticos multivariante, para identificar características adicionales de las respuestas.

3.3 Resultados Multivariante

Como última categoría de análisis, vamos a analizar a continuación los resultados obtenidos en los cuestionarios con ayuda de los estadísticos multivariante. Estos métodos permiten el análisis de datos considerando el

²²⁰ ver anexo III.f.

conjunto completo de variables y calificaciones del cuestionario al mismo tiempo. Se trata por tanto del análisis más completo, y que permite una mejor comprensión del conjunto de respuestas obtenido en esta investigación.

Vamos a centrarnos en el análisis de relaciones de interdependencia²²¹, y dentro de éstas, tanto en la interrelación entre las propias variables, como entre los sujetos de la muestra.

Con este propósito, y comenzando por el análisis de las interdependencias entre variables, utilizamos el Análisis Factorial de Componentes Principales, y en segundo lugar, de cara a profundizar en la interdependencia entre los individuos encuestados, el Análisis Cluster o de Conglomerados, con la totalidad de datos disponibles.

El Análisis Factorial de Componentes Principales busca asociaciones entre las distintas variables. Esta técnica se emplea para agrupar las variables en función de las correlaciones observadas, lo que permite resumir el conjunto de variables en grupos (factores), que mantienen la mayor parte de la varianza de las variables originales que los forman, es decir, que esta agregación provoca una pérdida mínima de información. Por otra parte, esta reducción de datos también permite analizar las similitudes entre los elementos de la muestra respecto a su comportamiento relativo al conjunto de las variables.

El Análisis Cluster busca por otra parte identificar grupos entre las personas que respondieron al cuestionario en función de sus respuestas. Estas respuestas reflejan preferencias y características de los analistas que facilitan segmentar la muestra y formar grupos de analistas en función de estas características.

El **Análisis Factorial** dio como resultado 5 factores, según los cuales se pueden agrupar las variables incluidas en este estudio, y según los cuales se desvelan similitudes en su valoración por parte de los analistas encuestados²²². Esto significa que la mayoría de los analistas evalúan las variables incluidas de acuerdo con un patrón subyacente, que refleja la existencia de conexiones entre los diferentes tipos de variables desde su punto de vista.

Así, un primer grupo aúna las variables intangibles y no financieras. Dentro de este primer factor, las variables con mayor peso que encontramos son la Reputación de los Productos/Servicios, los cambios en ésta, el cumplimiento de las recomendaciones de Buen Gobierno, y el Comportamiento Ético.

Un segundo factor resultante agrupa en general todas aquellas variables relativas a la industria y las variables estratégicas, destacando las Políticas de Precios, las Expectativas del Sector, la Competitividad, el Volumen de Ventas o la Cuota de Mercado.

El tercer factor resultante del análisis contiene principalmente variables de carácter financiero. Entre las variables con mayor peso distinguimos entre otras las relativas al Cash Flow, el Capital Circulante o el Nivel de Deuda.

Un cuarto factor aglutina todos los indicadores técnicos, mientras que el quinto y último grupo de variables, contiene las principales variables macroeconómicas, aunque también las principales magnitudes contables, tales como las cifras de Ingresos, Valor Contable por Acción, Ratios de Liquidez, o las Notas a los Estados Financieros.

Por tanto, estos cinco factores agrupan la información de manera muy similar a lo que hemos creído más oportuno para la investigación, lo que

²²¹ ver Luque, T. (2000), entre otros.

²²² ver apéndice, sección II.f.

consideramos que sustenta la afirmación de que la manera en la que se ha estructurado el estudio es intuitiva y cercana a la realidad²²³ del análisis financiero de renta variable, ya que plasma de forma muy cercana la manera de evaluar de los profesionales contactados. El único aspecto que puede considerarse distinto, es la agrupación en el último factor de los aspectos contables, apartados del resto de variables relativas a los estados financieros, aunque personalmente no creemos que esto tenga sentido, ya que la fuente de información para los análisis de valoración y contables es la misma, y por tanto consideramos natural la estructura planteada.

Si el anterior análisis nos ayudaba a identificar grupos de variables, el **Análisis Cluster**, que es el segundo análisis que vamos a efectuar dentro de los estadísticos multivariable, se emplea para identificar grupos de analistas de entre los encuestados, es decir, nos ayuda a “segmentar” la muestra en función de determinadas características de los sujetos muestrales, extraídas de sus respuestas. Tras este análisis, se pudieron identificar dos tipos de analistas financieros dentro de la Muestra²²⁴.

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, que vienen demostrando su importancia en el pasado reciente. En resumen, este primer grupo de analistas demuestra no realizar un análisis tan exhaustivo como el grupo que vamos a describir a continuación.

²²³ no olvidemos que el diseño se apoyó en conversaciones y colaboraciones de profesionales de los mercados

Así, 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 análisis, a pesar de la enorme importancia que factores como el Conservadurismo Contable, la Formación de los Empleados o las Habilidades de los Directivos están demostrando tener para la continuidad y buen funcionamiento de las empresas, y la gran repercusión que aspectos como la Reputación Corporativa o el Comportamiento Ético tienen sobre el precio de las acciones en los mercados. En cualquier caso, el número de analistas que se corresponden con el grupo inicial es apenas un 12% de la muestra, por lo que la gran mayoría de los analistas de la muestra hacen un uso extendido de las variables contenidas en el modelo de información. 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.

²²⁴ ver apéndice, sección II.g.

Tras concluir el análisis estadístico y conocer definitivamente las variables empleadas por los analistas y con ello sus necesidades de información, en el siguiente capítulo del presente trabajo vamos a plasmar este modelo de forma definitiva, con el objetivo de desarrollar una aplicación empírica de análisis y recomendación de acciones de compañías, basándonos en los resultados obtenidos y analizados de esta investigación. Mediante el mismo, buscamos cumplir el segundo gran objetivo de nuestra investigación, que no es otro que contrastar la capacidad de predicción de las variables empleadas por los analistas financieros de renta variable en España, contenidas en dicho modelo. En definitiva, el ejemplo mostrará si este conjunto de variables representa un set completo y válido de información de cara a emitir recomendaciones de inversión.

4 Capacidad de Predicción de los Resultados Obtenidos. Presentación y Aplicación Empírica del Modelo de Necesidades de Información

En el presente capítulo, se define el Modelo de Necesidades de Información de los Analistas Financieros de Renta Variable en España, a partir de toda la información comentada y analizada en el capítulo precedente, y se presenta seguidamente.

Sobre este Modelo, desarrollaremos a continuación un ejercicio de aplicación práctica, entendido como un proceso completo de análisis y recomendación de acciones de compañías, con objeto contrastar empíricamente la capacidad de predicción del citado Modelo de Información, vertebrado por las variables empleadas por los analistas financieros en su labor, mediante un proceso completo de análisis lo más cercano posible a la realidad práctica. Este ejercicio se basará por tanto y de forma íntegra en datos reales de mercado, relativos a empresas españolas cotizadas en el índice IBEX 35 de la Bolsa de Madrid. La aplicación de los resultados de la investigación mostrará finalmente, si las necesidades de información de los analistas, que se traducen en el conjunto de variables más valoradas por ellos, junto con sus respectivas ponderaciones, así como las consideraciones derivadas del análisis estadístico efectuado, representan un conjunto completo de información con suficiente capacidad predictiva como para soportar la labor de emitir recomendaciones de compraventa de acciones.

4.1 El Modelo de Necesidades de Información de los Analistas de Renta Variable en España

Resumiendo todo el proceso de obtención del Modelo hasta este momento, una vez obtenidas las respuestas de 138 analistas al cuestionario en que se basa esta investigación, y en el que se les solicitaba valorar 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, procedimos a realizar un análisis estadístico de las respuestas, que da como resultado la selección de las variables utilizadas mayoritariamente por los analistas, y que se resume a continuación.

Este Modelo de Necesidades de Información, que se recoge en la Tabla 17 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). Todas las variables escogidas tienen una moda de '3' o '4' (la gran mayoría de los analistas las considera importantes o muy importantes) y valores medios por encima de 3, con un rango de puntuaciones entre 3 y 3,77 (equivalente a una valoración de "importante" como mínimo, y con un valor promedio de las medias aritméticas del conjunto de 3,27). Las escasas excepciones a esta regla son las que han quedado justificadas en el capítulo 3, a través de los diferentes análisis estadísticos. Las desviaciones típicas de todas las variables incluidas son bajas, en su mayoría por debajo del valor medio para las 85 variables, que es de 0,82. Baste decir que el valor medio de las desviaciones de estas 36

variables es de 0,80. Nuevamente, existen excepciones puntuales que han sido analizadas y justificadas en el capítulo 3, y se aclaran a continuación.

Por tanto, y en segundo lugar, el Modelo recoge aquellas variables cuya inclusión desde el punto de vista exclusivamente del criterio de selección fijado en cuanto a valoración promedio y moda haya arrojado alguna indefinición, pero que posteriormente, a través de los diferentes análisis estadísticos realizados, hayan sido justificadamente incluidas. Éste es el caso de las siguientes cinco variables²²⁵:

- Precios de Materias Primas, cuya valoración promedio no pasaba el corte, pero que sin duda tiene una gran relevancia en los sectores Energía / Química, Farmacia / Salud y Bienes de Equipo / Hardware.
- Perfil de los Clientes, con una calificación por debajo de '3', pero igualmente con enorme importancia en los sectores Farmacia / Salud, Telecomunicaciones / Tecnologías de la Información, Entretenimiento y Media, y Consumo.
- Reputación Corporativa: Su valoración media de 2,8 se debe a observaciones extremas, pero su valoración por los analistas de todas las industrias evidencia su relevancia, así como el valor de su moda, equivalente a importante.
- Valor de la Marca: Ocurre lo mismo que en el caso anterior.
- Gasto en I+D, se considera fundamental en sector Farmacia / Salud, por lo que no forma parte del modelo general, aunque se incluirá dentro del modelo para analizar compañías del citado sector exclusivamente.

Por último, el Modelo también refleja las ponderaciones otorgadas por los analistas a las diferentes áreas de análisis en las que se agrupa el conjunto de variables. Dado que el cuarto grupo de variables, relativas a análisis técnico, no forma parte del modelo, su ponderación (5%) se repartirá a partes iguales (1,25%) entre los otros cuatro grupos.

Todos estos datos aseguran que el conjunto de 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.

La siguiente tabla ilustra dicho Modelo, con las 36 variables seleccionadas²²⁶ por los analistas, junto con sus respectivas puntuaciones y ponderaciones, de acuerdo a su pertenencia a cada uno de los cinco grupos de variables:

PONDERACIÓN	VARIABLE	Desv.tip	Mediana	Moda	Media
A. Variables Macroeconómicas					
17%	PIB	0,6707	4	4	3,42
	IPC (inflación)	0,6763	3	4	3,33
	Precios de Materias Primas	1,1503	3	4	2,59
	Nivel de Tipos de Interés	0,4553	4	4	3,71
B. Análisis Sectorial y Variables Estratégicas					
30%	Expectativas de la Industria/Sector	0,5167	4	4	3,77
	Fuerza de los Competidores	0,7164	4	4	3,54
	Política de Precios	0,8654	3	4	3,26
	Perfil de los Clientes	0,7906	3	3	2,75
	Portafolio de Productos	0,7967	3	3	3,09
	Barreras de Entrada	0,7849	3	4	3,29
	Volumen de Ventas	0,8267	3	4	3,25
	Cuota de Mercado	0,6722	4	4	3,43
	Diversificación (producto, geográfica)	0,7636	4	4	3,36
	Visión Estratégica / Metas Fijadas por Alta Dirección	0,6443	4	4	3,61
	Regulación Actual / Nueva	0,7414	3	4	3,35

²²⁵ ver análisis en Capítulo 3.2

²²⁶ 36 variables considerando el Gasto en I+D. El modelo común a todas las compañías consta de 35 variables.

C. Análisis de Estados Financieros (Fundamental)					
40%	Beneficio Neto Reportado	0,7743	3	3	3,12
	Crecimiento del Beneficio	0,6798	3	3	3,35
	EBIT	0,9014	4	4	3,35
	EBITDA	0,9757	4	4	3,48
	Margen Operativo	0,6317	4	4	3,67
	ROI	0,7533	3	3	3,04
	ROE	0,8524	3	3	3,06
	EPS/BPA	0,7575	3	4	3,26
	Generación de Cash Flow	0,9422	4	4	3,58
	Previsión de Cash Flows Descontados	1,0061	4	4	3,33
	Previsión de Dividendos Descontados	0,9427	3	4	3,04
	Múltiplos de Valoración	0,6744	4	4	3,54
	PER	0,7440	3	3	3,17
	Nivel de Endeudamiento	0,8657	4	4	3,33
	Gasto en CAPEX	1,0497	3	4	3,09
Prima de Riesgo s/ Acciones (Equity Risk Premium)	0,9037	3	3	3,03	
D. Otras Variables No Financieras y Factores Intangibles					
13%	Reputación Corporativa	0,8471	3	3	2,80
	Valor de la Marca	0,9037	3	3	2,97
	Habilidades de los Directivos	0,7735	3	4	3,32
	Cambios en las Habilidades de los Directivos	0,9270	3	3	3,04
	Estructura accionarial	0,8802	3	3	3,12

Tabla 17: Modelo de Necesidades de Información²²⁷

4.2 Análisis de las compañías: recomendación y capacidad predictiva

Basándonos en el Modelo de Necesidades de Información, vamos a desarrollar a continuación la mencionada aplicación práctica en base al ejercicio de análisis + recomendación²²⁸ sobre siete compañías, que

²²⁷ Elaboración propia

²²⁸ Para evitar extendernos demasiado en un planteamiento matemático, vamos a excluir el cálculo de los Flujos de Caja Descontados de este ejemplo. Este cálculo implica diferentes métodos en función de la estructura de capital de la compañía y del escenario de volatilidad previsto, tal y como señalan LAMOTHE FERNÁNDEZ, P. y LÓPEZ LUBIÁN, F. J. (2004). Adicionalmente, la estimación de la tasa de descuento a emplear, que es el coste medio

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.

En el momento de realización de la investigación²²⁹, 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. Consideramos que esta selección constituye un contraste lo suficientemente representativo y diverso de los resultados de la investigación, en base a las mayores compañías españolas, que a su vez son empresas multinacionales punteras en sus respectivos sectores a nivel mundial.

Una vez identificadas las compañías, a través del análisis de las cifras e informaciones publicadas por éstas en sus Estados Financieros, así como por la prensa especializada tras el cierre del ejercicio 2006 (correspondientes al ejercicio 2006), se extraerán los valores relativos a las 36 variables seleccionadas, que serán detallados y analizados. Estos valores serán además ponderados en función del grupo de variables al que

ponderado de capital, está influida entre otras magnitudes, por el coste de los fondos propios de la compañía, que salvo en el caso de disponer de información interna, debe construirse en base a hipótesis sobre el riesgo del negocio, los niveles de deuda futuros, o su deducibilidad fiscal.

²²⁹ El valor de mercado de las compañías fluctúa constantemente, y por tanto, esta selección podría no corresponder a las empresas con mayor capitalización en un futuro. Hay que tener en cuenta que el ejercicio se realiza con las cifras de cierre del ejercicio 2006 de las compañías, por lo que es éste el punto de referencia, más allá de que la previsión se extienda hasta mediados de 2007.

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 compraventa de los títulos de esta compañía para el primer semestre de 2007, y especialmente para el primer trimestre del año – ya que las recomendaciones de los analistas tienden a ser revisadas semestral o incluso trimestralmente tras la publicación de resultados y otros datos²³⁰ -.

Por último, miraremos la evolución del precio de la acción durante el año 2007 (especialmente los primeros 6 meses) para comprobar si la predicción/recomendación sobre la base del Modelo de Necesidades de Información hubiera sido correcta de haberse realizado en ese preciso momento, de acuerdo a este ejercicio. Adicionalmente, estas recomendaciones se contrastarán con las emitidas en esa misma fecha por el consenso de analistas que cubren la acción en España, con el objetivo de verificar si las recomendaciones reales del consenso de analistas se asemejan a las recomendaciones teóricas que se obtendrían siguiendo un método de análisis y recomendación basado en el input procedente de estos mismos analistas (de la muestra representativa del conjunto de analistas), y que por tanto debería arrojar el mismo resultado. Estos consensos de recomendaciones son los publicados por JCF Group y Bolsamania Tech Solutions, y para este ejercicio, serán los publicados tras el último semestre de 2006, es decir, en los primeros días de 2007, de modo que coincidan con el período para el que sería válida nuestra recomendación.

El primer paso del ejercicio de análisis de las compañías seleccionadas, fue buscar la información necesaria relativa a las 36 variables identificadas a través de los Estados Financieros anuales, informaciones en la prensa especializada, y contactos con los departamentos de Relaciones con Accionistas e Inversores de estas empresas.

²³⁰ ver Park, C. W. y Pincus, M. (2000). Todas las empresas, y especialmente las cotizadas, publican cifras trimestralmente. Los analistas suelen revisar las recomendaciones por tanto

Así pudimos recopilar toda la información necesaria relativa al ejercicio 2006, que se resume en las tablas que siguen a continuación y se explica de forma pormenorizada en los siguientes subapartados²³¹. En cada tabla se resume el impacto analizado en base a los datos obtenidos para cada una de las variables anteriores, y para cada una de las siete compañías objeto de análisis. Junto a cada una de las magnitudes, este impacto en el valor de la compañía, y por tanto en la recomendación que se publicaría en función de esta información, se resume como muy positivo (++), positivo (+), negativo (-), muy negativo (--) o neutro (=). El análisis detallado del que se deriva el impacto de cada una de las variables precede a las tablas, y adicionalmente se presenta de forma conjunta, pormenorizada y exhaustiva, con las citadas tablas, en los anexos.

Por último, todos estos impactos serán ponderados en función del grupo de variables al que correspondan, para obtener una valoración final de cada una de las compañías, que será la que marque la predicción y la consecuente recomendación de inversión.

4.2.1 Análisis Macroeconómico

Antes de comenzar con el análisis de cada una de las compañías en detalle, vamos a abordar el análisis pormenorizado de las cuatro variables macroeconómicas que forman parte del modelo.

El resultado de este análisis y su interpretación es común para todas las compañías a analizar, por lo que creemos oportuno realizar esta introducción macroeconómica previa. No obstante, si para alguna compañía

al menos una vez por semestre.

²³¹ Toda la información analizada se encuentra detallada en el anexo VIII.

(sector de actividad) concreta alguna de estas variables tuviera una relevancia específica, se resaltaré y aclararé dentro del análisis a detalle de dicha compañía.

Este análisis que realizo a continuación se fundamenta principalmente en las cuatro magnitudes que los analistas han identificado como relevantes en su valoración (Producto Interior Bruto, Inflación, Precios de Materias Primas y Tipos de Interés) para el ejercicio 2007, y se centra en primer término en la economía española y de la Unión Europea, aunque por supuesto que también plasmaremos una visión de estos indicadores a nivel internacional, ya que prácticamente la totalidad de las compañías analizadas son empresas multinacionales. Por último, se hace una referencia específica a Latinoamérica, donde las empresas españolas tienen una fuerte presencia.

Las previsiones macroeconómicas a medio plazo, desde una perspectiva agregada, establecen el crecimiento del PIB a precios de mercado para los años 2007 y 2008 en torno a un 3,6% (3,8% según la OCDE, 3,5% según el gobierno) y en un 3,3% respectivamente para España. Evidentemente, este incremento de la economía responde a diferentes comportamientos que registrarán a lo largo del periodo los diferentes sectores, destacando el importante impulso que podría materializarse en la actividad industrial, superior incluso al previsto para el sector de la construcción que, hasta el 2006 se constituye como el de mayor dinamismo. Adicionalmente al sector construcción, el crecimiento en 2006 fue más equilibrado al fundamentarse en la inversión, no sólo en construcción sino también en bienes de equipo y software, y en un mejor comportamiento del sector exterior, manteniéndose además la fortaleza del consumo privado, pautas que se prevé que se mantendrán durante 2007, por lo que el crecimiento sólido y superior a la media de la Zona Euro de la economía española parece asegurado a medio plazo.

De forma más concreta, y centrándonos en las magnitudes de precios y tipos de interés destacadas por los analistas, Anton Brender, economista jefe de Dexia AM, comenta que los tipos a corto plazo en la zona euro deberían situarse en el entorno del 3,75%-4%. Deutsche Bank y Santander se inclinan, entre tanto, por una única subida adicional en el 3,75% mientras que el tope máximo para BBVA Gestión de Activos estaría –al igual que para Dexia- en el 4%. Estas previsiones coinciden con la curva de tipos a un año que se aprecia en las series de tipos de interés a un año que publica el Banco de España para Letras, Pagarés, Depósitos Interbancarios y Deuda Pública Interbancaria a corto plazo. No creemos necesario destacar de nuevo la importancia de esta magnitud en la evolución de la Bolsa, y especialmente la notable dependencia de la bolsa española a la evolución de los tipos de interés, ya que la rentabilidad de la bolsa aumenta a medida que bajan los tipos y viceversa.²³²

España registrará una tasa de inflación del 3,5% en 2007, porcentaje que compartirá con Grecia, Irlanda y Luxemburgo, siendo estos cuatro países los que liderarán las subidas de precios en la UE-15 durante el próximo ejercicio, según previsiones del Instituto de la Economía Mundial de Kiev recogidas por el Instituto de Estudios Económicos (IEE)²³³.

La tasa media de inflación de la UE-25 se situará en el 2,1% en 2007, es decir, 1,4 puntos por debajo de lo previsto para España, que sigue reflejando la misma tendencia de los últimos años, con una tasa claramente superior al de la zona Euro (3,6% vs. 2,2%) en 2006. Esta tendencia ha sido patente en todos los rubros (alimentos, bienes industriales, servicios), salvo los productos industriales no energéticos, y especialmente para los productos industriales energéticos. La situación estructural de oferta y demanda de alimentos, energética, etc. hace prever que ni siquiera

²³² Ver FERNÁNDEZ, P. y CARABIAS, J. M. (2007). En el artículo se explica que un tercio del rendimiento obtenido por la bolsa entre 1992 y 2006 podría atribuirse al descenso de los tipos de interés.

²³³ Ver Europa Press (2006), Banco de España (2007).

eventuales subidas de los tipos (que de cualquier forma ya se sitúan al 3,5%) puedan frenar esta inflación, que podría ser incluso mayor.²³⁴

Entrando en detalle en los precios de las materias primas, podemos hablar en general de un fuerte encarecimiento en 2006 con relación a 2005 (en torno a un 25%). En concreto, han sufrido un fuerte encarecimiento los alimentos, los productos industriales y el petróleo. Para 2007, se prevé un aumento todavía mayor en los precios de los alimentos por parte de numerosos analistas (p.ej. Bernstein) debidos al auge de los biocombustibles, al crecimiento económico de grandes productores como India y China, o a desastres naturales, cada vez más habituales. El petróleo, debido a la creciente demanda mundial y al bloqueo de la oferta, también seguirá previsiblemente esta senda alcista. Por último, los productos industriales agrícolas podrían sufrir algún aumento adicional, mientras que los metales básicos no se prevé que vayan a acelerar su inflación, al igual que otros (muebles, equipos informáticos, automóviles...). Por tanto, la situación inflacionista de las materias primas parece que va a ser un hecho continuado, lo que incidirá sin duda en la evolución de aquellos sectores más dependientes de éstas, es decir, Bienes de Equipo y Construcción, Energía y Química, y Farmacéutico/Salud.

Por otra parte, y en cuanto al plano internacional, 2006 ha sido un año donde se ha hecho frente tanto a las subidas continuadas de los tipos de interés como al alza del petróleo y a un dólar que llegó a devaluarse respecto a la moneda única europea en algo más de un 11%. Sin embargo, los movimientos corporativos llevaron a las bolsas a máximos históricos y a pisar terrenos hasta el momento desconocidos. 2007 no estará libre de estas mismas tensiones aunque el panorama que se dibuja es algo diferente. Se prevé un incremento de los precios de las materias primas fuerte en líneas con el de 2006, el aumento del precio del petróleo más moderado, por la desaceleración económica estadounidense que, aunque

²³⁴ Ver Instituto Flores de Lemus (2006), Banco de España (2007).

no preocupa en exceso, deberá ser vigilada y por un sector, el inmobiliario, en clara decadencia. Los tipos de interés en Estados Unidos no se prevé que sufran grandes subidas, aunque no pueden descartarse en función de la importancia de la desaceleración.²³⁵

En los dos últimos años, el crecimiento mundial ha sido muy sólido, sobre todo en las regiones emergentes. Las economías de Estados Unidos y de Europa todavía se están beneficiando del apoyo que supuso este entorno global. Sin embargo, ya hemos comentado que en 2007 el panorama se prevé diferente y el consenso del mercado parece coincidir en que habrá desaceleración económica en Estados Unidos, como consecuencia de las ventas minoristas, el incremento en el ratio de ahorro y un fuerte ajuste del mercado inmobiliario²³⁶. Esta debilidad en el mercado inmobiliario americano, en opinión de Pedro Mirete, director de Renta Variable de Ahorro Corporación, es calificada como la “clave macroeconómica del 2007”, por delante del comentado aumento de precio de las materias primas o de los desequilibrios de ahorro-inversión.

De todas formas, el panorama en Estados Unidos sigue siendo alentador porque a pesar de que habrá desaceleración económica, parece que seguirá creciendo. El consenso del mercado espera una desaceleración del crecimiento global que, en Estados Unidos se traducirá en un crecimiento para 2007 del 2,6% frente al 3,3% del 2006.

El desempeño macroeconómico de la región latinoamericana fue en 2006 muy positivo, con un avance del PIB del 5,3%, mostrando Venezuela la tasa más dinámica (10%) y Brasil (2,8%) el menor ritmo de expansión. Así, se encadena una senda de cuatro años de crecimiento elevado -los tres últimos por encima del 4%- y una composición cada vez más sólida, basada en el crecimiento de la demanda interna; en este sentido, el dinamismo de la

²³⁵ Ver Del Tronco, B. (2007)

²³⁶ David Burns, director general de Schrodgers en España.

inversión (10%) y la aceleración del consumo (6%) han resultado determinantes. Esta coyuntura económica positiva permite que la renta per cápita de la región se incremente un 12% desde el año 2002, el mayor aumento consecutivo desde la década de los 70. Paralelamente, estos registros se han producido con una inflación en mínimos históricos (4,8%) con las excepciones de Venezuela (15,8%) y Argentina (10%). Finalmente, el crecimiento del empleo ha propiciado una mejora en los indicadores sociales en la región. Todo ello ha propiciado que la percepción de riesgo soberano de la región latinoamericana se sitúe al final del año 2006 en 180 puntos básicos, que representa el nivel más bajo en la historia. Estos profundos cambios estructurales hacen que las perspectivas para 2007 sean muy halagüeñas, ya que se prevé que se mantengan los niveles de crecimiento en un entorno de demanda interna fortalecida y precios controlados, con una mayor inversión internacional que busca aprovechar el momento de crecimiento con tasas de riesgo en mínimos históricos. Las únicas dudas que planean sobre este escenario alentador son las posibles presiones inflacionarias derivadas de los precios del petróleo y otras materias primas a nivel mundial, así como los efectos colaterales de una desaceleración en EEUU y Europa.

Una vez vista la situación completa, considerando las variables de tipos de interés y precios, la conclusión a nivel macroeconómico es que a pesar de las previsiones optimistas acerca de la continuación del ritmo de crecimiento de la economía mundial, y más aún de la española, las fuertes presiones inflacionistas y la subida de tipos de interés²³⁷ que se prevé, aunque moderada, en los principales mercados, llevarán a un escenario de ralentización del crecimiento a lo largo de 2007, que puede complicarse aún más hacia finales del año, dadas las incertidumbres sobre los precios del crudo y la economía norteamericana, que afectarán especialmente a las

²³⁷ La Teoría Económica cita, entre otras cuestiones, como explicación a las ventajas de tipos de interés bajos para la economía y para el mercado de renta variable, el desvío del ahorro hacia la renta fija en busca de mayor rentabilidad a menor riesgo con tipos altos, y las expectativas de crecimiento económico que un bajo interés suscita.

industrias más dependientes de las materias primas. Estos efectos, de modo resumido, se presentan en la siguiente tabla.

El peso de las variables macroeconómicas en el Modelo de Análisis es de un 17%.

PONDERACIÓN	VARIABLE	Valoración
A. Variables Macroeconómicas		
17%	PIB	++
	IPC (inflación)	--
	Precios de Materias Primas	--
	Nivel de Tipos de Interés	-

Tabla 18: Análisis Macroeconómico²³⁸

4.2.2 Sector Bienes de Equipo y Construcción. ACS.

La primera compañía analizada, por orden alfabético, es **ACS**.

Si comenzamos el análisis por los factores sectoriales y estratégicos relativos a la compañía, vemos en primer lugar que las expectativas del sector de Bienes de Equipo y Construcción son positivas. Para 2007, el sector industrial presentará incrementos de actividad superiores a la media nacional, convirtiéndose en el sector más dinámico tras el que se situaría el sector de la construcción. Construcción y sector terciario volverán a registrar crecimientos superiores a la media al cierre del ejercicio 2007, pese a que este incremento en su actividad sea de intensidad inferior al del cierre del año 2006, según el informe sectorial del servicio de estudios de las Cámaras de Comercio²³⁹.

²³⁸ Elaboración propia

²³⁹ Ver Cámaras de Comercio (2006).

En concreto, la edificación comercial seguirá respaldada por el fuerte crecimiento del PIB, la edificación residencial se prevé que aumente igualmente debido a la demanda de procedente de la inmigración y al turismo permanente, mientras que se estima un crecimiento en la actividad de renovación de inmuebles por encima del PIB. En cuanto a la Obra Civil, viendo las cifras de los presupuestos del estado, el gasto crece un 7%, al igual que en infraestructuras y concesiones.

En lo relativo a la rama de Servicios Industriales, y en concreto respecto a la actividad de ACS, se prevén crecimientos de redes de distribución, unidas a la mayor demanda prevista en línea con el crecimiento económico de energía y renovables. Por otra parte, también se prevé un fuerte crecimiento de demanda de servicios medioambientales, por una cada vez mayor concienciación de las sociedades avanzadas, por lo que las actividades de gestión de residuos urbanos y servicios generales de valor añadido presentan perspectivas halagüeñas.

El sector es muy competitivo, con altas exigencias de capital, dado el tamaño de los competidores en España, por lo que presenta Barreras de Entrada elevadas.

Continuando con la situación competitiva de ACS en este mercado, y centrándonos en primer lugar en la Fuerza de la Competencia, cabe destacar como principales competidores de ACS a Acciona, Sacyr-Vallehermoso, Ferrovial y FCC. Todas ellas son compañías muy sólidas, con clara vocación internacional y solidez financiera. La competencia es por tanto muy fuerte tanto en España como en licitaciones y proyectos a nivel internacional. FCC ha superado por primera vez en 2006 a ACS (líder histórico) en el mercado de construcción de obra civil. En el ámbito de los servicios, y principalmente en medioambiente, Acciona está creciendo considerablemente y ha triplicado su cuota de mercado. En cuanto a los Servicios Generales y de Valor Añadido, Ferrovial está posicionándose

fuertemente, con cuotas cercanas al 15% en gestión de infraestructuras. Por último, el mercado energético está fuertemente regulado, y la competencia no es un factor a tener en cuenta. Por tanto, el entorno competitivo de ACS es complejo en todos los frentes, y los competidores están ganando terreno.

En lo relativo a la Política de Precios de la compañía, el sector de bienes de equipo y construcción es un sector en el que estas políticas no tienen un impacto directo en el valor de la compañía. De hecho, si miramos la valoración de este ítem por parte de los analistas participantes en esta investigación, si bien la gran mayoría coincide en señalarlo como importante, es el sector en el que en menor medida se considera "muy importante". En general, tanto para la construcción, la obra civil, las concesiones, los servicios industriales, y los servicios de valor añadido, se valora tanto el coste como la propuesta de valor, ya que en todos casos se trata de proyectos complejos y de larga duración, lo que hace también muy relevante una situación financiera muy sólida. De cualquier forma, ACS puede ofrecer precios atractivos, dada su escala y experiencia, así como su flexibilidad financiera.

Desde el punto de vista de los clientes, el perfil de los clientes de ACS es muy variado. Los clientes con mayor poder negociador son las administraciones públicas, ya que exigen cumplimiento de condiciones de calidad muy elevadas, así como condiciones de pago holgadas. En cualquier caso, la casuística de relaciones en este sector está muy regulada por contratos tipificados, por lo que no es un factor demasiado relevante a nuestro juicio (así lo afirma el análisis estadístico por otro lado).

En cuanto a la cartera de productos que ofrece la compañía y su diversificación, encontramos un abanico muy completo, abarcando desde actividades tradicionales del sector, hasta nuevas actividades como la rama de servicios de valor añadido, o enfocados en energía. Las líneas de actividad principales son la Construcción (obras públicas - principal

contratista en España, edificación residencial y no residencial, infraestructuras, servicios industriales, urbanos, energía), que supone un 48% del beneficio neto (repartido en un 54% para la obra civil, un 24% para la construcción no residencial y el restante 18% para construcción residencial) con unos ingresos procedentes de la actividad internacional del 5% del total, al que se añaden las concesiones puntuales que se logren. La línea de actividad de Servicios Industriales supone el 33% del beneficio neto (repartido entre un 32% de productos especializados, un 32% de servicios energéticos, un 19% de sistemas de control, y un 17% de redes), con un 26% del total de ingresos provenientes de la actividad internacional. La tercera gran línea de actividad es la de Servicios, que supone un 19% del beneficio neto (46% servicios medioambientales, 26% servicios generales, 21% logística, 7% transporte) con un nivel de internacionalización del 10%. De forma agrupada, el 16% de los ingresos totales de la compañía provienen de su internacionalización. Por todo ello, vemos que el portfolio de actividades es muy amplio, y su creciente internacionalización comienza a alcanzar cotas importantes, si bien aún tiene un gran potencial de crecimiento en este sentido.

Con esta situación, el Volumen de Ventas de ACS en 2006 asciende a 14.067 millones de Euros, con un fuerte crecimiento interanual (16,2%). Esta cifra por sí misma es muy superior a la de su principal competidor FCC (9.480 MM), por lo que el crecimiento de doble dígito es aún más valorable.

La Cuota de Mercado de ACS es también un factor positivo, ya que si bien es muy diversa en los diferentes mercados en los que opera la compañía, la situación es favorable como se explica a continuación: El mercado de la construcción, muy atomizado, no deja cuotas superiores al 5% a ningún competidor, y la parte mayor, la obra civil, está liderada por ACS y FCC. Los mercados con mayor potencial de crecimiento son la energía y los servicios. ACS dispone de alrededor de un 15% de cuota en el mercado de energía (objetivo de superar el 17% en 2007), y en servicios, los servicios generales

de ACS están muy por debajo del 10%, mientras que Ferrovial se está posicionando fuertemente, si bien esta diversificación es incipiente y no existen cuotas relevantes en la actualidad. De cualquier forma, a efectos comparativos, y mirando únicamente la cifra de negocio global de las "seis grandes", ACS tiene una cuota de mercado total de en torno al 30%.

Finalmente, de cara a las variables de carácter más estratégico, destaca la Visión Estratégica de ACS, que fija como metas ser la *"Referencia mundial en construcción y servicios, con participación activa en el desarrollo de industrias básicas. Comprometida con el progreso económico y social de los países en los que está presente. Metas: mayor diversificación, enfocada en concesiones en países con estabilidad y mercados financieros desarrollados, energía, buscando grandes proyectos en utilities, y extender el valor de la unidad de servicios a otras regiones, principalmente Latam, US y Asia. En el ámbito local, como accionista de referencia de Iberdrola y UNF, aprovechar sinergias para maximizar crecimiento. Otras sinergias a explotar son con Abertis en el terreno de las concesiones europeas."* Como puede observarse, la visión recoge su compromiso social, así como sus principales líneas de crecimiento, si bien no fija objetivos concretos.

Desde el punto de vista regulatorio, no existen grandes impactos en la Unión Europea para este sector. No ha habido cambios recientes.

Como conclusión a este segundo apartado de variables, con un peso de un 30% en el Modelo de Análisis, se presentan unas expectativas favorables para la industria, que ACS, apalancada en su fuerte posición competitiva en términos de cuota de mercado, diversificación y evolución de las ventas, debe aprovechar para hacer frente a la dura competencia a la que se enfrenta.

Si miramos con detenimiento las Variables Fundamentales de la compañía, que tienen un peso del 40% sobre el total del Modelo, vemos una Cifra de

Beneficios muy elevada (1.250 MM EUR frente a 536 MM EUR de FCC), que presenta además un crecimiento extraordinario de un 105%. A esto se unen unas cifras de EBITDA y Beneficio Operativo fuertes, en línea con la competencia, en este caso con crecimientos inferiores aunque sólidos. La parte negativa la encontramos en el escaso Margen Operativo de la compañía, que es de apenas un 6,9%, que si bien aumenta en 20 puntos básicos desde 2005, sigue siendo claramente inferior al de FCC (9,3%). Lo mismo ocurre con el Retorno sobre la Inversión.

El Retorno sobre el Capital sí es sin embargo muy elevado, por lo que el bajo ROI está sin duda muy penalizado por la elevada Deuda, que es superior a la de la competencia, y que se ha duplicado en este ejercicio. Esta circunstancia se ve sin embargo atenuada por una generación abundante de efectivo (1549 MM EUR, aumento del 75%). El nivel de inversión de ACS es también un dato positivo, ya que es elevado, crece fuertemente, pero el Cash Flow sigue siendo sólido como comentaba anteriormente.

Por último, analizando las variables más ligadas a la acción, vemos que el Beneficio por Acción se sitúa en 3,58 EUR; algo inferior al de FCC, si bien aumenta considerablemente respecto al valor de 2005. La Previsión de Dividendos Descontados²⁴⁰ arroja un Precio Objetivo de 41,35 EUR, que es

²⁴⁰ Para el cálculo de la Previsión de Dividendos Descontados, se adopta el enfoque del Capital Asset Pricing Model, por el que se busca un precio objetivo para la acción, en base a los pagos de dividendos pasados, su tasa de crecimiento prevista y la Rentabilidad Exigida a la Acción (Required Rate of Return o ROR), en base a la Prima de Riesgo de la Acción. Esta Prima de Riesgo se basa en primer lugar en la Prima de Riesgo (Equity Risk Premium o ERP) de la Renta Variable, entendida como la prima del mercado. Si esta ERP se sitúa entre un 3 y un 8,5% según los diferentes autores (ver Fernández, P. (2005)), y los tipos de interés se sitúan en el entorno del 4-4,5% (tipo BCE, EURIBOR, Bono del Estado a 3 años), debemos exigir a las acciones una rentabilidad entre el 7,5 y el 13%. Partiendo de un ERP medio del 5,75% en función de las referencias de la literatura económica, y del EURIBOR, llegamos a un ROR del 10,25%. A este ROR, que se corresponde con el del mercado de renta variable en general, habrá que ajustarle en una determinada medida en función del riesgo del valor (en base a su Volatilidad, Value at Risk o VaR y Beta). Dado que el portfolio más representativo del mercado como tal es el IBEX 35, tomaremos como referencia los valores de riesgo de este índice selectivo (Volatilidad, VaR, β) y los

algo inferior a su precio de cotización al cierre (43,47 EUR), por lo que el título estaría ligeramente sobrevalorado desde el punto de vista de este método de valoración²⁴¹. El múltiplo Enterprise Value / EBITDA también arroja una sobrevaloración respecto a FCC, ya que en ACS estaríamos

compararemos con el de las diferentes compañías, para estimar un diferencial de riesgo con el que corregir la ROR del mercado. Por tanto:

$$ROR = (r_f + r_m) * f$$

siendo r_f la tasa libre de riesgo, r_m es el retorno esperado del Mercado, f es el factor de corrección en función del riesgo de la acción (Volatilidad, VaR, β).

La Volatilidad mide la capacidad de variación en los precios que tiene un activo respecto a su media. A mayor volatilidad mayor riesgo (tanto de pérdidas como de ganancias). La Beta mide la relación entre la rentabilidad del valor y la rentabilidad del mercado en el que se negocia. Permite calibrar cómo responde un título determinado a las oscilaciones de su benchmark ó índice de referencia. Si la Beta > 1 el valor sería agresivo, lo que significa que ante las variaciones del benchmark las variaciones del valor (rendimientos) serían de mayor magnitud. Los valores con una beta alta tienen, como todos los títulos, los riesgos del mercado, pero también los riesgos específicos del propio valor, ya que la rentabilidad de este tipo de valor tiende a subir y bajar más que la de la media de los valores. El VaR es una medida estadística que con un solo dato resume el riesgo de un valor, o cartera de valores, de generar pérdidas derivadas de movimientos normales de mercado. Pérdidas superiores al VaR se producen sólo en movimientos anormales de mercado, y tienen, por tanto, una pequeña probabilidad de producirse. En esta investigación utilizaremos el VaR diario con un 95% de significación (VaR 1día/95%). Si el VaR 1día/95% de una acción es del 4%, significa que en un 95% de los casos no perderíamos más de un 4% del valor de cotización de la acción con cada acción de esta compañía en las siguientes 24 horas.

Aplicando este ROR en la fórmula del Modelo de Descuento de Dividendos, obtenemos un precio objetivo para una acción concreta:

$$P = D_0 (1 + g) / ROR - g$$

donde P es el precio objetivo de la acción, D_0 es el último dividendo pagado, g es la tasa de crecimiento anual de los dividendos, que para industrias que no estén en fuerte crecimiento hemos establecido en un 10% anual.

Con este enfoque se abordará el cálculo en este y en los sucesivos apartados de esta investigación.

²⁴¹ ACS: Si partimos de la ya comentada rentabilidad exigida al mercado de renta variable de un 10,25%, en el caso de ACS, la alta volatilidad (28%) frente a una volatilidad del IBEX del 15%, y el VaR de 2,83% frente al 1,53% del índice, junto con una beta también elevada, con un valor de 1,31 (valor agresivo), concluimos que el riesgo del título es muy alto. Por ello, consideramos razonable exigir un 30% más de retorno, por lo que la rentabilidad exigida a ACS es de un 13,325%.

FCC: Volatilidad apenas un 6% superior al IBEX, VaR también ligeramente superior al del IBEX, Beta 0,89 que supone un valor moderado. El riesgo de la acción es moderado y está en línea con el mercado, por lo que creemos que exigir un 15% más de rentabilidad anual es razonable, por tanto llegamos a un ROR de un 11,7875% anual.

valorando la compañía a 18 veces su EBITDA frente a 10 veces FCC. Sin embargo, el ratio Precio/Beneficios es inferior al de la competencia. El Enterprise Value no sólo tiene en cuenta la capitalización bursátil de la empresa (como hace el PER), sino que incluye también el importe de las deudas contraídas por la compañía. En definitiva, nuevamente la elevada deuda de ACS está pesando en su valoración. El riesgo de la acción es muy elevado, teniendo en cuenta su elevada volatilidad con respecto al IBEX 35, así como su elevado Valor en Riesgo (VaR). La Beta del título lo describe igualmente como un valor agresivo.²⁴²

Por tanto, podemos concluir que la situación financiera de ACS es desahogada, con buenas cifras de ingresos, beneficios y cash-flow, que le permiten hacer frente a un elevado endeudamiento. No obstante, sus márgenes no son competitivos, y su elevado riesgo, así como el ya citado nivel de endeudamiento penalizan la valoración de su acción, por lo que en conjunto, el balance no es todo lo positivo que podrían dar a entender sus resultados económicos a simple vista.

Como último apartado, vamos a analizar las variables no financieras e intangibles de ACS, señaladas por los analistas como relevantes para el análisis.

²⁴² Ver anexos de Riesgo. La Volatilidad mide la capacidad de variación en los precios que tiene un activo respecto a su media. A mayor volatilidad mayor riesgo (tanto de pérdidas como de ganancias). La Beta mide la relación entre la rentabilidad del valor y la rentabilidad del mercado en el que se negocia. Permite calibrar cómo responde un título determinado a las oscilaciones de su benchmark ó índice de referencia. Si la Beta > 1 el valor sería agresivo, lo que significa que ante las variaciones del benchmark las variaciones del valor (rendimientos) serían de mayor magnitud. Los valores con una beta alta tienen, como todos los títulos, los riesgos del mercado, pero también los riesgos específicos del propio valor, ya que la rentabilidad de este tipo de valor tiende a subir y bajar más que la de la media de los valores. El VaR es una medida estadística que con un solo dato resume el riesgo de un valor, o cartera de valores, de generar pérdidas derivadas de movimientos normales de mercado. Pérdidas superiores al VaR se producen sólo en movimientos anormales de mercado, y tienen, por tanto, una pequeña probabilidad de producirse. En esta investigación utilizaremos el VaR diario con un 95% de significación (VaR 1día/95%). Si el VaR 1día/95% de una acción es del 4%, significa que en un 95% de los casos no perderíamos más de un 4% del valor de cotización de la acción con cada acción de esta compañía en las siguientes 24 horas.

En primer lugar, vemos que la Reputación de ACS no es un factor positivo en su valoración. Comienza a tener reputación internacional, como demuestran algunos reconocimientos recibidos en 2007, si bien todavía tiene un largo camino por recorrer, ya que su actividad internacional es incipiente. A nivel nacional tampoco destaca por una reputación sólida en la sociedad (aspecto que además se ve reflejado en la percepción de la marca, que no es una de las enseñas más valoradas)²⁴³ aunque si goza de gran reputación en el sector.

En cuanto a las Habilidades del Equipo Directivo, ACS cuenta con un comité concentrado, es decir, con una estructura limitada, son sólida trayectoria profesional y fuerte experiencia en la casa. Los perfiles son diversos y complementarios y consideramos muy apropiada la segregación de funciones y actividades de los miembros de la alta dirección. Adicionalmente, no se han producido cambios relevantes que hayan mermado estas capacidades.

Como último punto, la estructura accionarial, con la mayor parte de los títulos cotizando libremente, y con participación de su presidente, así como del grupo financiero Alba, consideramos que es un esquema positivo, ya que aporta independencia y respaldo financiero.

Por tanto, el balance de este apartado, con un peso de un 13% en el modelo, es ligeramente positivo, ya que si bien la compañía no tiene una

²⁴³ Ver Interbrand (2007). Hemos tomado como referencia para todas las compañías analizadas en esta investigación el ranking Mejores Marcas Españolas de la prestigiosa consultora Interbrand. Este documento analiza la evolución de las grandes firmas de nuestro país e identifica las nuevas marcas emergentes que surgen con proyección de futuro. Este ranking complementa el estudio Best Global Brands de marcas mundiales que presenta Interbrand anualmente, referente a nivel internacional. Se consideran las marcas de forma aislada en vez de por carteras para tener un único ranking, medir la evolución de todas las marcas y facilitar las comparaciones. Adicionalmente nos parece apropiado este estudio, ya que define el concepto de marca como “la relación que crea y asegura las ganancias futuras de la compañía al retener la preferencia del cliente”, muy en línea con el entendimiento de esta variable que plasmamos en esta investigación.

reputación ni una imagen especialmente favorable, la solidez de su equipo directivo y de su estructura accionarial son factores que aportan solidez.

Una vez analizadas todas las variables a lo largo de los cuatro grupos de factores que componen el modelo²⁴⁴, hemos visto que la compañía se enfrenta a un entorno macroeconómico favorable en cuanto a crecimiento de la economía, pero incierto en cuanto a una posible desaceleración, y negativo en lo relativo a los precios de las materias primas, que tienen especial relevancia en este sector²⁴⁵, si bien el sector parece presentar unas expectativas favorables que unidas a la fuerte posición competitiva de la compañía y a su sólida situación financiera, a pesar de la valoración conservadora del mercado por el elevado riesgo y endeudamiento, y apalancada en la solidez de su equipo directivo y de su estructura accionarial, puedo concluir que la evolución de la acción será favorable en el primer semestre del año²⁴⁶, pasado el cual la revisión de los aspectos que presentan mayor incertidumbre arrojará mayor luz sobre la evolución de cara al resto del ejercicio.

PONDERACIÓN	VARIABLE	Valoración
B. Análisis Sectorial y Variables Estratégicas		
30%	Expectativas de la Industria/Sector	+
	Fuerza de los Competidores	-
	Política de Precios	=
	Perfil de los Clientes	=
	Portfolio de Productos	+
	Barreras de Entrada	+
	Volumen de Ventas	++
	Cuota de Mercado	+
	Diversificación (producto, geográfica)	+
	Visión Estratégica / Metas Fijadas por Alta Dirección	+
	Regulación Actual / Nueva	=

²⁴⁴ Con un saldo de 6 factores muy positivos, 14 factores positivos, 6 neutros, 8 negativos, y 2 muy negativos.

²⁴⁵ Ver apartado 3.2

²⁴⁶ como hemos comentado en la introducción, y tal y como señalan autores como Park, C. W. y Pincus, M. (2000), todas las empresas, y especialmente las cotizadas, publican cifras trimestralmente. Los analistas suelen revisar las recomendaciones por tanto al menos una vez por semestre.

C. Análisis de Estados Financieros (Fundamental)		
40%	Beneficio Neto Reportado	++
	Crecimiento del Beneficio	++
	EBIT	+
	EBITDA	+
	Margen Operativo	-
	ROI	-
	ROE	++
	EPS/BPA	+
	Generación de Cash Flow	++
	Previsión de Dividendos Descontados	=/-
	Múltiplos de Valoración	-
	PER	+
	Nivel de Endeudamiento	-
	Gasto en CAPEX	+
Prima de Riesgo s/ Acciones (Equity Risk Premium)	-	
D. Otras Variables No Financieras y Factores Intangibles		
13%	Reputación Corporativa	=
	Valor de la Marca	=
	Habilidades de los Directivos	+
	Cambios en las Habilidades de los Directivos	+
	Estructura accionarial	+

Tabla 19: Análisis de ACS²⁴⁷

Por tanto, ante las perspectivas positivas de los apartados sectorial e intangible, con un peso conjunto del 43%, unas perspectivas positivas aunque con matices en el apartado fundamental (peso del 40%) y unas perspectivas ligeramente negativas debido a la incertidumbre en las variables macro (peso del 17%), nuestra recomendación como analista sería comprar moderadamente ACS a corto plazo (3 a 6 meses)²⁴⁸.

Si observamos el gráfico de cotización de la acción durante 2007, vemos que el análisis efectuado con ayuda de las variables valoradas por los analistas como las más importantes es completo y exhaustivo, ya que

²⁴⁷ Elaboración propia a partir de la información analizada de la compañía. Ver Anexos V y VIII.

²⁴⁸ ver Park, C. W. y Pincus, M. (2000). Todas las empresas, y especialmente las cotizadas, publican cifras trimestralmente. Los analistas suelen revisar las recomendaciones por tanto al menos una vez por semestre.

permite que las conclusiones a las que este análisis nos ha llevado, sean acertadas como se explica a continuación.

Adicionalmente, la recomendación coincide con las recomendaciones del consenso de analistas. A efectos de esta comparación, nos fijamos en la información publicada por JCF Group y Bolsamania Tech Solutions, en la que se reflejan las recomendaciones del consenso de analistas, así como cuántos analistas siguen una determinada acción. Esta información es la coincidente con nuestra recomendación de inversión, es decir, este consenso recoge las recomendaciones publicadas por los analistas que siguen el título (los títulos analizados en esta investigación en éste y en los sucesivos apartados) a finales de 2006 o en los primeros días de 2007, para el primer trimestre/semestre del año 2007.

En el caso de ACS, vemos que 7 analistas recomiendan fuerte compra, y otros 4 analistas recomiendan compra moderada²⁴⁹, de los 14 que cubren la acción. Esta última opción está más alineada con nuestra recomendación, ya que del anterior análisis no puedo concluir que fuera conveniente una fuerte compra del título.

²⁴⁹ En la información publicada por JCF Group / Bolsamania Tech Solutions se utilizan dos escalas de valoración para las recomendaciones. La primera clasifica las recomendaciones en fuerte compra, compra moderada, mantener, venta moderada y fuerte venta, mientras que una segunda escala distingue entre comprar, sobreponderar, mantener, infraponderar y vender. Las escalas son equivalentes y son comúnmente utilizadas en las publicaciones de recomendaciones, si bien utilizaremos la primera nomenclatura para esta investigación para este y los restantes apartados.

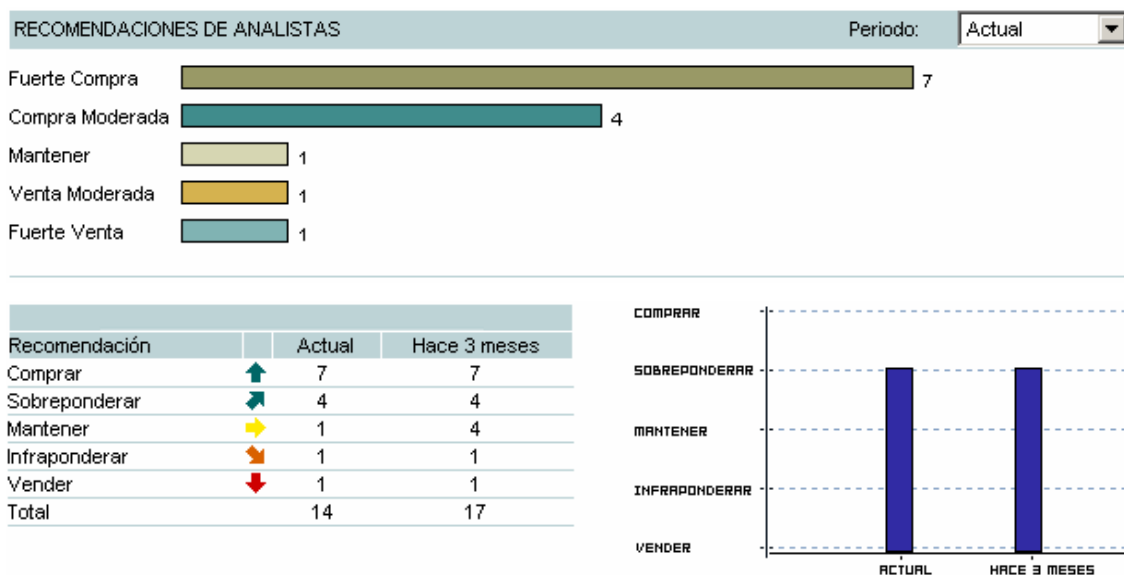


Ilustración 7: Consenso de recomendaciones - ACS²⁵⁰

Volviendo a la gráfica de cotizaciones que vemos en la Ilustración 8, muestra que en los seis meses siguientes a nuestra recomendación de inversión, el precio de la acción en los primeros tres meses se mantiene en el entorno de los 43 EUR, con una ligera evolución alcista hacia los 44 EUR, mientras que en los siguientes tres meses, sí se ve una evolución al alza hasta el nivel de los 47 EUR (apreciación de un 9%). La recomendación de compra es por tanto, acertada.

²⁵⁰ Fuente: JCF Group / Bolsamania Tech Solutions



Ilustración 8: Price Chart – ACS²⁵¹

A continuación seguiremos analizando el resto de compañías seleccionadas de los diferentes sectores para continuar contrastando la capacidad predictiva del Modelo de Análisis basado en las necesidades de información expresadas por los analistas, previamente a abordar las principales conclusiones en la última sección de la investigación. Todos los análisis posteriores seguirán el mismo patrón y formato que el de ACS, por lo que se hará referencia a este apartado en lo sucesivo.

251

Fuente:

Invertia.com

–

URL:

<http://www.invertia.com/empresas/empresa.asp?idtel=RV011ACS>

4.2.3 Sector Consumo. Inditex.

El sector consumo, y concretamente el sector textil y moda, seguirá creciendo en 2007, impulsado por una coyuntura económica favorable. Sin embargo, las grandes cadenas de diseño textil sufrirán la cada vez mayor producción asiática, a costes inferiores, si bien las empresas posicionadas en estos mercados, como Inditex, se beneficiarán de esta tendencia. Entre las preocupaciones del sector se encuentran la supresión de las tarifas reguladas de gas y electricidad, y la finalización del acuerdo UE-China el 31 de Diciembre de 2007. Este nuevo escenario implica nuevas necesidades para las empresas, que deben apalancarse en una mayor diversificación y escala, así como en una mayor calidad de la producción²⁵². En Europa, se prevé un alto crecimiento del mercado de la moda, mientras que en Asia, el crecimiento del PIB, unido al potencial de crecimiento del mercado de la moda, aún en un estado muy poco desarrollado, debería ser aún mayor.

Las expectativas a nivel global son positivas, pero el nuevo marco liberalizado de competencia provoca que la industria de la ropa y los complementos sea aún más competitiva. Las distintas cadenas de Inditex compiten con grandes almacenes locales, nacionales e internacionales, boutiques y cadenas de moda, así como empresas de venta por catálogo o venta a través de Internet. Asimismo, es posible que en algunos casos las propias cadenas compitan entre sí por un mismo perfil de cliente. La competencia no se manifiesta únicamente en las ventas sino también en la competencia para lograr los mejores locales comerciales, y los términos más favorables en los contratos de compra o arrendamiento de los mismos. Por otra parte, el efecto de la liberalización de los intercambios

Los precios de cotización del gráfico están expresados en Euros.

²⁵² Ver Ministerio de Industria, Turismo y Comercio (2007).

internacionales se evidencia en la creciente presencia de productos asiáticos, con China, primer proveedor de la Comunidad Europea, Paquistán y la India, mientras Turquía y Marruecos son los suministradores más destacados de la zona euromediterránea. Esta fuerte competencia puede aumentar como consecuencia de la existencia de pocas barreras de entrada. Un aumento de la competencia podría presionar los precios a la baja y dar como consecuencia una disminución de la cuota de mercado de Inditex, lo que podría afectar negativamente a la situación financiera y a los resultados operativos.

Inditex cuenta con una política de precios diferenciada en función de la línea de negocio. En general, la política de la compañía es ofrecer el mejor diseño, a una buena calidad, y al mejor precio posible. El portfolio de marcas comerciales, permite una política de precios diferenciada según el segmento de clientes al que se dirija la oferta. Estos clientes son individuos que buscan productos de moda. El poder negociador de los clientes es muy reducido, ya que se trata de millones de individuos, si bien ITX los sitúa en el centro de su cadena de valor.

Entrando en detalle en la posición competitiva de la empresa, destaca en primer lugar la cartera de productos, que es muy completa, con diversificación hacia sectores adyacentes a la moda en el sentido más estricto (decoración) y con productos de moda que abarcan segmentos de consumidores muy diversos (jóvenes, adultos, niños, asequibles, de mayor coste, etc.). La marca Zara sigue siendo la enseña de referencia, si bien las otras líneas de negocio (Zara Home, Oysho, Stradivarius, Bershka, Massimo Dutti, Pull and Bear, Kiddy's Class) ya suponen el 35% de las ventas. Adicionalmente, la compañía ha logrado un grado elevado de expansión internacional, principalmente en Europa ex-España, con mayor peso de ventas en tienda que en España. El 60% de las ventas proviene del mercado internacional (40% Europa, 11% América, 9% Asia), a lo que se añade un fuerte incremento (73%) de la presencia comercial en Asia, con la

apertura de 58 tiendas en 7 países durante 2006, que ha supuesto la presencia en las áreas claves de China. Por otra parte, aproximadamente el 70% de las nuevas aperturas se hará en el mercado internacional en 2007. Inditex está ya presente en 64 países de 4 continentes.

La compañía ha alcanzado un volumen de ventas de 8.196 millones de Euros, muy superior a la de su principal competidor en términos de escala, la italiana Benetton, que vende 1.911 millones. El crecimiento interanual de esta cifra de ventas es también muy positivo, mostrando un avance del 22% en medio de un entorno complicado. La cuota de mercado en los diferentes mercados en los que opera la compañía es muy diversa. En España, el mercado más fuerte, la cuota del grupo se sitúa en un 17%, liderando el mercado por detrás de El Corte Inglés (20%) y por delante de Cortefiel (7%). La concentración es elevada, ya que los cinco primeros operadores (El Corte Inglés, Grupo Inditex, Carrefour, Grupo Cortefiel e Hipercor) reúnen aproximadamente la mitad de la cuota de mercado.

En cuanto a las variables estratégicas, es llamativa la ausencia de una visión estratégica clara en la memoria de la compañía, salvo en lo relativo a Responsabilidad Social Corporativa, donde se enfatiza que el crecimiento sostenible es un valor estratégico.

A modo de resumen, es patente que el entorno que rodea al sector no es el más apropiado, ya que a pesar de que las previsiones de crecimiento sí son sólidas, el nivel competitivo es extremadamente fuerte. Inditex debe aprovechar su posición competitiva en términos de escala y diversificación para capturar este crecimiento y no ceder terreno a la dura competencia.

Pasando a analizar los estados financieros de la compañía, destaca en primer lugar la solidez de sus cifras de beneficios, tanto en lo que respecta a la última línea de la cuenta de resultados, como a las magnitudes de EBIT y EBITDA, que muestran valores muy superiores a los de su competencia,

tanto en términos absolutos, como de crecimiento interanual, por encima del 20% en todas ellas. La cifra de Beneficio por acción es de 1,61 EUR, muy superior a la del grupo Benetton (0,69 EUR).

El margen operativo, aunque no es excesivamente holgado, sí es nuevamente superior a la competencia, al igual que ocurre con los ratios de retorno sobre inversión y sobre el capital empleado.

La fuerte expansión internacional se basa en buena parte en una cifra de inversión elevada (863MM EUR), que aumenta en un 10% respecto a 2005, y que sin embargo, no es óbice para que Inditex genere caja abundantemente (1.492 MM EUR), con un crecimiento del 20% respecto al ejercicio precedente. Si a esto unimos el bajo nivel de endeudamiento, la situación financiera de Inditex puede ser calificada sin duda, como excelente.

Los datos ligados a la acción no presentan la misma situación sin embargo. La previsión de dividendos descontados²⁵³ arroja un precio objetivo para la acción de 21,24 EUR²⁵⁴, muy por debajo del precio de cierre de 2006, que fue de 42,71 EUR, penalizado sin duda por el elevado riesgo de la acción, que muestra una volatilidad, valor en riesgo y beta muy por encima de los valores del índice de referencia²⁵⁵. Adicionalmente, el múltiplo EV/EBITDA resulta en un valor de 14,75 veces, superior al de Benetton, y también elevado a la media del sector, que se sitúa entre 7 y 10²⁵⁶. El único dato

²⁵³ Para el cálculo de la Previsión de Dividendos Descontados, ver análisis de ACS.

²⁵⁴ Inditex: Partimos de la rentabilidad exigida al mercado de renta variable de un 10,25%, en el caso de Inditex, la alta volatilidad (42%) frente a una volatilidad del IBEX del 15%, y el VaR de 4,28% frente al 1,53% del índice, junto con una beta también elevada, con un valor de 1,47 (valor agresivo), concluimos que el riesgo del título es muy alto. Por ello, consideramos razonable exigir un 50% más de retorno, por lo que la rentabilidad exigida es de un 15,357%.

Benetton: Volatilidad 48% superior al MIDEX (38%), VaR 4,84% (3,82% del MIDEX), Beta 0,64 que supone un valor moderado. El riesgo de la acción es alto, por lo que exigiremos un 30% más de rentabilidad anual, por tanto un 13,325% anual.

²⁵⁵ Ver anexos de Riesgo y análisis de ACS.

²⁵⁶ Ver Tabla de múltiplos EV/EBITDA por sector en anexo IX.

positivo es el ratio Precio/Beneficios que es de 13 veces, frente a los 21 de su competidor.

En resumen, la situación financiera de Inditex es muy buena, con fuerte crecimiento de los ingresos, y elevada generación de caja. Sin embargo, pareciera que la acción se encuentra algo sobrevalorada, de acuerdo al análisis. El alto riesgo de la acción penaliza sin duda esta valoración, si bien el conjunto de las variables fundamentales arroja un balance muy positivo para la compañía.

Por último, analizando las variables no financieras e intangibles, destaca la excelente reputación del Grupo Inditex. El buen gobierno de la empresa es una de las piezas clave en el desarrollo de la política de responsabilidad corporativa y una de las más importantes herramientas de relación de la compañía con los stakeholders. La marca tiene una gran reputación tanto a nivel nacional²⁵⁷ como internacional. Zara tiene un valor de Marca de 4.112 millones de EUR y es la quinta marca por valor de entre las empresas españolas. El Grupo Inditex, volcado en sus principios de buen gobierno y sostenibilidad, es un ejemplo de buena reputación, lo que le ha hecho acreedor de numerosos reconocimientos en este sentido. Adicionalmente, el equipo directivo es muy amplio, con equipos directivos diferenciados para las diferentes líneas de negocio y una sólida reputación en el sector, sin que se hayan producido cambios notables en la cúpula en los últimos meses.

Como último punto, la estructura accionarial, con la mayor parte de los títulos cotizando libremente, y con fuerte participación de su presidente y fundador de la compañía, representan un equilibrio entre el mercado y la gestión interna.

²⁵⁷ Zara tiene un valor de Marca de 4112MM EUR. Es la quinta marca por valor de entre las empresas españolas. Ver Interbrand (2007) y análisis de ACS.

Por tanto, el balance de este apartado, con un peso de un 13% en el modelo, es claramente positivo en todos los aspectos, destacando la fuerte imagen y reputación de Inditex.

Una vez completado en análisis de Inditex²⁵⁸, se concluye que la empresa está ante un entorno macroeconómico favorable en cuanto a crecimiento de la economía, pero incierto en cuanto a una posible desaceleración, y negativo en lo relativo a los precios de las materias primas, si bien el sector parece presentar unas expectativas favorables que solo serán captables por compañías con alcance y posicionamiento como Inditex, que sepan hacer frente al fuerte entorno competitivo. La fuerte situación financiera respaldará la estrategia de expansión internacional, y unida a su sólida imagen, debería permitir a la compañía hacer frente a estos retos y consolidar una imagen en el mercado que permita disminuir su nivel de riesgo de mercado, que penaliza su valoración.

PONDERACIÓN	VARIABLE	Valoración
B. Análisis Sectorial y Variables Estratégicas		
30%	Expectativas de la Industria/Sector	+
	Fuerza de los Competidores	-
	Política de Precios	++
	Perfil de los Clientes	+
	Portfolio de Productos	++
	Barreras de Entrada	-
	Volumen de Ventas	++
	Cuota de Mercado	+
	Diversificación (producto, geográfica)	++
	Visión Estratégica / Metas Fijadas por Alta Dirección	-
	Regulación Actual / Nueva	=
	C. Análisis de Estados Financieros (Fundamental)	
40%	Beneficio Neto Reportado	++
	Crecimiento del Beneficio	++
	EBIT	++
	EBITDA	++
	Margen Operativo	+

²⁵⁸ Con un saldo de 16 factores muy positivos, 9 factores positivos, 1 neutro, 5 negativos, y 4 muy negativos.

	ROI	++
	ROE	++
	EPS/BPA	+
	Generación de Cash Flow	++
	Previsión de Dividendos Descontados	--
	Múltiplos de Valoración	-
	PER	+
	Nivel de Endeudamiento	++
	Gasto en CAPEX	++
	Prima de Riesgo s/ Acciones (Equito Risk Premium)	--
D. Otras Variables No Financieras y Factores Intangibles		
13%	Reputación Corporativa	++
	Valor de la Marca	++
	Habilidades de los Directivos	+
	Cambios en las Habilidades de los Directivos	+
	Estructura accionarial	+

Tabla 20: Análisis de Inditex²⁵⁹

Por tanto, ante las perspectivas positivas de los apartados fundamental e intangible, con un peso conjunto del 53%, unas perspectivas positivas aunque con matices en el apartado sectorial (peso del 30%) y unas perspectivas ligeramente negativas debido a la incertidumbre en las variables macro (peso del 17%), nuestra recomendación como analista sería comprar fuertemente ITX a corto plazo (3 a 6 meses)²⁶⁰.

Esta recomendación coincide con las recomendaciones del consenso de analistas. Inditex está cubierta por 23 analistas en el momento de la emisión de la recomendación, de los que 11 recomiendan fuerte compra, 2 compra moderada, y 7 Mantener²⁶¹. En media, el consenso está por tanto, inclinado hacia la compra.

²⁵⁹ Elaboración propia a partir de la información analizada de la compañía. Ver Anexos V y VIII.

²⁶⁰ ver Park, C. W. y Pincus, M. (2000). Todas las empresas, y especialmente las cotizadas, publican cifras trimestralmente. Los analistas suelen revisar las recomendaciones por tanto al menos una vez por semestre.

²⁶¹ Ver análisis de ACS para más detalles.

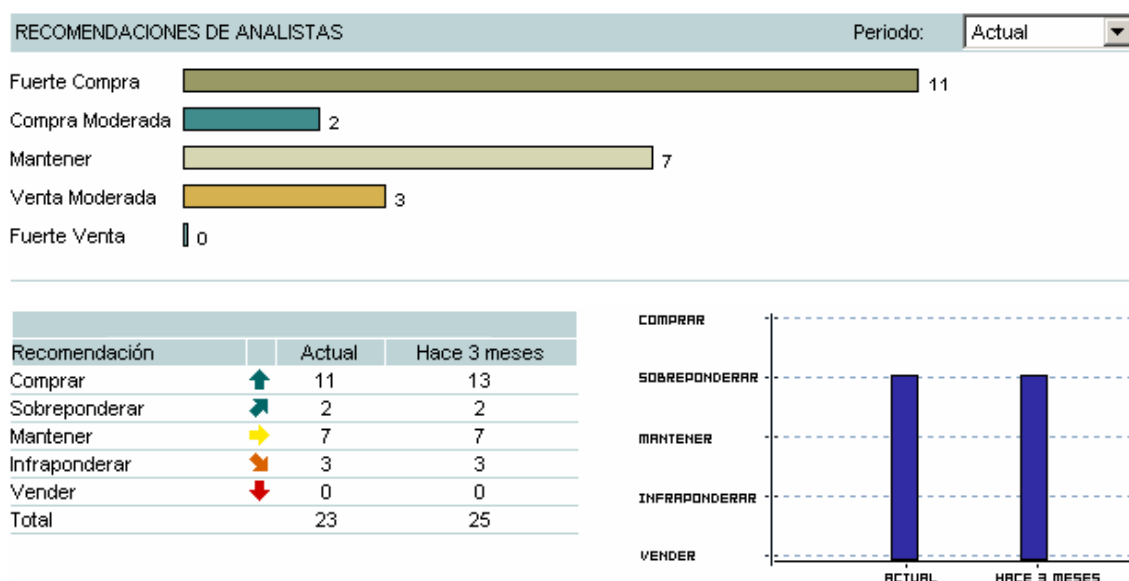


Ilustración 9: Consenso de recomendaciones - Inditex²⁶²

En cuanto a la gráfica de cotizaciones que vemos en la Ilustración 10, muestra que en los seis meses siguientes a nuestra recomendación de inversión, el precio de la acción en los primeros tres meses asciende hacia la zona de los 44-45 EUR (al cierre la cotización se situaba en 42,71 EUR), lo que supone una revalorización de un 5% aproximadamente, mientras que en los siguientes tres meses, la tendencia alcista continúa, llegando a alcanzar niveles de 47-48 EUR (apreciación de un 12%). La recomendación de fuerte compra es por tanto, acertada.

²⁶² Fuente: JCF Group / Bolsamania Tech Solutions

Ilustración 10: Price Chart – Inditex²⁶³

4.2.4 Sector Medios y Entretenimiento. Prisa.

El sector media y entretenimiento presenta numerosos escenarios, en los que el Grupo Prisa está presente. En primer lugar, el mercado audiovisual presenta un potencial de crecimiento fundamentalmente en la televisión de pago, debido principalmente a su penetración del 23% en nuestro país, muy inferior a media europea, así como a la previsión que existe de acuerdos entre operadoras audiovisuales y operadoras de telecomunicaciones para ofertar productos conjuntos. La compañía también argumenta que existe una oportunidad de crecimiento en su canal televisivo libre Cuatro, ya que su cuota aún es baja, aunque con tendencia creciente. En cuanto a la difusión digital, es indudable el potencial de crecimiento que existe del acceso a Internet en España, y consecuentemente, del mercado de la

263

Fuente:

Invertia.com

URL:

<http://www.invertia.com/empresas/empresa.asp?idtel=RV011INDITEX>

Los precios de cotización del gráfico están expresados en Euros.

publicidad digital en el que está presente Prisa. El mercado de la radio presenta fuertes oportunidades de crecimiento en Latinoamérica y Estados Unidos (mercado de habla hispana), en los que la compañía se está posicionando, y en los que el aumento económico y poblacional respectivamente, constituyen las bases de esta afirmación. El mercado de la educación es otra área de crecimiento potencial para Prisa, especialmente en Latinoamérica, principalmente por la apertura de nuevos mercados. Por último, en prensa se prevé que los ingresos por publicidad sigan aumentando en España, y con ello los márgenes.

En general, se trata de un sector poco cíclico²⁶⁴, y puede ser un buen refugio ante una eventual desaceleración.

Los principales competidores de Prisa son los grandes grupos de medios nacionales e internacionales. Destacan Vocento a nivel nacional, y Premiere, Televisa y BSKYB en el plano internacional. Estas compañías tienen una fuerte presencia multinacional, si bien el foco en los mercados de habla hispana solo es compartido realmente por Vocento y Televisa. La competencia es especialmente relevante en los mercados que suponen la mayor parte de los ingresos de la compañía (audiovisual, prensa, educación y radio). En audiovisual, la competencia nacional es muy fuerte, ya que los líderes del mercado de televisión en abierto son TVE, Tele5 y Antena 3, mientras que en el mercado de Televisión de Pago, se limita a las compañías de cable o Internet TV, que son negocios muy incipientes. Sin embargo, el foco en los mercados de habla hispana, hace que la competencia a nivel global sea mucho más limitada. Adicionalmente, se trata de un sector con altas exigencias de capital, dado el tamaño de los competidores en España y a nivel internacional, lo que constituye sin duda una fuerte barrera de entrada a nuevos competidores.

²⁶⁴ Ver Martínez, M. (2007).

Las políticas de precios en los diferentes sectores de actividad, tienen un impacto muy diferente. Definitivamente, en la TV de pago es importante que los precios sean competitivos, aunque en los últimos tiempos, la tendencia es más hacia la paquetización de servicios de valor añadido, que a mirar el precio de los productos de forma individual. En prensa y educación, es de igual modo más importante un posicionamiento correcto en términos de calidad, que un precio competitivo, ya que se trata de productos con gran cantidad de sustitutivos.

Los clientes del grupo Prisa son consumidores finales de educación, información y entretenimiento. Su capacidad negociadora no es relevante a nivel individual, si bien su diversidad es muy alta. Se trata de clientes de habla hispana mayoritariamente.

La posición competitiva de la compañía se construye a partir de un abanico de productos muy completo, abarcando actividades tradicionales en las que la compañía ha demostrado un liderazgo histórico, como Prensa (tradicional, especializada e internacional), Radio y Actividad Editorial, e incorporando nuevas actividades como la Educación, el negocio Audiovisual (Distribución y Producción), y el Negocio Online (Difusión y Comercial). Esto ha permitido al grupo Prisa realizar unas ventas de 2.812 millones de EUR, que triplican la cifra de negocios del grupo Telecinco, y que además crecen de forma muy fuerte con respecto al año 2005 (un 9%). De este total, el negocio audiovisual supone el 45% de la Cifra de Negocio, mientras que la prensa (20%), la educación (17%), la radio (13%), el negocio digital (1%) y otras actividades (4%) completan la suma. El crecimiento de los ingresos de las líneas menos desarrolladas (Radio, Digital y Otros), ha sido muy fuerte en 2006 (+19%, 43% y 24% respectivamente). A esta fuerte diversificación de productos, se contrapone sin embargo una nula diversificación geográfica en el negocio audiovisual, ya que se centra exclusivamente en nuestro país, salvo por el canal TVI portugués, al igual que en Prensa, mientras que en

Educación, el 65% de los ingresos provienen del extranjero, y en Radio suponen un 20% del total, siendo el primer grupo de radio de habla hispana.

Con todo ello, la cuota de mercado en los diferentes mercados en los que opera la compañía es muy diversa. El principal mercado, el audiovisual, muestra una línea creciente durante 2006, con una cuota o “share” para el canal Cuatro del 7,5% al finalizar el año, y con mejoras en todas las franjas horarias. La cifra de abonados de Digital+ supera los 2 millones, con un crecimiento del 4,3%, y una cuota del 4,1%, aunque el Churn²⁶⁵ sigue siendo elevado (en torno al 12%). En Prensa, el País lidera el mercado con un 29% de cuota. En general, la posición del grupo en todos los negocios de media es muy fuerte.

Por último, hay que destacar la fuerte visión estratégica que abandera la compañía, que se define como *“líder en educación, información y entretenimiento en mercados de habla española, con vocación iberoamericana, que nos sitúa sobre una potente oleada social y cultural: la de un mercado de más de 700 millones de habitantes con culturas, tradiciones y formas de vida similares. Un prometedor horizonte en el que confiamos ejercer un claro liderazgo gracias a nuestra capacidad para generar contenidos de primer nivel, estar en la avanzadilla de la innovación tecnológica y gestionar con eficacia los recursos. La gran línea estratégica es la expansión internacional del sector audiovisual, digital, radio y educación. Adicionalmente, otros objetivos son el relanzamiento de El País, el refuerzo de la Producción Audiovisual, nuevos desarrollos Digitales, y deshacerse de activos no estratégicos.”*

En lo relativo a la regulación del sector, no existen cambios reseñables.

²⁶⁵ Es el número de abandonos de suscriptores, medido en porcentaje calculado como bajas del período, divididas entre suscriptores al final del período anterior.

De forma resumida, no existe ningún factor a nivel sectorial y de posición competitiva que haga dudar de las buenas perspectivas y de la fuerte posición de la compañía para encarar el comienzo de 2007.

En cuanto a su situación financiera, si bien sus cifras de beneficios no son demasiado elevadas, sobre todo en comparación con Telecinco, que muestra cifras algo superiores, sí destaca sin embargo el fuerte crecimiento en todos los rubros, por encima del 50%, salvo en el caso del Beneficio Operativo, que crece un 31%. La rentabilidad muestra sin embargo una cara más negativa, ya que el margen operativo resulta muy bajo (10% frente a un margen de Telecinco del 44%), y más preocupante es aún su empeoramiento respecto al ejercicio 2005. Los ratios ROI y ROE son también bajos y muy inferiores a los de la competencia. Sí es muy positiva sin embargo la capacidad de generación de caja (425 MM EUR, 91% superior a 2005) a pesar de la elevadísima deuda del Grupo, que asciende a 2.556 millones de EUR y supone cuatro veces y media el EBITDA.

Los datos relativos a la acción tampoco son muy alentadores. En primer lugar, la previsión de dividendos descontados²⁶⁶ resulta en un precio objetivo para la acción de 5,29 EUR²⁶⁷, muy por debajo del precio de cierre de 2006, que fue de 13,21 EUR, debido al elevado riesgo de la acción, que muestra una volatilidad y valor en riesgo por encima de los valores del índice de referencia²⁶⁸. El múltiplo EV/EBITDA resulta en un valor de 9,55 veces, en línea con el de Telecinco y con el sector²⁶⁹. El PER de Prisa es de 12 veces, inferior al de Telecinco (17 veces).

²⁶⁶ Para el cálculo de la Previsión de Dividendos Descontados, ver análisis de ACS.

²⁶⁷ Prisa: Volatilidad 39,02%, VaR 3,95% y Beta de 1,05. El Riesgo de la acción es elevado y por tanto consideramos que un 30% más de rentabilidad es razonable, por lo que exigiremos al título un retorno del 13,325% anual

Tele5: Volatilidad algo inferior a la del IBEX aunque elevada, VaR sensiblemente inferior (60 puntos básicos por debajo) al IBEX, y Beta de 0,58. El Riesgo de esta acción es bajo, y por tanto su rentabilidad exigida debe estar en línea con la del mercado, corregida por la alta volatilidad en un 10%, por tanto un 11,275% anual.

²⁶⁸ Ver anexos de Riesgo y análisis de ACS.

²⁶⁹ Ver Tabla de múltiplos EV/EBITDA por sector en anexo IX.

En resumidas cuentas, la situación financiera de Prisa no coincide con su situación competitiva, ya que en términos de beneficios y rentabilidad se muestra débil, si bien los ingresos muestran una tendencia creciente. La capacidad de generación de caja es el único aspecto positivo que encuentro, ya que la deuda es muy elevada y la acción parece algo sobrevalorada, debido en gran parte a su elevado riesgo, a pesar de su bajo PER.

En cuanto a los aspectos no financieros e intangibles, la situación mejora considerablemente. Prisa es un histórico de los medios en España y goza de una gran reputación. El valor de las marcas del grupo es elevado, si bien a nivel internacional no tiene esta misma imagen aún. En cualquier caso, las acciones relativas a RSC que la empresa está afrontando con ahínco, contribuyen a reforzar su imagen de cara a los stakeholders. En nuestro país, la marca más valorada es El País, con un valor estimado en 376 millones de euros, que le otorga la posición número 18 del ranking de marcas más valoradas.²⁷⁰ Adicionalmente, la compañía cuenta con un equipo directivo amplio, con sólida trayectoria profesional y fuerte experiencia en las diferentes líneas de actividad. Los perfiles diversos y complementarios se deben a la inclusión en el equipo directivo de los líderes de los diferentes negocios que se han ido incorporando al grupo, por lo que no existen grandes cambios en la gestión de las líneas tradicionales, ni de las líneas que se incorporan en una situación favorable. Por último, la estructura accionarial, con títulos cotizando libremente, y fuerte participación de la familia fundadora de la compañía, representa un equilibrio entre el mercado y la gestión interna que tanto prestigio ha conseguido generar.

El balance de este apartado, con un peso de un 13% en el modelo, es claramente positivo en todos los aspectos, destacando la fuerte imagen y reputación de la compañía.

PONDERACIÓN	VARIABLE	Valoración
B. Análisis Sectorial y Variables Estratégicas		
30%	Expectativas de la Industria/Sector	++
	Fuerza de los Competidores	+
	Política de Precios	=
	Perfil de los Clientes	+
	Portfolio de Productos	++
	Barreras de Entrada	+
	Volumen de Ventas	++
	Cuota de Mercado	+
	Diversificación (producto, geográfica)	+
	Visión Estratégica / Metas Fijadas por Alta Dirección	++
Regulación Actual / Nueva	=	
C. Análisis de Estados Financieros (Fundamental)		
40%	Beneficio Neto Reportado	+
	Crecimiento del Beneficio	++
	EBIT	+
	EBITDA	++
	Margen Operativo	--
	ROI	-
	ROE	-
	EPS/BPA	=
	Generación de Cash Flow	+
	Previsión de Dividendos Descontados	-
	Múltiplos de Valoración	=
	PER	+
	Nivel de Endeudamiento	--
	Gasto en CAPEX	+
Prima de Riesgo s/ Acciones (Equito Risk Premium)	-	
D. Otras Variables No Financieras y Factores Intangibles		
13%	Reputación Corporativa	+
	Valor de la Marca	++
	Habilidades de los Directivos	+
	Cambios en las Habilidades de los Directivos	+
	Estructura accionarial	+

Tabla 21: Análisis de Prisa²⁷¹

²⁷⁰ Ver Interbrand (2007) y análisis de ACS.

²⁷¹ Elaboración propia a partir de la información analizada de la compañía. Ver Anexos V y VIII.

Una vez analizadas todas las variables que componen el modelo²⁷², el análisis se resume en un entorno macroeconómico favorable en cuanto a crecimiento de la economía, pero incierto en cuanto a una posible desaceleración, y negativo en lo relativo a los precios de las materias primas, si bien el sector parece presentar unas expectativas favorables, a las que se une una sólida posición del grupo Prisa a nivel competitivo. La sólida imagen de la compañía, es también un factor muy positivo de cara a reforzar su estrategia de expansión internacional y crecimiento. Sin embargo, la situación financiera de la compañía no es especialmente buena, ya que a nivel de ingresos y rentabilidad no demuestra encontrarse en una posición de ventaja competitiva, y adicionalmente la acción se encuentra sobrevalorada. El fuerte peso del apartado financiero en el modelo, nos hace ser cautos y emitir una recomendación de mantener el valor, a la espera de ver cómo evolucionan sus cifras en los siguientes meses²⁷³.

Esta recomendación no coincide plenamente con las recomendaciones del consenso de analistas, que en media recomiendan comprar el valor. En realidad, de los 14 analistas que cubren la acción, 7 recomiendan fuerte compra, 3 recomiendan compra moderada, y 4 recomiendan mantener²⁷⁴. Por tanto, aunque un 29% de los analistas coinciden con nuestra recomendación, en media, el consenso está inclinado hacia la compra.

²⁷² Con un saldo de 8 factores muy positivos, 14 factores positivos, 4 neutros, 5 negativos, y 4 muy negativos.

²⁷³ ver Park, C. W. y Pincus, M. (2000). Todas las empresas, y especialmente las cotizadas, publican cifras trimestralmente. Los analistas suelen revisar las recomendaciones por tanto al menos una vez por semestre.

²⁷⁴ Ver análisis de ACS para más detalles.

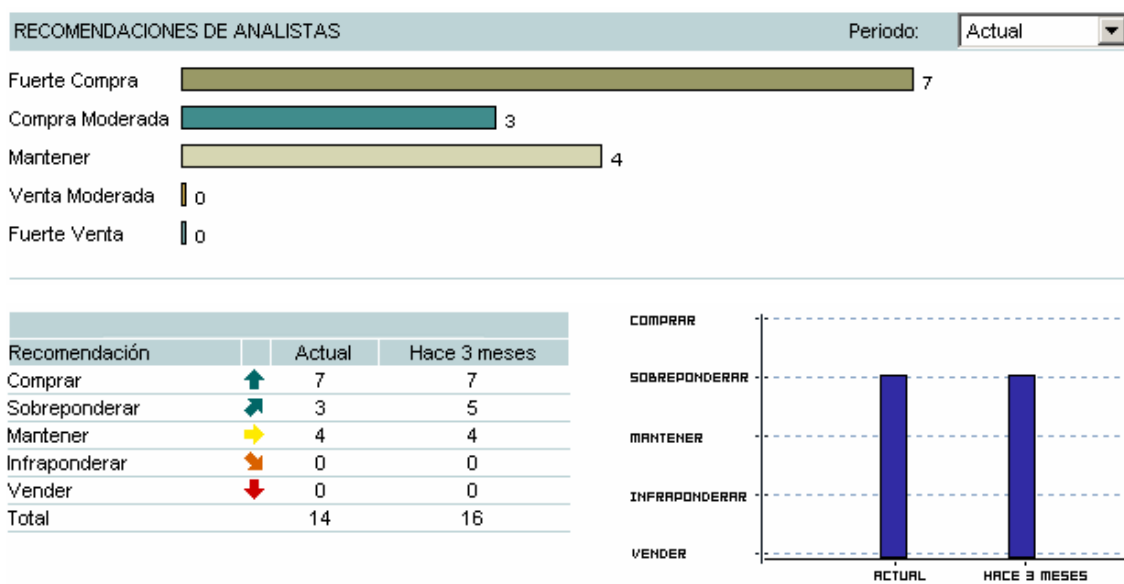


Ilustración 11: Consenso de recomendaciones – Prisa ²⁷⁵

El chart de Prisa que vemos a continuación, muestra que en los seis meses siguientes a nuestra recomendación de inversión, el precio de la acción en los primeros tres meses asciende hacia la zona de los 15 EUR desde un precio de inicio del año de 13,21 EUR, lo que supone una revalorización de un 14% aproximadamente, mientras que en los siguientes tres meses, la tendencia alcista continua hasta situarse en unos 16 EUR, lo que supone una apreciación de un 21% desde el inicio del ejercicio. La recomendación de mantener no es desacertada, si bien ante la evolución del título, lo correcto hubiera sido recomendar una fuerte compra, tal y como hacen 7 de los 14 analistas que cubren la acción. Parece por tanto que, en este caso, existe alguna información que estos analistas incorporan a su análisis que no está reflejada en el modelo.

Una explicación posible sería la infrautilización en el modelo de los factores intangibles, tanto los aspectos psicológicos de los inversores, como otras

variables intangibles y estratégicas, como hemos visto anteriormente, y que sin duda consideramos que contribuyen a mejorar la calidad de las predicciones. Otra posible causa sería el conocimiento por parte de algunos analistas de informaciones no públicas a la fecha de la publicación de la recomendación, ya que en Febrero de 2007, Prisa adquiere el grupo de comunicación portugués Media Capital.



Ilustración 12: Price Chart – Prisa²⁷⁶

²⁷⁵ Fuente: JCF Group / Bolsamania Tech Solutions

²⁷⁶ Fuente: Invertia.com

URL:

<http://www.invertia.com/empresas/empresa.asp?idtel=RV011PRISA>

Los precios de cotización del gráfico están expresados en Euros.

4.2.5 Sector Energía y Química. Repsol.

El sector energético va a frenar su ritmo de crecimiento previsiblemente en 2007, en el que crecerá un punto menos que en 2006 (2% frente al 3%) y notablemente por debajo del conjunto de la economía, que como hemos comentado en el inicio del apartado, al analizar el entorno macroeconómico, se prevé que se sitúe en torno al 3,8%. Las nuevas contracciones de su actividad previstas en el año 2007 y en 2008, tiene relación con los continuos avances que en materia de eficiencia y ahorro energético se están consiguiendo a escala global²⁷⁷. El mercado del gas, hacia el que están enfocándose los grandes grupos energéticos, está muy concentrado y sigue dominado por los incumbentes nacionales, lo que hace muy difícil una competencia real en la Unión Europea, si bien tiene un mayor potencial de crecimiento a nivel global. Para Repsol, el entorno sectorial no es por tanto muy favorable, y debe buscar ventajas en mercados concretos. Según la compañía, prevén un crecimiento potencial en Upstream²⁷⁸, enfocando esfuerzos en el Norte de África y el Caribe. En concreto, en Libia se incrementará la producción y se desarrollarán nuevos campos de extracción. En el Golfo de México, la compañía ha adquirido un nuevo campo base cuya explotación a ritmo fuerte se prevé para 2008-2009. Por último, la introducción de los Biocombustibles en nuestro país es un tema que sigue rodeado de especulaciones e incógnitas, por lo que tampoco puede hacerse una previsión concreta de cómo afectará esta nueva línea de actuación al sector.

²⁷⁷ Ver Cámaras de Comercio (2006).

²⁷⁸ Upstream se entiende como el negocio de la prospección y extracción de combustibles.

Los principales competidores de Repsol en el mercado doméstico son Iberdrola, Endesa y Cepsa, mientras que a nivel internacional son los grandes grupos como Total Fina, British Petroleum o Petrobras. Las barreras de entrada son muy elevadas, ya que las necesidades de capital y el tamaño de los actores, hace muy complicado que surjan nuevas empresas de gran tamaño. No obstante, el sector es tremendamente complejo y competido, aunque las empresas con escala global son pocas, por lo que las cuotas de mercado se reparten entre los grandes actores y entre las grandes áreas geográficas. Repsol tiene un fuerte foco en el mercado Latinoamericano y en España, donde su cuota de mercado no deja mucho margen a la competencia. Este alcance lo diferencia de los grandes grupos petroleros internacionales, por lo que la competencia directa consideramos que no es un factor relevante. No hay que olvidar por otra parte, que el sector energético está fuertemente regulado, con precios muy ligados a la evolución del barril de petróleo y a las tasas impositivas sobre hidrocarburos existentes en cada mercado. El precio medio del barril en 2006, tanto del crudo WTI como del Brent, se situó en los 66 USD, lo que representa un aumento de cerca de 11 USD respecto a la media registrada en 2005. El negocio del gas es también un mercado regulado, con múltiples efectos en los precios de la distribución y comercialización. Esta fuerte regulación deja escaso margen a las compañías para jugar con los precios de forma estratégica. Por otra parte, la tipología de clientes es muy variada, ya que va desde consumidores finales en el negocio de venta y distribución de hidrocarburos, hasta grandes empresas o instituciones en el negocio de refino, transporte y distribución.

Con todo ello, la cuota de mercado en los diferentes mercados en los que opera la compañía es muy diversa. En el mercado de los combustibles, ostenta la posición dominante en España y Argentina (con cuotas superiores al 50%). En Portugal tiene una cuota en torno al 20%. En el mercado del gas, Repsol es líder en España (80%), Argentina, Bolivia, Perú, Ecuador y Chile, con cuotas en torno al 35-40%.

Repsol posee una cartera de productos muy completa, que abarca Hidrocarburos, Productos Petrolíferos, Gas Licuado, Productos Petroquímicos y Gas Natural. Estamos, por tanto, ante una fuerte diversificación de productos, que si bien únicamente un 14% del beneficio proviene de las actividades petroquímica y gas, éstas han registrado fuertes crecimientos en 2006. La diversificación geográfica de la actividad es también muy fuerte, ya que España apenas pesa en el total de ingresos, mientras que de Latinoamérica proviene el 40% de los ingresos (Argentina, Brasil y Bolivia principalmente), y la practica totalidad del restante 60% proviene de otras partes del mundo (Trinidad y Tobago, Golfo de México, Norte de África y Oriente Medio). Las reservas de la compañía también se encuentran repartidas entre EEUU, Latinoamérica y Oriente.

Fruto de todo ello, la compañía ha alcanzado una cifra de negocio de 55.080 millones de EUR, que incrementa en un 8% la de 2005, y que es cinco veces superior a la de Iberdrola, grupo energético multinacional español, presente en 38 países, que consideramos que es una referencia adecuada a nivel sectorial para comparar los datos que obtendremos del análisis de Repsol.

En el plano estratégico, Repsol tiene una clara visión estratégica, enfocada a *“ser una empresa internacional petrolera y gasista integrada, admirada, orientada al cliente y a la creación de valor.”* Por tanto, la visión da un fuerte peso a la actividad del gas, actualmente en expansión, pero aún con poco peso en la cuenta de resultados de la compañía. En nuestra opinión, la visión es clara y acertada, si bien consideramos que no es excesivamente ambiciosa.

En lo relativo a la regulación del sector, no existen cambios reseñables.

Por tanto, desde una óptica sectorial y estratégica, Repsol se enfrenta a un escenario de desaceleración sectorial, en un entorno de fuerte competencia y regulación estricta. Sin embargo, la escala y diversificación de la compañía, junto con su clara orientación estratégica deberían permitir aprovechar el crecimiento del mercado gasístico, sin perder posición en el resto de actividades, por lo que consideramos que la conclusión es moderadamente favorable.

La situación financiera de Repsol es sin embargo mucho menos positiva. Las cifras de beneficio son sólidas, sobre todo en comparación con Iberdrola, si bien ésta presenta crecimientos de doble dígito, superiores al 15% en todos los rubros, mientras que Repsol presenta un claro estancamiento o incluso un retroceso en el resultado neto, resultado operativo y EBITDA. Este dato, en un entorno favorable como el de 2006, consideramos que es un factor negativo para la compañía. A esto se suma una rentabilidad baja, con un margen operativo de apenas un 11%, frente a un 24% de Iberdrola, y cifras de ROI y ROE igualmente bajas y en retroceso frente a las presentadas en 2005. A esto se une una generación negativa de caja, que llama la atención a pesar del bajo nivel de endeudamiento. Este dato es el único positivo que encuentro en los estados financieros, junto con las fuertes inversiones realizadas en 2006, un 55% superiores a las de 2005, destinadas fundamentalmente, a la compra del campo de extracción de Shenzi en el Golfo de México por 1.727 millones de Euros, a la actividad de exploración y desarrollo, así como a proyectos de mejoras operativas, de conversión, de calidad de carburantes y de seguridad y medio ambiente en las refinerías.

La acción de Repsol presenta a pesar de todo mejores datos. El beneficio por acción se mantiene en 2,56 EUR, y el ratio Precio/Beneficios se sitúa en 10,24 veces, muy por debajo del de Iberdrola (18 veces). El bajo riesgo de

la acción²⁷⁹, con una volatilidad de un 18,7%, en línea con el IBEX (15%), un valor en riesgo de 1,89% (IBEX 1,53%), y Beta de 0,66, hacen que la previsión de dividendos descontados²⁸⁰ marque un precio objetivo de 44 EUR²⁸¹ frente a los 26,2 EUR a los que cotizaba al cierre del ejercicio 2006. El ratio EV/EBITDA es también muy bajo, con un valor de 4,13, muy inferior al de Iberdrola, y a la media sectorial²⁸².

En resumen, la situación de Repsol en términos financieros muestra un momento de estancamiento del beneficio y caída de los márgenes, además de un problema de generación de efectivo. La acción sin embargo parece encontrarse infravalorada, si bien no consideramos esto un factor determinante si las cifras anteriormente comentadas no dan síntomas de recuperación.

Por último, los aspectos no financieros e intangibles sí muestran un mucho mejor aspecto. Repsol YPF ha sido considerada por el prestigioso Índice Dow Jones de Sostenibilidad como la petrolera más transparente del mundo. Destaca además la favorable valoración del Comité Independiente de Expertos, formado por Transparency International, WWF Adena, World Bank Institute y las fundaciones Economistas sin Fronteras, por lo que su reputación es muy positiva, tanto a nivel nacional como internacional, lo que hace que Repsol sea la novena marca española, con un valor de 721 millones de EUR.²⁸³

²⁷⁹ Ver anexos de Riesgo y análisis de ACS.

²⁸⁰ Para el cálculo de la Previsión de Dividendos Descontados, ver análisis de ACS.

²⁸¹ Repsol: Volatilidad baja (18,7%) vs 15% del IBEX, VaR 1,89% vs 1,53% del IBEX, Beta 0,66. El Riesgo es bajo por lo que consideramos exigible un 15% adicional a la tasa del mercado, es decir, un 11,7875 % anual.

Iberdrola: Volatilidad muy superior, prácticamente el doble, que la del selectivo, VaR igualmente muy por encima del índice de referencia, y la Beta vale 1,47. El riesgo de esta acción es muy elevado, por lo que exijo un 50% más de rentabilidad a Iberdrola que al mercado, es decir, un 15,375% anual.

²⁸² Ver Tabla de múltiplos EV/EBITDA por sector en anexo IX.

²⁸³ Ver Interbrand (2007) y análisis de ACS.

Adicionalmente, la compañía cuenta con un equipo directivo estable, concentrado, con sólida experiencia y competencias claras, lo que consideramos que es muy positivo, ante la imagen integrada y eficiente que muestra su visión estratégica.

Finalmente, la estructura accionarial, con títulos cotizando libremente, y fuerte participación de grupos financieros e industriales, tanto nacionales como internacionales, consideramos que es una clara señal de la confianza de estas empresas en la evolución de Repsol.

El balance de este apartado, con un peso de un 13% en el modelo, es claramente positivo en todos los aspectos, destacando la fuerte imagen y reputación de la compañía.

PONDERACIÓN	VARIABLE	Valoración
B. Análisis Sectorial y Variables Estratégicas		
30%	Expectativas de la Industria/Sector	-
	Fuerza de los Competidores	=
	Política de Precios	-
	Perfil de los Clientes	=
	Portfolio de Productos	+
	Barreras de Entrada	+
	Volumen de Ventas	+
	Cuota de Mercado	++
	Diversificación (producto, geográfica)	++
	Visión Estratégica / Metas Fijadas por Alta Dirección	+
	Regulación Actual / Nueva	=
C. Análisis de Estados Financieros (Fundamental)		
40%	Beneficio Neto Reportado	=
	Crecimiento del Beneficio	-
	EBIT	-
	EBITDA	-
	Margen Operativo	-
	ROI	-
	ROE	-
	EPS/BPA	+
	Generación de Cash Flow	--
	Previsión de Dividendos Descontados	++
	Múltiplos de Valoración	+
	PER	+

	Nivel de Endeudamiento	+
	Gasto en CAPEX	++
	Prima de Riesgo s/ Acciones (Equity Risk Premium)	+
D. Otras Variables No Financieras y Factores Intangibles		
13%	Reputación Corporativa	++
	Valor de la Marca	++
	Habilidades de los Directivos	+
	Cambios en las Habilidades de los Directivos	+
	Estructura accionarial	++

Tabla 22: Análisis de Repsol²⁸⁴

Una vez analizadas todas las variables que componen el modelo²⁸⁵, la situación de Repsol se enmarca en un entorno macroeconómico favorable en cuanto a crecimiento de la economía, pero incierto en cuanto a una posible ralentización, y negativo en lo relativo a los precios de las materias primas, especialmente relevantes en este sector, tal y como arroja el análisis estadístico del capítulo 3. Adicionalmente el sector, que de por sí presenta fuerte competencia y regulación estricta, se encuentra en una clara desaceleración. Repsol debe hacer valer su escala y diversificación, para aprovechar el crecimiento del mercado del gas, sin perder posición en otros mercados. Sin embargo, la situación financiera de la compañía en cuanto a beneficios, rentabilidad y generación de caja es muy negativa, y la aparente infravaloración de la acción no es suficiente para equilibrar este mal balance en el apartado financiero. La sólida imagen y reputación de la compañía y del equipo gestor cierran el análisis.

El fuerte peso del comentado apartado financiero en el modelo, junto con la desfavorable situación macroeconómica, arrojan un balance negativo sobre Repsol. Sin embargo, las oportunidades que se vislumbran en el plano

²⁸⁴ Elaboración propia a partir de la información analizada de la compañía. Ver Anexos V y VIII.

²⁸⁵ Con un saldo de 8 factores muy positivos, 11 factores positivos, 4 neutros, 9 negativos, y 3 muy negativos.

sectorial y estratégico, apalancadas en una fuerte posición competitiva, unidas a la calidad de la gestión y la reputación de la compañía, pueden ser factores que reconduzcan la situación financiera, lo que sin duda impulsaría la acción al alza, al encontrarse sensiblemente infravalorada. Por todo ello, nuestra recomendación sería mantener, a la espera de ver cómo evolucionan las cifras de ingresos y márgenes al final del primer trimestre, que de no mejorar, conllevarían una recomendación de fuerte venta²⁸⁶.

Esta recomendación coincide con las recomendaciones del consenso de analistas, que en media recomiendan mantener el valor. Son 33 los analistas que cubren la acción, de los que 4 recomiendan fuerte compra, 8 recomiendan compra moderada, 15 recomiendan mantener, 4 vender y 2 fuerte venta²⁸⁷. Este factor hace por tanto prever una mejora notable de las cifras financieras de la compañía, impulsando el precio de la acción.

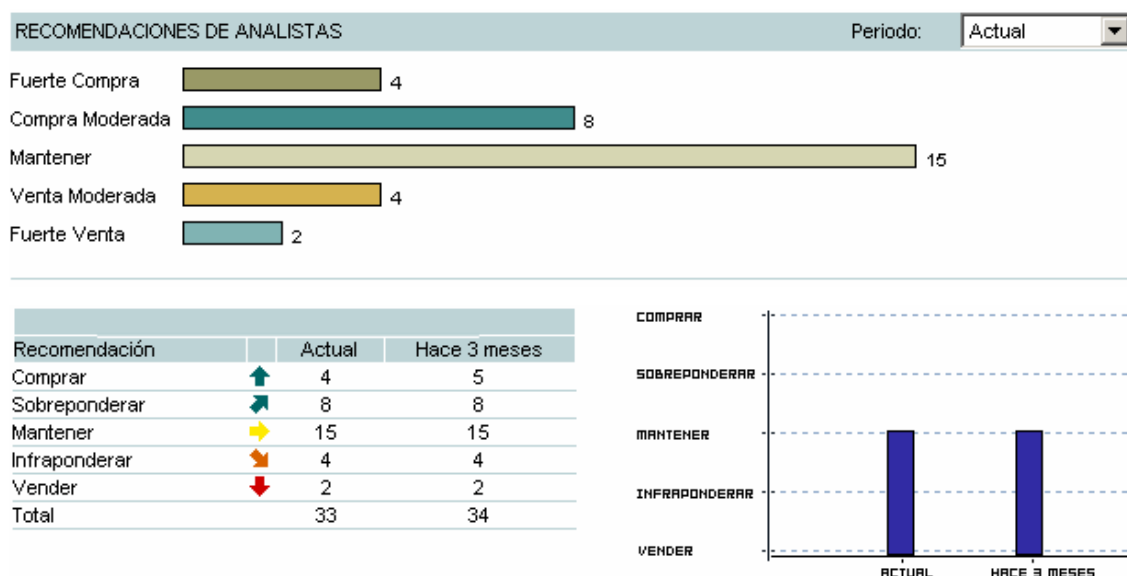


Ilustración 13: Consenso de recomendaciones – Repsol ²⁸⁸

²⁸⁶ ver Park, C. W. y Pincus, M. (2000). Todas las empresas, y especialmente las cotizadas, publican cifras trimestralmente. Los analistas suelen revisar las recomendaciones por tanto al menos una vez por semestre.

²⁸⁷ Ver análisis de ACS para más detalles.

El chart de Repsol de la ilustración 14, muestra que durante el primer semestre posterior a nuestra recomendación de inversión, el precio de la acción en los primeros tres-cuatro meses oscila en torno a los 25,50 EUR, que partiendo de la cotización de 26,2 EUR del comienzo del año, supone una pérdida de un 3% aproximadamente, mientras que en los siguientes meses, la acción inicia una fuerte escalada hasta los 30 EUR, apreciándose un 14,5% desde el inicio del ejercicio. La recomendación de mantener parece por tanto acertada, ya que hasta la publicación de los resultados trimestrales del primer cuarto de 2007, la acción sigue una evolución horizontal. Sin embargo, entra en juego un factor importante, que hace que la cotización experimente un alza considerable posteriormente. Este factor es la firma de un acuerdo con Libia en el mes de abril de 2007 para la explotación de un megacampo de petróleo que permitirá a Repsol duplicar su producción de forma estable durante los próximos 15 años²⁸⁹.



Ilustración 14: Price Chart – Repsol²⁹⁰

²⁸⁸ Fuente: JCF Group / Bolsamania Tech Solutions

²⁸⁹ ver Repsol YPF S.A. (2008), p. 9-10

²⁹⁰ Fuente: Invertia.com
<http://www.invertia.com/empresas/empresa.asp?idtel=RV011REPSOL>

URL:

4.2.6 Sector Servicios Financieros y Seguros. Santander.

El sector financiero seguirá diferentes patrones a nivel mundial. En Europa se prevé un aumento de la actividad, principalmente por el buen crecimiento de volúmenes en España, aunque con un aumento de los créditos más moderado, especialmente en el mercado hipotecario, y a la buena evolución de las hipotecas en Reino Unido.

En Iberoamérica, ya hemos comentado en el apartado macroeconómico que la región mantendrá un crecimiento fuerte (en torno al 4%), con fundamentales sólidos en un marco de convergencia y entorno institucional consolidado. Esto propicia un aumento de la bancarización y un crecimiento de todos los servicios bancarios en los próximos años.

En este entorno, los principales competidores del Santander son BBVA, La Caixa y Banco Popular en España, y a nivel internacional, los principales bancos como Citigroup o Deutsche Bank. La competencia en el sector bancario es muy elevada, ya que los productos son sustitutivos perfectos, y el número de actores es muy elevado, a pesar de las barreras de entrada en términos regulatorios y de capital que existen.

El Grupo Santander ofrece un amplio portfolio de productos a sus clientes, agrupados en tres líneas de actividad principales: Banca Comercial (79% del EBITDA), Banca Mayorista (14%) y Gestión de Activos y Seguros (7%). Estos productos abarcan desde productos bancarios tradicionales, hasta productos a medida de clientes corporativos, banca privada, seguros, etc. En este marco de actuación, todas las líneas de negocio presentan crecimientos de la cifra de negocio en torno al 20%. Geográficamente, el

Los precios de cotización del gráfico están expresados en Euros.

banco centra su actividad en Europa Continental (37% de la cifra de negocio), Reino Unido (15%) y Latinoamérica (48%), con fuertes crecimientos en todas las áreas.

La banca minorista, principal actividad del banco, se compone de clientes finales o individuales. Las cifras del banco demuestran buen desempeño (+50% captación, -50% abandono, mayor vinculación), porque la fidelidad del cliente es un valor fundamental en la banca minorista, ya que es la clave de las ventas cruzadas. La política de precios no es relevante en este sector, ya que el éxito se basa en un equilibrio entre los precios, y la capacidad de controlar los costes (distribución, ejecución, asignación de capital).

Con todo ello, Santander es el primer banco de la Zona Euro, con un volumen de ventas de 20.436 millones de EUR (un 15% superior al de 2005), y que supera ampliamente los 13.667 millones de EUR de BBVA, principal competidor por tamaño y posicionamiento. Las cuotas de mercado que ostenta Santander son diversas en los mercados en los que opera. En España es de un 18%, mientras que en Chile es igualmente un 18%, en México un 14%, en Alemania un 16%, en Inglaterra y Portugal un 11% y en Brasil un 4%. Salvo en Brasil por tanto, la posición es muy fuerte en todos los mercados. La cuota en el sector seguros es también fuerte.

Por último, dentro de los aspectos estratégicos y del sector, la visión estratégica que transmite la empresa como línea de actuación para el futuro, es muy sólida y ambiciosa, con objetivos concretos para alcanzar esa visión, que tocan los principales factores diferenciadores del banco. Así, Santander expresa tener *“gran confianza en nuestro modelo de banca y en nuestras capacidades. Nuestra ambición es que el Santander se sitúe, dentro de la gran banca mundial, entre los cinco mejores bancos en rentabilidad y en eficiencia. Uno de los mejores bancos del mundo debe asimismo seguir ampliando su compromiso con la sociedad demostrándolo con hechos en*

las comunidades con las que trabaja. Alcanzar retornos de elevada calidad y recurrencia superiores a los de nuestros competidores gracias a nuestra mejor ejecución y al excelente posicionamiento de nuestra cartera de negocios". Adicionalmente, se marcan objetivos todavía más concretos por línea de negocio, tales como que para la banca minorista en mercados desarrollados, se apunta a eficiencia y productividad como palancas principales; para Abbey, a oportunidades de crecimiento; se apunta además a una fuerte presencia en mercados emergentes como Iberoamérica; para el Negocio de Consumo: elevado crecimiento con altos márgenes; y para la Banca Mayorista: integración a partir de los bancos locales y desarrollo de sinergias globales, mejorando la asignación de capital.

En términos regulatorios, no hay aspectos destacables a mencionar.

Por tanto, el balance sectorial y estratégico para Santander es muy positivo, con una fuerte posición competitiva en un sector con perspectivas favorables para conseguir unos objetivos y metas claros.

La situación financiera del Santander ofrece del mismo modo una visión en conjunto positiva. En concreto, el beneficio neto de 7.596 millones de Euros, muy superior al de BBVA (4.580 millones de Euros), con un crecimiento interanual del 22%, es un resultado espectacular. El beneficio neto y el EBITDA alcanzados (8.776 y 12.963 millones de Euros) y sus respectivos crecimientos interanuales del 28% y el 17% son igualmente brillantes, y holgadamente superiores a los de la competencia. El margen operativo es elevado, situándose en un 43%, que sin embargo es inferior al de BBVA, que llega al 48%. Los ratios ROI y ROE tampoco muestran la mejor cara del banco, ya que se sitúan por debajo de los de BBVA. Esto choca con la meta estratégica de ser el banco más eficiente y rentable. Adicionalmente, la generación negativa de caja es otro importante punto débil, sobre todo teniendo en cuenta el fuerte ritmo inversor (7.551 millones de EUR en 2006) y la elevada deuda que tiene registrada el banco en su balance.

Desde el punto de vista de la acción, la cifra de Beneficio por Acción se sitúa en 1,22 Euros, algo inferior a la de BBVA (1,35 Euros), aunque presenta una evolución favorable respecto a 2005, con un aumento de un 26%. Adicionalmente, la acción presenta un nivel de riesgo moderado²⁹¹, que junto con su rentabilidad por dividendo de un 4%, hacen que la previsión de dividendos descontados²⁹² resulte en un precio objetivo de 32 Euros²⁹³, frente a los 14,14 Euros de cotización al cierre de 2006, lo que le otorga un enorme potencial de revalorización. A ello se une un ratio EV/EBITDA netamente inferior al de BBVA²⁹⁴, y un PER igualmente algo inferior. Por todo ello, pareciera que la acción se encuentra infravalorada y tuviera un importante recorrido alcista por delante.

Recapitulando, la situación de Santander en términos financieros muestra una gran fortaleza en términos de beneficio y margen operativo. La rentabilidad no es mala, aunque es inferior a la de BBVA. Existe un serio problema en la generación de caja, sobre todo ante la fuerte inversión y el elevado endeudamiento. La acción se encuentra infravalorada según los indicadores analizados.

Por último, en el apartado no financiero e intangible, el balance es muy positivo. La reputación del Santander, tanto a nivel nacional como internacional (con fuerte presencia en Latinoamérica, tras la compra de Abbey en Reino Unido, etc.) es muy sólida y extendida. Está presente en numerosos foros y la marca Santander es la segunda marca española por valor, que se calcula en 9.362 millones de Euros.²⁹⁵ A esto se une un

²⁹¹ Ver anexos de Riesgo y análisis de ACS.

²⁹² Para el cálculo de la Previsión de Dividendos Descontados, ver análisis de ACS.

²⁹³ Santander: Volatilidad 16,95%, VaR 1,72%, Beta 1. El riesgo es moderado, por lo que la rentabilidad exigida es de un 15% adicional al mercado, es decir, un 11,7875% anual.

BBVA: Volatilidad y VaR en línea con el IBEX, ligeramente superiores. La Beta vale 1,05. El Riesgo es moderado, por lo que exigimos al título un 20% más de rentabilidad en relación a la tasa de mercado, por tanto, un 12,3% anual.

²⁹⁴ Ver Tabla de múltiplos EV/EBITDA por sector en anexo IX.

²⁹⁵ Ver Interbrand (2007) y análisis de ACS.

equipo directivo estable, concentrado, son sólida trayectoria profesional y fuerte experiencia en la casa y en el sector bancario, proveniente principalmente de una larga tradición familiar de banqueros que ha sabido hacer crecer el banco de forma admirable, ganándose el respeto de la comunidad financiera. La estructura accionarial es simple, con la práctica totalidad de las acciones cotizando libremente en el mercado, sin que existan participaciones individuales mayores al 5% del capital.

El balance de este apartado, con un peso de un 13% en el modelo, es claramente positivo en todos los aspectos, destacando la fuerte imagen y reputación de la compañía, así como su equipo gestor.

PONDERACIÓN	VARIABLE	Valoración
B. Análisis Sectorial y Variables Estratégicas		
30%	Expectativas de la Industria/Sector	+
	Fuerza de los Competidores	+
	Política de Precios	=
	Perfil de los Clientes	+
	Portfolio de Productos	+
	Barreras de Entrada	+
	Volumen de Ventas	++
	Cuota de Mercado	+
	Diversificación (producto, geográfica)	+
	Visión Estratégica / Metas Fijadas por Alta Dirección	++
	Regulación Actual / Nueva	=
C. Análisis de Estados Financieros (Fundamental)		
40%	Beneficio Neto Reportado	++
	Crecimiento del Beneficio	++
	EBIT	++
	EBITDA	++
	Margen Operativo	+
	ROI	-
	ROE	=
	EPS/BPA	+
	Generación de Cash Flow	--
	Previsión de Dividendos Descontados	+
	Múltiplos de Valoración	+
	PER	=
	Nivel de Endeudamiento	=
	Gasto en CAPEX	+
	Prima de Riesgo s/ Acciones (Equity Risk Premium)	+

D. Otras Variables No Financieras y Factores Intangibles		
13%	Reputación Corporativa	++
	Valor de la Marca	++
	Habilidades de los Directivos	+
	Cambios en las Habilidades de los Directivos	+
	Estructura accionarial	+

Tabla 23: Análisis de Santander²⁹⁶

Por tanto, habiendo comentado todos los factores que componen el modelo de análisis de la compañía²⁹⁷, podemos concluir que Santander, dentro de un entorno macroeconómico favorable en cuanto a crecimiento de la economía, pero incierto en cuanto a una posible desaceleración, y en un sector en el que las posibles tensiones inflacionistas de las materias primas no tienen relevancia, y que para Santander se presenta muy positivo, derivado de la fuerte posición competitiva que acompaña las perspectivas favorables de evolución para 2007, tiene grandes oportunidades de crecimiento. La situación financiera de la compañía es excelente en términos de beneficio y margen operativo, si bien no es todo lo positiva que debería en la generación de caja, sobre todo ante la fuerte inversión y el elevado endeudamiento. La acción se encuentra infravalorada según los indicadores analizados, por lo que el apartado fundamental arroja en global un balance positivo. Y finalmente, la sólida imagen y reputación de la compañía y del equipo gestor arrojan nuevos factores positivos, que hacen que en conjunto, las perspectivas de Santander sean buenas.

²⁹⁶ Elaboración propia a partir de la información analizada de la compañía. Ver Anexos V y VIII.

²⁹⁷ Con un saldo de 9 factores muy positivos, 16 factores positivos, 5 neutros, 2 negativos, y 3 muy negativos.

Ante esta situación, nuestra recomendación de cara al primer semestre de 2007²⁹⁸ sería fuerte compra de Santander, ya que los únicos puntos negativos del análisis (rentabilidad y cash-flow) deberían mejorar con las favorables perspectivas macroeconómicas y sectoriales, y dada la capacidad del equipo gestor.

Esta recomendación coincide con la lectura del consenso de analistas, como se puede ver en la ilustración que se muestra a continuación. De los 24 analistas que cubren la acción, 11 recomiendan fuerte compra, 6 recomiendan compra moderada, 6 recomiendan mantener, 1 vender y ninguno fuerte venta²⁹⁹. Por tanto, la recomendación de consenso es comprar moderadamente, con una amplia mayoría de analistas (46%) inclinados por la fuerte compra.

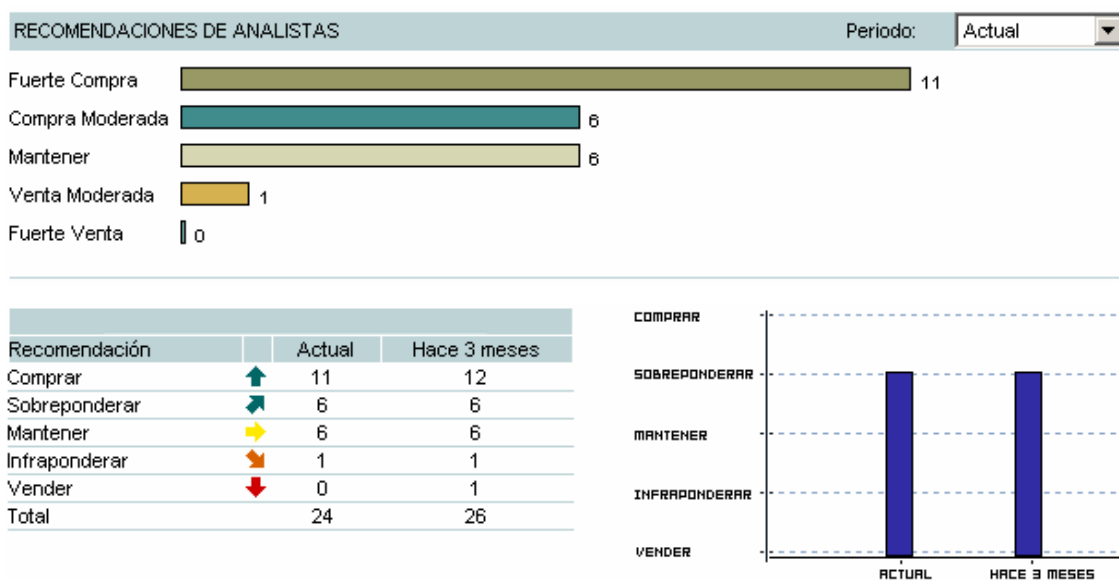


Ilustración 15: Consenso de recomendaciones – Santander ³⁰⁰

²⁹⁸ ver Park, C. W. y Pincus, M. (2000). Todas las empresas, y especialmente las cotizadas, publican cifras trimestralmente. Los analistas suelen revisar las recomendaciones por tanto al menos una vez por semestre.

²⁹⁹ Ver análisis de ACS para más detalles.

Sin embargo, aunque la recomendación en base al análisis efectuado es de fuerte compra, que además coincide con la del consenso de analistas, en la cotización de Santander que se muestra a continuación en la ilustración 16, se observa como durante el primer semestre de 2007 y posterior a nuestra recomendación de inversión, el precio de la acción en el período enero-marzo cae hasta los 13,50 EUR desde una cotización al inicio del año de 14,14 EUR, lo que se traduce en una devaluación de un 4,5% aproximadamente, mientras que en los siguientes tres meses, la acción recupera esta caída, regresando a los niveles del inicio del año, pero sin conseguir superarlos.

La recomendación de fuerte compra no es por tanto acertada, ya que la acción no sólo no se aprecia, sino que pierde valor en el primer trimestre del año. Por tanto, este comportamiento no puede explicarse con la información contenida en el modelo. Esta caída en la cotización pudiera estar influenciada por la incertidumbre que genera el posible aumento de la participación en el banco estadounidense Sovereign anunciada en Febrero de 2007 por el grupo Santander, si bien la cotización tampoco remonta posteriormente, por lo que parece que hay algún factor que no está siendo considerado en el modelo.

³⁰⁰ Fuente: JCF Group / Bolsamania Tech Solutions

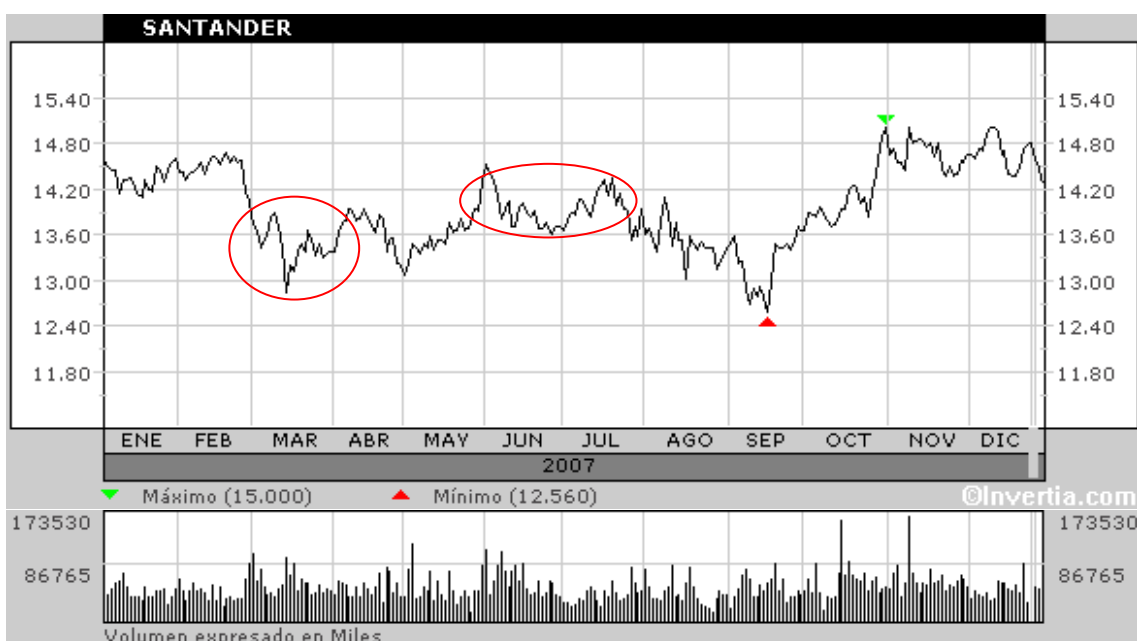


Ilustración 16: Price Chart – Santander³⁰¹

4.2.7 Sector IT y Telecomunicaciones. Telefónica.

Las perspectivas de la industria de las Telecomunicaciones a nivel mundial se basan en el proceso de globalización (marcas globales, clientes globales), alta competitividad (presión en márgenes, fidelización), y convergencia (servicios integrados, redes comunes de nueva generación, paquetización de servicios). Las compañías que puedan hacer frente con éxito a estas tendencias tendrán acceso a un crecimiento del negocio que, cada vez más, estará unido a ellas. Por mercados, en Latinoamérica, las perspectivas son de estabilidad macroeconómica, acompañada de un potencial muy grande de crecimiento de los servicios de

³⁰¹

Fuente: Invertia.com
<http://www.invertia.com/empresas/empresa.asp?idtel=RV011BSCH>
 Los precios de cotización del gráfico están expresados en Euros.

– URL:
 Los precios de

telecomunicaciones, debido a esta estabilidad económica y a las aún bajas penetraciones de los diferentes mercados. En España y Europa, la situación es diferente, ya que son mercados saturados, en los que la competitividad continuará siendo fuerte, y la entrada de los Operadores Móviles Virtuales (OMVs)³⁰² será un factor a tener en cuenta y que genera cierta incertidumbre sobre cómo puede afectar a los operadores actuales.

Los competidores de Telefónica a nivel nacional son Vodafone, Orange y Yoigo. Vodafone es a su vez un competidor a nivel internacional, principalmente en Europa, mientras que en Latinoamérica, el mayor competidor es Telmex. Vodafone y Telmex son competidores sin duda muy fuertes.

Los clientes de Telefónica son tanto consumidores finales, como clientes globales, pasando por pequeñas empresas, instituciones públicas, y un largo etcétera. Los primeros tienen escaso poder negociador, si bien en un mercado tan competido, la fidelización es clave, mientras que los segundos exigen un servicio de muy alta calidad y muy adaptado a sus necesidades, con las consecuentes dificultades que ello implica. En ambos ámbitos, las cuotas de mercado de TEF son elevadas, por lo que aunque la fuerza de los clientes es elevada, la dependencia es algo menor.

Para hacer frente a este entorno tan competitivo, en el que además los precios son cada vez menos relevantes en beneficio de propuestas de valor añadido y paquetización de servicios para aumentar la fidelización³⁰³, Telefónica ofrece un amplio portfolio de productos, que incluye telefonía fija

³⁰² Un operador móvil virtual u OMV es una compañía de telefonía móvil que no posee una concesión de espectro de frecuencia, y por tanto carece de una red propia de radio. Para dar servicio, debe recurrir a la cobertura de red de otra empresa con red propia (un Operador Móvil con Red) con el que debe suscribir un acuerdo. Los OMVs existen como figura comercial en un gran número de países de Europa, destacando el Reino Unido y los países escandinavos en cuanto a cantidad y antigüedad, Canadá, Estados Unidos de América y Australia. En España, su entrada se facilita a finales de 2006.

y móvil, banda ancha y televisión de pago por Internet, además de otros servicios más especializados para grandes empresas. La diversificación geográfica es también un factor clave, con presencia en 23 países de Europa y Latam principalmente, lo que le otorga un perfil equilibrado: el 37% de los ingresos proviene de España, el 35% de Latam, el 27% de Europa, y un 1% de otros países. La cifra de negocio en 2006 fue de 52.901 millones de EUR, con un crecimiento espectacular del 42%, y prácticamente quintuplicando el dato de su principal competidor Telmex. La cuota de mercado en los diferentes mercados en los que opera la compañía es muy diversa. En todos ellos es número 1 o número 2, destacando España como principal fuente de ingresos, donde la cuota de mercado se sitúa en un 82,5% para telefonía fija, 56% en Banda Ancha, 10% en TV de pago y 45% en Telefonía Móvil. Ésta es la principal baza de Telefónica para aprovechar el momento macroeconómico y sectorial. Su escala y diversificación le permiten aprovechar la globalización para incrementar economías de escala, ofrecer soluciones globales con servicios integrados de sus diferentes líneas de actividad, y para buscar fidelizar a sus clientes.

Esta afirmación está en línea con la meta de Telefónica, incluida en su visión estratégica: *“Queremos mejorar la vida de las personas, facilitar el desarrollo de los negocios y contribuir al progreso de las comunidades donde operamos, proporcionando servicios innovadores basados en las tecnologías de la información y las comunicaciones. La meta es ser la mejor y mayor compañía integrada de telecomunicaciones del mundo.”* Esta visión incluye un objetivo muy ambicioso, apalancado en los factores clave de su posición competitiva.

El único aspecto que arroja alguna duda sobre el positivo devenir del sector en 2007 es el cambio regulatorio ya comentado, respecto a la entrada de los Operadores Móviles Virtuales en el mercado español. Desde la óptica de la

³⁰³ Esto es además evidente desde el punto de vista de los analistas, que otorgan menor importancia al IPC y al precio de las materias primas en este sector. Ver apartado 3 de

Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, los nuevos entrantes deben aportar mayor competencia en el mercado dominado por las tres grandes operadoras de nuestro país, que deberán alquilar parte de su red a los operadores móviles virtuales a un precio pactado³⁰⁴. De este modo, y en teoría, esto posibilitaría que los operadores virtuales ofrecieran llamadas más baratas porque su estructura de costes no sería la misma que la de los actuales operadores dominantes, lo que podría afectar negativamente al negocio de estos últimos. Si bien se trata de un impacto únicamente a nivel España, no hay que olvidar que el mercado nacional supone el 37% de los ingresos de Telefónica, por lo que es un punto de preocupación que creemos necesario señalar.

No obstante, a pesar de este último punto de atención, consideramos que el balance sectorial y estratégico es muy positivo para la compañía.

Del mismo modo, la situación financiera del Grupo Telefónica es muy sólida. En primer lugar, destaca su cifra de beneficio neto, 6.233 millones de Euros, que triplica a la de Telmex, y que además registra un aumento interanual del 40%. Las cifras de EBITDA y EBIT son igualmente fuertes, con crecimientos de doble dígito, y superando las de su competencia incontestablemente. El margen operativo es de un 36%, que a pesar de descender un 4% por la incorporación de O2³⁰⁵, sigue siendo de los más elevados del sector, y está claramente por encima del de Telmex (28%). Las cifras de ROI y ROE son así mismo positivas (10,34% y 34,5%). El único aspecto negativo que encontramos en las cifras de Telefónica es la elevada deuda, derivada principalmente de la adquisición de O2. El endeudamiento asciende a 56.800 millones de Euros, lo que supone casi 3 veces el EBITDA, muy superior al endeudamiento de Telmex. Esta situación es sin embargo menos preocupante si tenemos en cuenta la capacidad de generación de caja

análisis estadístico.

³⁰⁴ Ver Polo, A. (2006)

³⁰⁵ El Grupo Telefónica adquirió en 2006 la compañía de telefonía móvil O2 en el Reino Unido por 25.000 millones de Euros.

(cash flow operativo), que en 2006 fue de 8.600 millones de EUR. Esta cifra es muy positiva, si tenemos en cuenta además el fuerte nivel de inversión, que en 2006 fue de 8.000 millones de Euros.

En cuanto a la acción, la cifra de Beneficio por Acción se sitúa en 1,3 Euros, muy superior a la de Telmex, y que además aumenta considerablemente, un 43%, con respecto a 2005. La acción presenta valores de riesgo elevados³⁰⁶, ya que la volatilidad de un 22,29% frente al 15,08% del IBEX es elevada, así como el VaR de un 2,26% frente al 1,53% del IBEX. La Beta de 1,13 es relativamente moderada.

Aun así, la previsión de dividendos descontados³⁰⁷ resulta en un precio objetivo de 21,51 Euros³⁰⁸, frente a los 16,12 Euros de cotización al cierre de 2006, lo que le otorga un fuerte potencial de revalorización. El ratio EV/EBITDA es algo superior al de Telmex, aunque está en línea con la media del sector³⁰⁹, y el PER también está en línea con la competencia, algo por encima del de Telmex.

En resumen, la situación de Telefónica en términos financieros es muy positiva en todos los aspectos, y especialmente en cuanto a sus beneficios, margen operativo, rentabilidad y generación de caja. Esta fuerte generación de caja hace menos relevante el único punto negro de las finanzas de la compañía, que no es otro que el elevado endeudamiento. Por otra parte, la acción se encuentra algo infravalorada según los indicadores analizados.

³⁰⁶ Ver anexos de Riesgo y análisis de ACS.

³⁰⁷ Para el cálculo de la Previsión de Dividendos Descontados, ver análisis de ACS.

³⁰⁸ TEF: Volatilidad 22,29% vs. 15% IBEX, VaR 2,26% vs. 1,53% IBEX, Beta 1,13. La acción tiene un Riesgo alto, por lo que es exigible un 25% más de rentabilidad que al mercado, es decir, un 12,8125% anual.

Telmex: Volatilidad 33% vs. 41% FTSE LATIBEX, VaR 3,39% vs. 4,12% FTSE LATIBEX, Beta 0,14. El Riesgo es moderado-alto ya que si bien la Beta es muy baja, y los valores de volatilidad y VaR se encuentran por debajo de los del índice de referencia, son elevados. Es exigible por tanto un 30 % más de rentabilidad que al mercado, por tanto un 13,325 % anual.

Para finalizar el análisis, el último grupo de variables a analizar es el relativo a los factores no financieros e intangibles. Estos arrojan sin duda un balance muy favorable. En primer lugar, la reputación corporativa de Telefónica es intachable, tanto desde el punto de vista empresarial como social, con fuerte implicación con el desarrollo de las economías en las que está presente. Los reconocimientos en este sentido son numerosos y las iniciativas sociales impulsadas por Telefónica le han hecho acreedora de ellos. En cuanto a la marca, Movistar es la más valiosa de España, con un valor de 12.236 millones de Euros, mientras que Telefónica es la cuarta marca por valor (6.185 millones de Euros)³¹⁰. Ambas marcas son a su vez muy fuertes en Latinoamérica, así como la marca O2 en aquellos países en que está presente. El equipo directivo, que no ha sufrido cambios recientes, es un equipo concentrado, con sólida trayectoria profesional y fuerte experiencia en la casa. Los perfiles diversos y complementarios de la cúpula directiva, han demostrado en los últimos años una capacidad extraordinaria para hacer crecer el grupo y situarlo en la posición aventajada que hoy tiene.

Por último, la estructura accionarial del capital de Telefónica se compone de la práctica totalidad de las acciones cotizando libremente en el mercado, con dos fuertes participaciones de grupos financieros como BBVA (6,4%) y La Caixa (5%), que apoyan la gestión de la compañía.

PONDERACIÓN	VARIABLE	Valoración
B. Análisis Sectorial y Variables Estratégicas		
30%	Expectativas de la Industria/Sector	+
	Fuerza de los Competidores	-
	Política de Precios	=
	Perfil de los Clientes	=
	Portfolio de Productos	++
	Barreras de Entrada	+
	Volumen de Ventas	++

³⁰⁹ Ver Tabla de múltiplos EV/EBITDA por sector en anexo IX.

³¹⁰ Ver Interbrand (2007) y análisis de ACS.

	Cuota de Mercado	++
	Diversificación (producto, geográfica)	++
	Visión Estratégica / Metas Fijadas por Alta Dirección	+
	Regulación Actual / Nueva	-
C. Análisis de Estados Financieros (Fundamental)		
40%	Beneficio Neto Reportado	++
	Crecimiento del Beneficio	++
	EBIT	++
	EBITDA	++
	Margen Operativo	+
	ROI	=
	ROE	+
	EPS/BPA	+
	Generación de Cash Flow	+
	Previsión de Dividendos Descontados	+
	Múltiplos de Valoración	=
	PER	=
	Nivel de Endeudamiento	--
	Gasto en CAPEX	+
Prima de Riesgo s/ Acciones (Equity Risk Premium)	-	
D. Otras Variables No Financieras y Factores Intangibles		
13%	Reputación Corporativa	++
	Valor de la Marca	++
	Habilidades de los Directivos	+
	Cambios en las Habilidades de los Directivos	+
	Estructura accionarial	+

Tabla 24: Análisis de Telefónica³¹¹

Como conclusiones al análisis de la compañía³¹², diremos que Telefónica se enfrenta a un entorno macroeconómico favorable en cuanto a crecimiento de la economía, aunque incierto en cuanto a una posible desaceleración, si bien en este sector la inflación y los precios de materias primas tienen una importancia secundaria, un sector que como hemos comentado basará su crecimiento en la globalización, la fuerte competencia a escala global, y la agregación de productos y servicios. Telefónica tiene una escala y

³¹¹ Elaboración propia a partir de la información analizada de la compañía. Ver Anexos V y VIII.

³¹² Con un saldo de 9 factores muy positivos, 16 factores positivos, 5 neutros, 2 negativos, y 3 muy negativos.

diversificación que le permiten aprovechar la globalización para incrementar economías de escala, y ofrecer soluciones globales con servicios integrados de sus diferentes líneas de actividad, para buscar fidelizar a sus clientes. A esto se une la fuerte situación financiera que atraviesa, y la excelente imagen corporativa y de marca que atesora, que en conjunto con el sólido equipo gestor conforman un balance muy positivo para la compañía.

Con esta información, nuestra recomendación de cara al primer semestre de 2007³¹³ sería de fuerte compra, ya que el balance de los cuatro apartados de variables es claramente positivo, por lo que la acción debería mejorar su cotización hacia el precio objetivo de 21,5 Euros que hemos obtenido como fruto de nuestro análisis.

Esta recomendación coincide con la del consenso de analistas, como se puede ver en la ilustración que se muestra a continuación. De los 36 analistas que cubren la acción, 25 recomiendan fuerte compra, 4 recomiendan compra moderada, 5 recomiendan mantener, 1 vender y 1 fuerte venta³¹⁴. Por tanto, la recomendación de consenso es comprar fuertemente Telefónica.

³¹³ ver Park, C. W. y Pincus, M. (2000). Todas las empresas, y especialmente las cotizadas, publican cifras trimestralmente. Los analistas suelen revisar las recomendaciones por tanto al menos una vez por semestre.

³¹⁴ Ver análisis de ACS para más detalles.

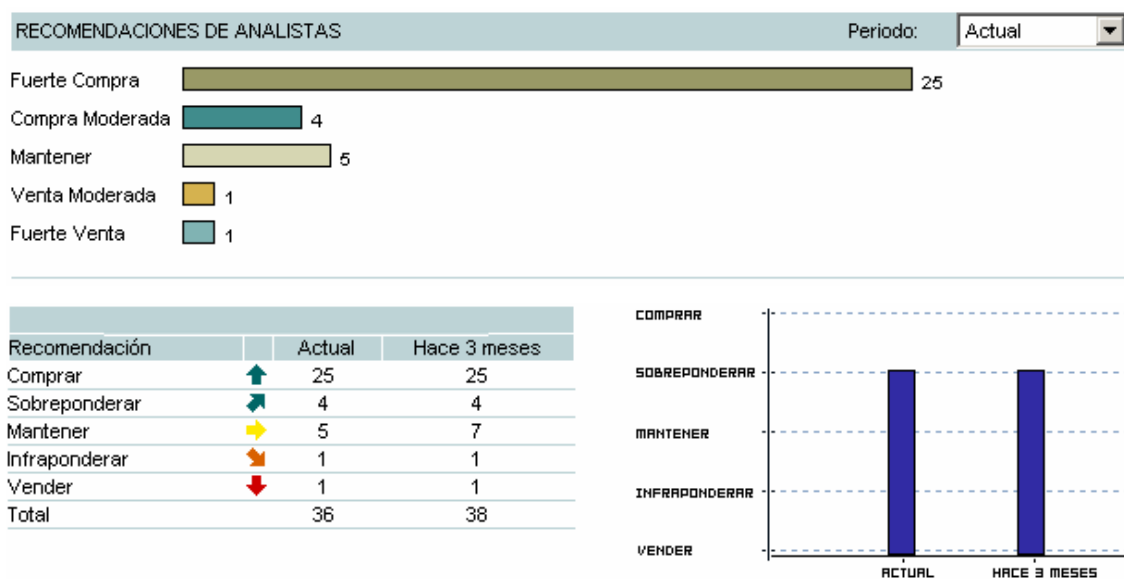


Ilustración 17: Consenso de recomendaciones – Telefónica ³¹⁵

Sin embargo, aunque la recomendación en base al análisis efectuado es de fuerte compra, que además coincide con la del consenso de analistas, en el gráfico de cotización de Telefónica que se muestra a continuación, se observa como durante todo el primer semestre de 2007 posterior a nuestra recomendación de inversión, el precio de la acción se mantiene en torno a los 17 EUR desde una cotización al inicio del año de 16,12 EUR, lo que se traduce en revalorizaciones de aproximadamente un 5%. No es hasta la segunda mitad del año que la acción comienza a subir hacia el entorno del precio objetivo calculado, que sí supone una ganancia de un 33% desde el inicio del año. Por tanto, la recomendación de fuerte compra no es del todo desacertada, ya que la acción sí se aprecia, aunque levemente, en el primer semestre, si bien el comportamiento esperado para este período es el que luego se observa en el segundo semestre. El comportamiento esperado se difiere algo en el tiempo. En nuestra opinión, el mercado está algo receloso en cuanto a los efectos que la adquisición de O2 pueda tener en los resultados de la compañía, y quizás también esté a la expectativa de ver el

efecto de la entrada de los Operadores Móviles Virtuales en el mercado. Con la publicación de los resultados trimestrales y semestrales, consideramos que se pierde este recelo, y la acción comienza a tener el comportamiento esperado.



Ilustración 18: Price Chart – Telefónica³¹⁶

4.2.8 Sector Farmacéutico y Salud. Zeltia.

El sector farmacéutico es poco cíclico, ya que las compañías basan su éxito en la consecución de los programas de I+D ligados a determinados objetivos. En concreto, Zeltia investiga principalmente contra el cáncer y el Alzheimer. La biotecnología puede tener un auge si las regulaciones se

³¹⁵ Fuente: JCF Group / Bolsamania Tech Solutions

³¹⁶ Fuente: Invertia.com URL: <http://www.invertia.com/empresas/empresa.asp?idtel=RV011TELEFON> Los precios de cotización del gráfico están expresados en Euros.

adaptan a los avances, y si las farmacéuticas tradicionales comienzan a plantear acuerdos con las compañías de este sector, si bien éste es un campo en el que no se pueden emitir previsiones claras por este motivo. A nivel global, y de forma más detallada, las previsiones son de un crecimiento del negocio global desde los 2,7 billones de dólares norteamericanos en 2004 a 5,7 billones en 2015, con un crecimiento medio anual del negocio de un 8,4%, conducido por un crecimiento sostenido de los tratamientos actuales, nuevos lanzamientos basados en los programas de I+D en curso, y un envejecimiento paulatino de la población, principalmente en Europa.

Los competidores de Zeltia son los grandes grupos farmacéuticos, como Abbott, Lilly o Merck, que son compañías estadounidenses pioneras en muchos campos de la investigación farmacéutica, y con grandes recursos para actividades de I+D. Se trata de un sector muy competitivo, con altas barreras de entrada debidas a la exigencia de capital y de solvencia financiera que requieren los largos proyectos de I+D. Los clientes de Zeltia son consumidores finales con escasa capacidad negociadora. La política de precios es poco relevante en este sector, ya que las patentes permiten comercializar los productos sin que exista prácticamente competencia durante los primeros años. Tras este período, la aparición de medicamentos genéricos hace inefectiva la política de precios.

Para competir en este entorno, la compañía presenta un portfolio de productos muy reducido, ya que la química de gran consumo es una actividad incipiente para Zeltia, mientras que los productos biotecnológicos listos para la comercialización son muy escasos por el momento. Las mayores bazas de la compañía se encuentran aún en la fase de investigación y desarrollo. En términos numéricos, la química de gran consumo representa el 90% de la cifra de negocio, la biotecnología supone únicamente un 3%, y otras actividades, como insecticidas, el restante 7%. La diversificación de productos es, por tanto baja. Geográficamente, el 85% de la cifra de negocio proviene de España, un 11% del resto de la Unión

Europea, y un 4% de EEUU y resto del mundo, por lo que la diversificación geográfica es también muy incipiente. Por todo ello, el volumen de ventas alcanzado es muy bajo, 76 millones de Euros, sobre todo si lo comparamos con empresas de la competencia. Sin buscar un gran competidor global, el Grupo Grifols, como competencia nacional en el sector, factura 649 millones de Euros. El crecimiento de esta cifra de negocio de Zeltia tampoco es fuerte, y su cuota de mercado es prácticamente nula en el global del negocio farmacéutico.

En términos estratégicos, tampoco existe una visión clara acerca de la estrategia de la compañía en su memoria. Simplemente se citan los próximos hitos comerciales, que obviamente podrían marcar un cambio de tendencia para el Grupo Zeltia. Se destaca la presentación del Dossier de Registro de Yondelis (fármaco anticancerígeno) en Europa y EEUU, con el fin de Comercializar Yondelis para el Sarcoma de Tejidos Blandos en 2007. Otro hito relevante es el acuerdo de alianza estratégica para Desarrollo Conjunto de Aplidin, otro medicamento anticancerígeno, al que quieren llegar en 2007, probablemente con Jonhson & Jonson como socio estratégico. Obviamente, la consecución de ambos objetivos daría un vuelco a la actividad comercial de la compañía.

Adicionalmente, los cambios en la regulación de ciertas actividades en el campo de la biotecnología, pueden suponer un importante avance para Zeltia. Un primer paso es la apertura a ciertas terapias con células madre, que parece inminente.

Por tanto, la situación de la compañía es complicada, ya que aunque las perspectivas de crecimiento del sector son buenas, la fuerte competencia, así como la débil posición competitiva que ostenta en términos de cuota de mercado, diversificación y escala, hace muy complicado prever que pueda captar parte de este crecimiento. Todas las oportunidades en este sentido se basan en el éxito de sus objetivos a corto plazo, y de un cambio

regulatorio más profundo, que facilite la comercialización de nuevos productos actualmente en desarrollo. La situación por tanto es delicada, si bien existe una posibilidad de mejora en el corto plazo.

La situación financiera de Zeltia es también complicada. Con cifras de beneficios negativas en todas las líneas de la cuenta de resultados, que además muestran peor comportamiento respecto al ejercicio anterior, y con márgenes y ratios de rentabilidad igualmente negativos, la impresión es muy desfavorable. En el lado positivo, Zeltia genera caja por un valor de 17 millones de Euros, que cuadruplica la generación de caja de Grifols, y su nivel de inversión en I+D es también elevado en comparación con su competidor (50 millones de Euros, contra 26 millones de Euros de Grifols). La cifra de I+D es una variable evaluada como de especial importancia para este sector por los analistas, por lo que se incluye en el modelo de análisis, dentro del grupo de variables financieras, para Zeltia³¹⁷. El nivel de inversión adicional al I+D es de 5 millones de Euros, que si bien es bajo, supone duplicar la cifra de 2005. Adicionalmente, el nivel de endeudamiento es bajo, lo cual es positivo, dada la situación financiera general.

La acción de Zeltia presenta un BPA negativo, ya que su cifra de beneficio neto es negativa, como ya hemos comentado. El ratio PER es igualmente negativo, como consecuencia de lo anterior, por lo que pierde relevancia a efectos comparativos con respecto a Grifols, que de cualquier forma presenta un valor elevadísimo (41,4 veces). La acción presenta unos niveles muy elevados de riesgo, ya que su volatilidad es de un 45,03%, muy superior a la del índice de referencia, que se sitúa en un 21,86%. El VaR de 4,65%, frente al 2,21% del índice resulta igualmente muy elevado, así como el valor de la Beta de 1,33, que es muy agresivo³¹⁸. Para Zeltia no es

³¹⁷ Ver capítulo 3 de análisis estadístico, donde se argumenta la inclusión de esta variable en el modelo.

³¹⁸ Ver anexos de Riesgo y análisis de ACS.

Zeltia: Volatilidad y VaR prácticamente duplican los valores del IBEX, mientras que la Beta resulta elevada (1,33). El Riesgo es muy alto, por lo que es exigible un 50% más de rentabilidad que al mercado, por tanto, un 15,375 % anual.

posible estimar un precio objetivo en base al método de previsión de dividendos descontados³¹⁹, ya que la compañía no paga dividendos, ni en 2005, ni en 2006. Por último, el ratio EV/EBITDA, al partir de un EBITDA negativo, resulta en -31, por lo que no es comparable con Grifols, ni con la media del sector³²⁰.

La situación de Zeltia en términos financieros es por tanto, débil. Los resultados, márgenes y rentabilidad negativos, unidos al elevado riesgo de la acción, completan un balance desfavorable, que únicamente se ve paliado en parte, por la fuerte inversión en I+D, la generación positiva de caja y el bajo endeudamiento, que hacen que la situación no sea crítica.

En cuanto a los factores no financieros e intangibles, la reputación de Zeltia a nivel nacional e internacional es escasa, ya que aún no ha tenido ningún éxito relevante en sus procesos de I+D. La marca tampoco tiene lógicamente un valor importante. No se encuentra entre las 30 primeras marcas españolas, y su valor es muy inferior a 200 millones de Euros.³²¹

No existe información detallada sobre el equipo directivo o cambios en éste.

Nuestras conclusiones al análisis de la compañía³²², una vez analizados todos los factores, son las siguientes: El entorno macroeconómico parece favorable aunque la incertidumbre sobre una posible desaceleración unida al aumento de los precios de las materias primas, muy relevante en el sector farmacéutico y de la salud³²³, enfrían algo el optimismo asociado al entorno

Grifols: Volatilidad cercana al 50% y VaR muy por encima de los valores del IBEX, mientras que la Beta resulta elevada (1,19). El Riesgo es muy alto, por lo que es exigible un 50% más de rentabilidad que al mercado, por tanto, un 15,375 % anual.

³¹⁹ Para el cálculo de la Previsión de Dividendos Descontados, ver análisis de ACS.

³²⁰ Ver Tabla de múltiplos EV/EBITDA por sector en anexo IX.

³²¹ Ver Interbrand (2007) y análisis de ACS.

³²² Con un saldo de 1 factor muy positivo, 10 factores positivos, 6 neutros, 12 negativos, y 7 muy negativos.

³²³ Ver apartado 3 de análisis estadístico.

macroeconómico. Por otra parte, el sector sí parece ofrecer unas perspectivas de crecimiento atractivas, que sin embargo la fuerte competencia, así como la débil posición competitiva de Zeltia en términos de cuota de mercado, diversificación y escala, harán muy complicado que la compañía pueda captar parte de este crecimiento. Todas las oportunidades en este sentido se basan en el éxito de sus objetivos a corto plazo, y de un cambio regulatorio más profundo, que facilite la comercialización de nuevos productos actualmente en desarrollo. Esta incertidumbre provoca que las expectativas rijan la valoración de la compañía³²⁴, y provocan que la acción tenga una volatilidad, y por tanto un riesgo, muy elevados. A esto se añade una situación financiera débil, con resultados, márgenes y rentabilidad negativos, que la fuerte inversión en I+D, la generación positiva de caja y el bajo endeudamiento permiten que no sea del todo crítica. Por último, la compañía no hace gala de una imagen o reputación fuerte, ni existe información sobre la capacidad del equipo directivo.

PONDERACIÓN	VARIABLE	Valoración
B. Análisis Sectorial y Variables Estratégicas		
30%	Expectativas de la Industria/Sector	+
	Fuerza de los Competidores	-
	Política de Precios	=
	Perfil de los Clientes	+
	Portafolio de Productos	-
	Barreras de Entrada	+
	Volumen de Ventas	=
	Cuota de Mercado	--
	Diversificación (producto, geográfica)	-
	Visión Estratégica / Metas Fijadas por Alta Dirección	-
	Regulación Actual / Nueva	+
C. Análisis de Estados Financieros (Fundamental)		
40%	Beneficio Neto Reportado	-
	Crecimiento del Beneficio	--
	EBIT	--

³²⁴ Es habitual leer comentarios como "Zeltia gana un 3,84% y logra la mayor subida del Ibex por un congreso médico", "La cancelación de un congreso oncológico convierte a Zeltia en el peor valor del Ibex". Estas noticias, separadas por dos sesiones bursátiles, describen los vaivenes a la que se ve sometida la cotización de esta compañía

	EBITDA	-
	Margen Operativo	-
	ROI	--
	ROE	-
	EPS/BPA	-
	Generación de Cash Flow	+
	Previsión de Dividendos Descontados	=
	Múltiplos de Valoración	=
	PER	+
	Nivel de Endeudamiento	+
	Gasto en I+D	+
	Gasto en CAPEX	+
	Prima de Riesgo s/ Acciones (Equity Risk Premium)	--
D. Otras Variables No Financieras y Factores Intangibles		
13%	Reputación Corporativa	=
	Valor de la Marca	-
	Habilidades de los Directivos	-
	Cambios en las Habilidades de los Directivos	=
	Estructura accionarial	+

Tabla 25: Análisis de Zeltia³²⁵

Por tanto, a pesar del entorno favorable, la situación de la compañía nos plantea dudas, ya que la posible inminente autorización de comercialización de su primer medicamento anticancerígeno podría suponer un vuelco en la situación financiera, y sobre todo, a nivel de reputación y expectativas. Sin embargo, si esto no se produce, consideramos que este sustento de la cotización se perdería, y ante el débil balance financiero, la cotización probablemente se desplome. Por todo ello, nuestra recomendación de cara al primer semestre de 2007³²⁶ sería de fuerte compra, desde una óptica de un inversor muy arriesgado, o bien de fuerte venta, desde la óptica de la aversión al riesgo.

³²⁵ Elaboración propia a partir de la información analizada de la compañía. Ver Anexos V y VIII.

³²⁶ ver Park, C. W. y Pincus, M. (2000). Todas las empresas, y especialmente las cotizadas, publican cifras trimestralmente. Los analistas suelen revisar las recomendaciones por tanto al menos una vez por semestre.

Estas mismas dudas parecen surgir en el consenso de analistas, ya que, como se puede ver en la ilustración que se muestra a continuación, de los 10 analistas que cubren la acción, 7 recomiendan fuerte compra, y 2 fuerte venta.³²⁷ Salvo un analista que recomienda mantener, no existen por tanto posiciones intermedias. Sin embargo, la mayoría de los analistas se inclinan por una fuerte compra, por lo que entiendo que descuentan un veredicto positivo respecto a la comercialización del medicamento Yondelis por parte de las autoridades europeas y estadounidenses.

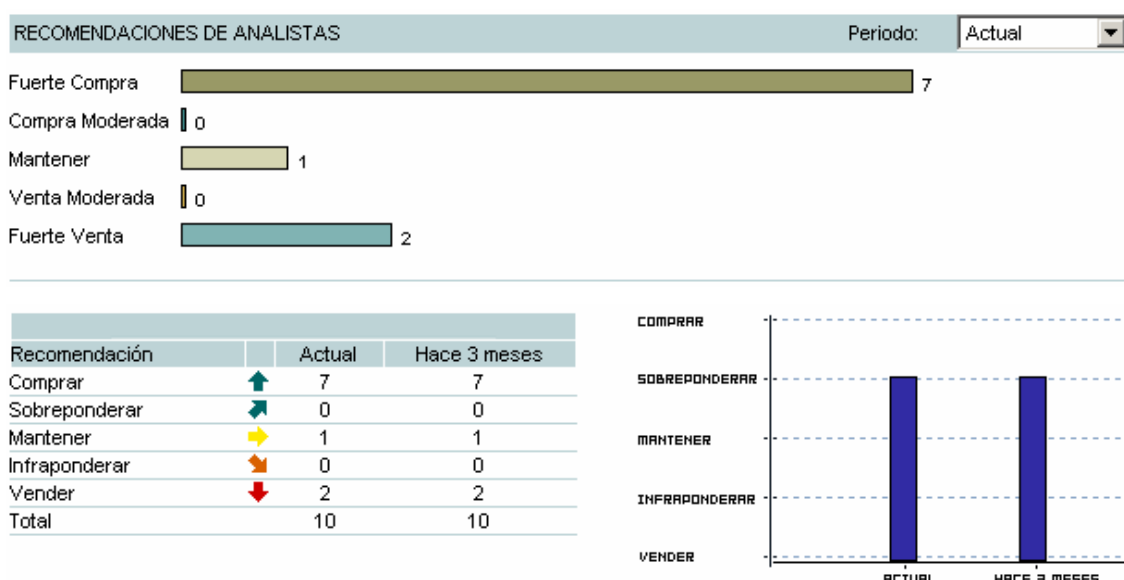


Ilustración 19: Consenso de recomendaciones – Zeltia³²⁸

La recomendación en base al análisis efectuado es de fuerte compra o fuerte venta como ya hemos comentado, que además coincide con la del consenso de analistas. En el gráfico de cotización de Zeltia que se muestra a continuación, se observa como durante todo el primer semestre de 2007 posterior a nuestra recomendación de inversión, el precio de la acción, a

³²⁷ Ver análisis de ACS para más detalles.

³²⁸ Fuente: JCF Group / Bolsamania Tech Solutions

pesar de los fuertes vaivenes, se mantiene en torno a los 6,5 EUR, partiendo de una cotización de 5,58 EUR al inicio del año. Esto supone una revalorización de aproximadamente un 15%, que hace acertada la recomendación arriesgada. Sin embargo, las noticias sobre la aprobación definitiva del medicamento no se producen durante el primer semestre de 2007, por lo que esta apreciación descuenta probablemente las expectativas al respecto, ya que la aprobación es posterior, lo que explica que el comportamiento verdaderamente esperado se produzca en el mes de Julio, con una revalorización de un 68%.



Ilustración 20: Price Chart – Zeltia³²⁹

Haciendo un breve resumen del contenido de este cuarto apartado de la tesis doctoral, hemos analizado siete compañías españolas, cotizadas en el IBEX 35, representativas de los siete diferentes sectores de actividad que

hemos distinguido a efectos de esta investigación, mediante el modelo de análisis que refleja las necesidades de información de los analistas financieros de renta variable en España. Este ejemplo de aplicación práctica, muestra, en base a los resultados obtenidos, 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, también es posible explicar el comportamiento de la cotización en el período posterior a la recomendación con el Modelo de Necesidades de Información construido. Por último, los casos de Prisa y Santander no consiguen explicarse en base a este Modelo.

Por otra parte, es interesante ver como 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, por lo que pareciera que la práctica de análisis no sufre excesivas influencias de factores exógenos al propio proceso.

En el último apartado de esta investigación, desarrollaremos algunas conclusiones a partir de los resultados explicados a lo largo de los capítulos anteriores, y que son en nuestra opinión muy positivos y completos de cara a los objetivos marcados al comienzo del trabajo.

5 Conclusiones

A modo de breve recordatorio de la introducción y del planteamiento inicial de objetivos, que a estas alturas de la lectura consideramos apropiado, esta tesis doctoral comenzaba destacando 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 planteaba 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 todas y 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 pretendía 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 pretendía por tanto 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, partíamos 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.

Planteábamos 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, realzando 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 era, 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.

Una vez repasados los objetivos planteados al comienzo del trabajo, y con la convicción de que la investigación financiera en el área de los mercados de capitales debe ser empírica antes que teórica, en el segundo apartado de esta tesis se explicaba el método de obtención de datos de la investigación, que 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.

En el tercer capítulo, se analizaban 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.

La cuarta y última parte de la investigación aplicaba los resultados obtenidos a algunos ejemplos reales con el objeto de conseguir un contraste empírico

de los primeros. Con ello se pretende validar el poder de predicción de las variables escogidas por los analistas como las más relevantes para su análisis, así como contrastar la fiabilidad de las recomendaciones de los analistas basadas en estas variables, cumpliendo así el segundo objetivo principal de la investigación.

Abordando ya las conclusiones derivadas del análisis de los resultados de la investigación, en primer lugar se evidencia 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.

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+D³³⁰, 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 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

³³⁰ 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.

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 un 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 marketing, 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, y que se detallan en el apartado 3 de esta tesis doctoral.

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.

En el último capítulo de la investigación, se aborda el segundo objetivo principal, que recuerdo brevemente que no es otro que 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, construimos un modelo que permite 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 compraventa 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.

La conclusión final a la que nos llevan los resultados de este trabajo de investigación, es que es un hecho que el modelo de necesidades de información de los analistas financieros de renta variable 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.³³¹

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.

³³¹ 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.

Para concluir, y retomando 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 deja 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 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.

6 Referencias

[CONVERSACIÓN CON] ANALISTA 1. (2003). Senior analyst. Markets and Studies Department. Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) el día 26 de Diciembre.

[CONVERSACIÓN CON] ANALISTA 2. (2003). Senior analyst. BanestoBroker (Banesto) el día 30 de Diciembre. Conversación sobre análisis financiero de títulos de renta variable, especialmente sobre análisis estratégico y de factores intangibles (cualitativos).

[CONVERSACIÓN CON] SMITH, D. B. (2003). Chief Economist de Williams de Broe Plc. El día 27 de Diciembre. Conversación sobre análisis y previsión macroeconómica y financiera.

“Financial Analysts: Best practices in an integrated European financial market”. *Recommendations from the Forum Group to the European Commission services*. 4 September 2003

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.

ABRIL, I. (2004). "Las empresas del IBEX encaran su tercer año récord de beneficios". Cinco Días. [Documento de Internet]. URL: http://www.cincodias.es/articulo.html?xref=20041224cdscdiemp_1&type=Text&anchor=cdssec [Último acceso: 09.02.2005].

ACHELIS, S. B. (2000). *Technical Analysis from A to Z*. McGraw-Hill.

ALI, A., KLEIN, A. y ROSENFELD, J. (1992). "Analysts' use of information about permanent and transitory earnings components in forecasting annual EPS". *Accounting Review*. Vol. 67, p. 183-198.

ALIREZA, T-R. y KIRKBY, S. (2005). "Investigation of investors' overconfidence, familiarity and socialization". *Accounting and Finance*. Vol. 45, p. 283-300.

AMRAM, M. y KULATILAKA, N. (2000). *Opciones Reales*. Gestión 2000, Barcelona.

ANDREU, R. y BAIGET, J. (2003). *Estudio sobre Gestión del Conocimiento y Competitividad en la Empresa Española*. Capgemini e IESE – Universidad de Navarra.

APOSTOLOU, N. G. y KNIGHT, S. (2002). "Interpreting the Income Statement." [Documento de Internet]. URL:<http://finance.pro2net.com/x25363.xml> [Último acceso: 29.12.2002]

ARTETA, A. et al. (2003). "Memorias para enseñar". *Actualidad Económica*. 24 al 30 de Noviembre.

ASHBAUGH, H. Y PINCUS, M. (2000). "Domestic Accounting Standards, International Accounting Standards, and the predictability of earnings". *Working Paper*. Universidad de Wisconsin-Madison, Madison, EEUU.

ATTORNEY GENERAL OF THE STATE OF NEW YORK. (2003). "Assurance of discontinuance pursuant to Executive Law §63(15). *Acuerdo Judicial*. New York City.

BALL, R. y BROWN, P. (1968). "An empirical evaluation of accounting income numbers". *Journal of Accounting Research*. Suplemento, p. 159-178.

BANCO DE ESPAÑA. (2007). *Indicadores Económicos*. Madrid, Enero. [Fichero en formato electrónico]

BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO (2002). *Consensus Forecasts. A Digest of International Economic Forecasts*. London, Consensus Economics Inc. 9 Diciembre.

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. Stanford University, Mayo.

BARBER, B. y LOEFFLER, D. (1993). "The 'Dartboard' Column: Second hand Information and Price Pressure." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 28, p. 273-284.

BART, P. (2001). "Wall Street analysts lay an egg for SEC". *Daily Variety*. Vol. 272, Issue 46, Junio, p. 14.

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.

BERLE A. A. y MEANS G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. Transaction Publishers, New Brunswick, New Jersey.

BERNARD, V. L. y THOMAS, J. (1989). "Post-earnings announcement drift: delayed price response or risk premium?" *Journal of Accounting Research*. Vol. 27, p. 1-48.

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.

BIDWELL, C. (1977). "How Good is Institutional Brokerage Research?." *Journal of Portfolio Management*, Vol. 3, p. 26-31.

BLANCHARD, O. (1997). *Macroeconomics*. New Jersey, Prentice Hall.

BREALEY, R.A. y MYERS, S.C. (2007). *Principles of Corporate Finance*. 7th Ed. Boston, Massachusetts, McGraw-Hill.

BRIGHAM, E. y EHRHARDT, M. C. (2002). *Financial Management: Theory and Practice*. 10th Edition. Harcourt College Publishers.

BROWN, L. D. y CAYLOR, M. L. (2004). "Corporate Governance and Firm Performance". *Working Paper*. Georgia State University, Georgia.

BUENO, E. (1995). *Dirección Estratégica de la Empresa: Metodología, Técnicas y Casos*. Madrid, Pirámide.

BURGER, D. (2003). "Microsoft Makes Share Gains with Windows on Servers." [Documento de Internet]. URL: <http://www.midrangeserver.com/tfh/tfh100702-story03.html> [Último acceso: 28.02.2003]

CABA PÉREZ, M. C. y FERNÁNDEZ-REVUELTA PÉREZ, L. (2003). "La NIC 2 del IASB: Existencias". *Partida Doble*. Nº 149, p 60-69.

CÁMARAS DE COMERCIO (2006). *Informe Sectorial*. Servicio de Estudios, Madrid.

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.

CAÑIBANO, L. y GISBERT, A. (2004a). "Activos Intangibles". En: *Monografías sobre las Normas Internacionales de Información Financiera*. Expansión-AECA, Madrid.

CAÑIBANO, L. y GISBERT, A. (2004b). "Principales cambios en el tratamiento contable del Inmovilizado Inmaterial con motivo de la adopción de las Normas Internacionales de Contabilidad". *Revista AECA*, Vol. 66, p. 11-15.

CARDONA, J. (2004). "Aumenta la confusión ante la nueva contabilidad". *La Gaceta de los Negocios*. 16 Noviembre 2004.

CARHART, M. M. (1997). "On Persistence on Mutual Fund Performance". *Journal of Finance*. Vol 52, p. 57-82.

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.

CHIU, I. y BRENNAN, M. (1990). "The Effectiveness of Some Techniques for Improving Mail Survey Response Rates: A Meta-Analysis." *Marketing Bulletin*, Vol. 1, p. 13-18.

CHOI, F. (1991). "Primary-secondary reporting: A cross-cultural analysis". *The International Journal of Accounting*. Vol 16, p. 83-104.

CNMV (2006). *Informe del Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*. Madrid.

CODINA CASTRO, J. (1995). *Manual de Análisis Técnico*. 3ª Ed. Madrid, Inversión Ediciones S.L..

COMISIÓN ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CÓDIGO ÉTICO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS SOCIEDADES. (1998). *El gobierno de las sociedades cotizadas*. Informe Olivencia. Madrid.

COMISIÓN ESPECIAL PARA EL FOMENTO DE LA TRANSPARENCIA Y SEGURIDAD EN LOS MERCADOS Y EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS. (2003). *Informe Aldama*. Madrid.

COMISIÓN EUROPEA. (2002). *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States*. Comisión Europea, Dirección General del Mercado Interior, Bruselas.

COMISIÓN EUROPEA. (2002). *Revision of investment services directive (93/22/EEC)*. Second consultation. Overview paper.

COMISIÓN EUROPEA. (Marzo 2003). "Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre servicios de inversión y mercados regulados, y por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo". *Diario Oficial de la Unión Europea*, p. 62 a 125.

COMISIÓN EUROPEA. "Investment services: proposed new Directive would protect investors and help investment firms operate EU-wide". Press Release. [Publicación Web]. URL: http://europa.eu.int/comm/press_room/index_en.htm [Último acceso el 27.12.2003].

COMISIÓN EUROPEA. Dirección General de Mercado Interior. Servicios Financieros. [Documento de Internet]. URL: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/index.htm [Último acceso el 27.12.2003].

COMISIÓN EUROPEA. Dirección General del Mercado Interior. Directiva relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio [Documento de Internet]. URL: <http://hidra.ceca.es/2000/normafin/normafin.nsf/0/284b802c61fcac0fc12569880032706e?OpenDocument> [Último acceso el 27.12.2003].

COMISIÓN EUROPEA. Dirección General del Mercado Interior. Directiva sobre adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades

de crédito. [Documento de Internet]. URL: <http://hidra.ceca.es/2000/normafin/normafin.nsf/0/23201780c164e77ec12124440039fcda?OpenDocument> [Último acceso el 27.12.2003].

COMISIÓN EUROPEA. Dirección General del Mercado Interior. Directiva sobre Servicios de Inversión 93/22/CEE. [Documento de Internet]. URL: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/isd/index.htm [Último acceso el 27.12.2003].

COMISIÓN EUROPEA. Dirección General del Mercado Interior. Directiva sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) [Documento de Internet]. URL: <http://hidra.ceca.es/2000/normafin/normafin.nsf/0/35001780c164e77ec12569140039fcda?OpenDocument> [Último acceso el 27.12.2003].

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. (2006). *Proyecto de Código Unificado de Recomendaciones sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*. Grupo Especial de trabajo sobre buen gobierno. Madrid.

CONTHE, M. (2004). "Información con reservas". *Expansión*. 27 de Abril.

CORDELL, D. M. (2001). "Investment Advising in Good Times and Bad." *Journal of Financial Service Professionals*. Vol. 55, Julio, p. 74-85.

CORTÉS, H. (2007). "La sostenibilidad de Endesa". *La Gaceta de los Negocios*. 22 de Febrero, p. 12.

COUPER, M. P., BLAIR, J., y TRIPLETT, T. (1999). "A Comparison of Mail and E-Mail for a Survey of Employees in Federal Statistical Agencies". *Colección Current Research Papers*. Survey Research Center, Universidad de Maryland.

DAVIES, P. (2000). "Forces Driving the Petroleum Industry in 2001 and Beyond." *Presentation at the Baker Botts Global Energy Symposium*. London, Noviembre 17. [Adjunto como fichero electrónico].

DAVIS-FRIDAY, P. y RUESCHHOFF, N. (1998). "International Accounting Standards Versus U.S. GAAP: How Do They Compare?" *Working paper*. University of Notre Dame.

DE BONDT, W. F. y THALER, R. H. (1990). "Stock market volatility: Do security analysts overreact?". *American Economic Review*. Vol. 80, p. 52-57.

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.

DEL TRONCO, B. (2007). "La Bolsa Volverá a Brillar en 2007 con un Petróleo a la Baja y unos Tipos Tocando Máximos". *Invertia*. [Documento de Internet]. URL: <http://www.invertia.com/noticias/noticia.asp?idNoticia=1664771> [Último acceso: 29.12.2007]

DELAHOUSSEY, M., ELLIS, K. y BOLCH, M. (2002). „Measuring Corporate Smarts". *Training*. Vol. 39, Agosto, p. 20-35.

DG BANK (2000). *Kojunktur und Kapitalmarkt*. Frankfurt am Main, DG Bank Volkswirtschaft, 8 Agosto.

DÍAZ DE RADA, V. (2000). "Utilización de Nuevas Tecnologías para el Proceso de Recogida de Datos en la Investigación Social mediante Encuesta". *REIS*, Vol. 91. Universidad Pública de Navarra.

DIEFENBACH, R. (1972). "How Good is Institutional Brokerage Research?," *Financial Analysts Journal*, Vol. 28, p. 54-60.

DILLMAN, D. A. (1978). *Mail and Telephone Surveys*. Wiley, Nueva York.

DIMSON, E. y MARSH, P. (1984). "An Analysis of Brokers' and Analysts' Unpublished Forecasts of UK Stock Returns," *Journal of Finance*, Vol. 39, p. 1257-1292.

DUGAR, A. y NATHAN, S. (1995). "The effects of investment banking relationships on financial analysts' earnings forecasts and investment recommendations." *Contemporary Accounting Research*, p. 131-160.

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.

EASTERWOOD, J. C. y NUTT, S. R. (1999). "Inefficiency in analysts' earnings forecasts: Systematic misreaction or systematic optimism?." *Journal of Finance*. Vol. 54, p. 1777-1797.

ELLIOTT, J. A., PHILBRICK, D. R. y WIEDMAN, C. I. (1995). "Evidence from archival data on the relation between security analysts' forecast errors and prior forecast revisions". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 11, p. 919-938.

ELSTROM, P. (2002). "Rainmaker in a firestorm." *Business Week*. New York, 13 Mayo.

ELTON, J. et al. (1986). "Discrete expectational data and portfolio performance." *Journal of Finance*, Vol. 41, p. 699-714.

ENDESA (2004). *Introduction to International Financial Reporting Standards (IFRS)*. Endesa, Barcelona.

EUROFIGHTERS WENG INVESTMENT CLUB GBR (2002). "Analyse und Liste der Analystenhäuser." [Documento de Internet]. URL:<http://de.biz.yahoo.com/z/d/dtegn.de.html> [Último acceso: 07.12.2002]

EUROPA PRESS (2006). "Aprobado con matices "el Código de Buen Gobierno" de la CNMV para las empresas". *Libertad Digital*. 26 de Mayo.

EUROPA PRESS (2006). "La CNMV discrimina a la mujer en su dirección mientras recomienda paridad a las empresas". *Libertad Digital*. 19 de Enero.

EUROPA PRESS. (2006). "España registrará en 2007 una tasa de inflación del 3,5%, de las más altas de la UE-15". *El Economista*. 14 de Noviembre. [Documento de Internet]. URL: <http://www.economista.es/mercados-cotizaciones/noticias/102531/11/06/Economia-Macro-Espana-registrara-en-2007-una-tasa-de-inflacion-del-35-de-las-mas-altas-de-la-UE-15.html> [Último acceso: 26.11.2007]

FAMA, E. F. (1970): "Efficient Capital Markets: A Review of Empirical Work." *Journal of Finance*, Vol. 25, p. 383-417.

FAMA, E. F. (1980). "Agency problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*. Vol. 88, N. 2, p. 288-307.

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.

FAMA, E. y FRENCH, K. (1992). "The cross-section of expected stock returns". *The Journal of Finance*. Vol. 47, p. 427-465.

FERNÁNDEZ NOGALES, A. (1999). *Investigación de Mercados: Obtención de Información*. 2ª Edición. Madrid, Civitas.

FERNÁNDEZ, M. (2002). "Economía aborda una profunda reforma contable". *Expansión*. [Documento de Internet]. URL: <http://www.expansiondirecto.com/edicion/noticia/0,2458,181774,00.html> [Último acceso: 09.02.2005].

FERNÁNDEZ, P. y CARABIAS, J. M. (2007). "Rentabilidad y Creación de Valor del Ibex 35®: 1992-2006". *Bolsa*, Febrero, p. 40-43.

FOSTER, G., OLSEN, C. y SHEVLIN, T. (1984). "Earnings releases, anomalies and the behavior of security returns". *The Accounting Review*. Vol. 59, p. 574-603.

FRENCH y POTERBA (1991): "Investor Diversification and International Equity Markets." *American Economic Review*, Vol. 81, 222-226.

GANDÍA, J. L. (1998). "El papel de los organismos supervisores de las bolsas en el proceso de armonización contable internacional", *Revista de Contabilidad*. Vol. 1:1, p. 75-102.

GARCÍA OSMA, B. y GILL DE ALBORNOZ NOGUER, B. (2002). "El gobierno corporativo en las empresas Españolas cotizadas: El cumplimiento de las recomendaciones del código Olivencia". *Working Paper*. Universitat Jaume I, Castellón de la Plana.

GARCÍA, B. y GILL DE ALBORNOZ, B. (2004a). "El gobierno corporativo en las empresas españolas cotizadas: El cumplimiento de las recomendaciones del código Olivencia". *Documento de trabajo Lancaster University y Universidad Jaume I de Castellón*.

GARCÍA, B. y GILL DE ALBORNOZ, B. (2004b). "Las prácticas de buen gobierno en las empresas españolas cotizadas: efectos sobre la calidad de los estados financieros". *Documento de trabajo Lancaster University y Universidad Jaume I de Castellón*.

GERSTEIN, M. H. (2002). "The Multex.com Four-Step Investment Method". [Documento de Internet]. URL: <http://multex.multexinvestor.com>

GERSTEIN, M. H. (2002). *Screening the Market: A Four-Step Method to Find, Analyze, Buy and Sell Stocks*. New York, John Wiley & Sons.

GINER, B. (2001). "La utilidad de la información contable desde la perspectiva del mercado: ¿Evolución o revolución en la investigación?". *Revista de Contabilidad*. Vol. 4:7, p. 21-52.

GOELTZ, R. K. (1991). "Commentary on international accounting harmonization: The impossible (and unnecessary?) dream". *Accounting Horizons*. Vol 5, p. 85-88.

GONZÁLEZ CERRUD, P. (2003). "Normas Nacionales vs. las NICs y sus Implicaciones para el Análisis Financiero: El Caso de las Américas". Trabajo presentado en la *XXV Conferencia Interamericana de Contabilidad*. Panamá.

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.

GRANDE ESTEBAN, I. y ABASCAL FERNÁNDEZ, E. (1996). *Fundamentos y técnicas de investigación comercial*. ESIC, Madrid.

GRAY, K. R. (2005). *Corporate Scandals: The Many Faces of the Greed*. Minnesota, Paragon House.

GROTH, J. W. et. al. (1979). “An Analysis of Brokerage House Securities Recommendations,” *Financial Analysts Journal*, Vol. 35, p. 32-40.

GRUPO ACS (2007). *Informe Anual 2006*. Grupo ACS, Madrid.

GRUPO PRISA (2007). *Informe Anual 2006*. Prisa, Madrid.

GRUPO SANTANDER (2007). *Informe Anual 2006*. Grupo Santander, Madrid.

GRUPO SANTANDER (2008). *Informe Anual 2007*. Grupo Santander, Madrid.

GU, Z. y WU, J. S. (2003). “Earnings skewness and analyst forecast bias”. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 35, p. 5–29.

GUERRERA, F. y WIGHTON, D. (2007). “US executives find favours to analysts can secure better ratings”. *Financial Times*. Vol. 36445.

HIGHLIGHT INVESTMENTS INC. (2002). “List of Brokerage Houses”. [Internet document]. URL: http://www.tradersfloor.com/content/info/links/tf_brokerage_houses.asp [Último acceso: 11.12.2002]

HODDER, L. y McANALLY, M. L. (2001). "SEC market-risk disclosures: enhancing comparability." *Financial Analysts Journal*. Vol. 20, p. 66-78.

HØEGH-KROHN, N.E. y KNIVSFLÅ, K.H. (2000): "Accounting for intangible assets in Scandinavia, the UK, the US, and by the IASC: Challenges and a solution." *The International Journal of Accounting*. Vol. 35 (2), p. 243-265.

HONG, H. y KUBIK, J. D. (2001). "Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts." *GSB Working Paper*. Graduate School of Business. Stanford University, Diciembre.

HOPE, O-K. (2002). "Disclosure Practices, Enforcement of Accounting Standards and Analysts' Forecast Accuracy: An International Study". *Working Paper*. Joseph L. Rotman School of Management. Universidad de Toronto, Toronto, EEUU.

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

HOWIESON, B. (1991). "A Security Analyst's Action Recommendations: An Application of Recursive Partitioning to Modelling Judgement." *Australian Journal of Management*. Nr. 16, Diciembre, p. 165-186.

HUERTA DE SOTO, J. (2003). "Nota crítica sobre la propuesta de rweforma de las normas de contabilidad". *Partida Doble*. Nº 142, p 24-27.

IBERIA (2004). *IFRS: Aplicación en Iberia*. Iberia, Madrid.

INDITEX, S. A. (2007). *Informe Anual 2006*. Inditex, Arteixo, A Coruña.

INSTITUTO FLORES DE LEMUS. (2006). *Inflación y análisis macroeconómico*. N. 141. Universidad Carlos III, Madrid.

INTERBRAND. (2007). *Las mejores marcas españolas 2007. Ranking por valor de marca*. Interbrand, Madrid.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE. (2001). *International Accounting Standards 2001*. Londres.

INVERTIA (2007). Cotización y volúmenes de negociación. ACS. [Documento de Internet]. URL: <http://www.invertia.com/empresas/empresa.asp?idtel=RV011ACS> [Último acceso: 02.01.2008]

INVERTIA (2007). Cotización y volúmenes de negociación. Inditex. [Documento de Internet]. URL: <http://www.invertia.com/empresas/empresa.asp?idtel=RV011INDITEX> [Último acceso: 02.01.2008]

INVERTIA (2007). Cotización y volúmenes de negociación. Prisa. [Documento de Internet]. URL: <http://www.invertia.com/empresas/empresa.asp?idtel=RV011PRISA> [Último acceso: 02.01.2008]

INVERTIA (2007). Cotización y volúmenes de negociación. Repsol. [Documento de Internet]. URL: <http://www.invertia.com/empresas/empresa.asp?idtel=RV011REPSOL> [Último acceso: 02.01.2008]

INVERTIA (2007). Cotización y volúmenes de negociación. Grupo Santander. [Documento de Internet]. URL:

<http://www.invertia.com/empresas/empresa.asp?idtel=RV011BSCH> [Último acceso: 02.01.2008]

INVERTIA (2007). Cotización y volúmenes de negociación. Telefónica. [Documento de Internet]. URL: <http://www.invertia.com/empresas/empresa.asp?idtel=RV011TELEFON> [Último acceso: 02.01.2008]

INVERTIA (2007). Cotización y volúmenes de negociación. Zeltia. [Documento de Internet]. URL: <http://www.invertia.com/empresas/empresa.asp?idtel=RV011ZELTIA> [Último acceso: 02.01.2008]

JARDÓN, J. (2005). “Un 15% de las empresas presentará cuentas erróneas con la nueva contabilidad”. *Expansión*. 26 de Mayo, p. 17.

JCF Group y Bolsamania Tech Solutions (2008). “Consenso de Analistas”. *Base de datos de recomendaciones de JCF Group*.

JEGADEESH, N. y TITMAN, S. (1993). “Returns to buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency.” *Journal of Finance*, Vol. 48, p. 65-91.

JENSEN M. C. y MECKLING, W. H. (1976). “Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, N. 4, p. 305-360.

JEREZ, M. (2004). “Mercados de capitales eficientes”. *El Inversionista Online*. 24 de Mayo de 2004.

KAHNEMAN, D. y TVERSKY, A. (1979). “Prospect Theory: an analysis of decisions under risk”. *Econometrica*, XLVII, p. 263-291.

KAHNEMAN, D. y TVERSKY, A. (2000). *Choices, Values and Frames*. Cambridge: Cambridge University Press.

KAHNEMAN, D., SLOVIC, P. Y TVERSKY, A. (1982). *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge: Cambridge University Press.

KANE, M. (2001). "Congress to scrutinize analysts again." *New York Times*, 30 Julio.

KENDALL, M. G. (1953). "The Analysis of Economic Time Series. Part I. Prices." *Journal of the Royal Statistical Society*. Vol. 96, p. 11-25.

KEOWN, A. y PINKERTON, J. (1981). "Merger Announcements and Insider Trading Activity". *Journal of Finance*. Vol. 36, p. 855-869.

KOTHARI, S. P. (2000). "The role of financial reporting in reducing financial risks in the market." In E.S. Rosengren and J.S. Jordan, eds., *Building an infrastructure for financial stability*. Federal Reserve Bank of Boston Conference Series No. 44, June, p. 89-102.

KOTLER, P. (2005). *Marketing*. 10ª Ed. Pearson Education.

KPMG. (2001). *Cómo Aplicar las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC)*. KPMG International, Zurich.

KRÄHENBÜHL, D. (2002). "Keine exakte Wissenschaft." *Stocks*. Nr. 20, 17 Mayo.

LA PORTA, R. (1996). "Expectations and the cross-section of stock returns". *Journal of Finance*. Vol. 51, p. 1715-1742.

LABAW, P. (1980). *Advanced Questionnaire Design*. Abt Books, Cambridge, Massachussets.

LAKONISHOK, J., SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1994). "Contrarian investment, extrapolation and risk." *Journal of Finance*. Vol. 49, p. 1541-1578.

LAMOTHE FERNÁNDEZ, P. y LÓPEZ LUBIÁN, F. J. (2004). "Tendencias en la valoración de empresas: DFC vs Opciones Reales". *Análisis Financiero*. Vol. 96, p. 26-35.

LAMOTHE, P. (1999). *Gestión de carteras de acciones internacionales*. Ediciones Pirámide, Madrid.

LANG, M. L., LINS, K. V., y MILLER, D. P. (2003). "ADRs, Analysts, and Accuracy: Does cross-listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value?". *Journal of Accounting Research*. Vol. 41:2, p. 317-345.

LARRÁN, M. y REES, W. (1999). "Propiedades de los pronósticos de beneficios realizados por los analistas financieros. Una aplicación al caso español." *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. 28, N. 101, p. 675-729.

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.

LEV, B. y THIAGARAJAN, S. R. (1993). "Fundamental Information Analysis". *Journal of Accounting Research*. Vol. 31:2, p. 190-215.

LEV, B. y ZAROWIN, P. (1999). "The Boundaries of Financial Reporting and how to Extend Them". *Journal of Accounting Research*. Vol. 37(2), p. 353-385.

LEVICH, R. (1991). "International accounting diversity and capital market decisions". *Handbook of International Accounting*. Capítulo 7. John Wiley and Sons, New York.

LEY 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores.

LEY 26/2003 de 17 de julio, modificación de la Ley 24/1988, y del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas (BOE no.171).

LEY 44/2002 de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (BOE no. 281).

LIN, H. y MCNICHOLS, M. F. (1998). "Underwriting relationships, analysts' earnings forecasts and investment recommendations." *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 25, p. 101-127.

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.

LUQUE, T. (1997). *Investigación de Marketing. Fundamentos*. Ariel, Barcelona.

LUQUE, T. (2000). *Técnicas de Análisis de Datos en Investigación de Mercados*. Pirámide, Madrid.

MALKIEL, B. G. (1995). "Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991". *Journal of Finance*. Vol. 50, p. 549-572.

MALKIEL, B. G. (2000). *A Random Walk Down Wall Street. The Best Investment Advice for the New Century*. New York, W.W.Norton & Company. 7th Ed..

MANDE, V. y ORTMAN, R. (2002). "The effect of Japanese business segment reporting on analysts' forecasts: implications for US investors and the SEC". *Journal of Accounting and Public Policy*. Vol. 21, p. 31-70.

MARKHAM, J. W. (2005). *A Financial History of Modern U.S. Corporate Scandals: From Enron to Reform*. New York, M.E. Sharpe.

MARTINEZ, M. (2007). "Si la cosa se pone fea los medios pueden ser un "sector refugio" ". *Estrategias de Inversión*. 11 de Junio.

MASQUELIER, F. (2004). "A salt-free diet for IAS?". *Treasury Management International*. Vol 12(3), p. 1.

MC LEAN, B. (1999). "Stocks do rise when analysts tout them". *Fortune*. New York, 1 Febrero.

MC NICHOLS, M. y O'BRIEN, P. (1997). "The Trouble with Good News". *GSB Accounting Research Paper*. Graduate School of Business. Stanford University, Junio.

MEDRANO, S. (2004). "El buen gobierno corporativo: de las recomendaciones a las normas positivas" *Papel presentado en las Jornadas sobre Las Claves del Buen Gobierno*. Bilbao, 30 de Noviembre.

MENDENHALL, R. (1991). "Evidence of the possible underweighting of earnings-related information". *Journal of Accounting Research*. Vol. 29, p. 170-180.

MICHAELY, R. y WOMACK, K. L. (1999). "Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations." *Review of Financial Studies*, Vol. 12, p. 653-686.

MINISTERIO DE INDUSTRIA, TURISMO Y COMERCIO (2007). "El Observatorio Industrial del Sector del Textil y de la Confección apuesta por el futuro del sector y destaca la importancia de la I+D+i como elemento de mejora de la competitividad." *Observatorios Industriales*. Nota de Prensa, 17 de Julio, Madrid.

MIQUEL, S., et al. (1997). *Investigación de Mercados*. Madrid, McGraw-Hill.

MOCHÓN, F. (1995). *Economía. Teoría y Política*. 3ª Ed. Madrid, Mc Graw Hill.

MONTAÑA, J. (2005). *La Importancia de la Marca*. ESADE, Barcelona.

NOLL, D. J. y WEYGANDT, J. J. (1997). "Business Reporting: What comes next?". *Journal of Accountancy*. February.

O'BRIEN, P. C. (1994). "Corporate earnings forecast and the macroeconomy". *Working Paper*. Universidad de Michigan.

OECD (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. OECD Publications Service, Paris.

OLÁBARRI, P. (2002). "Códigos de buen gobierno corporativo". *Asocia*. Vol. 2, p. 6-9.

OPPERMANN, M. (1995). "E-mail Surveys: Potentials and Pitfalls", *Marketing Research*. Vol. 7, p. 29-33.

PARK, C. W. y PINCUS, M. (2000). "Market Reactions to Changes in Analyst Consensus Recommendations Following Quarterly Earnings Announcements." *Paper presented during a Workshop at Hong Kong University of Science and Technology*. Octubre.

PATELL, J. M. y WOLFSON, M. A. (1984). "The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earnings and Dividend Announcements". *Journal of Financial Economics*. Vol 13, p. 223-252.

PEEK, E. (2001). "The Influence of Accounting Changes on Financial Analysts' Forecast Accuracy and Forecasting Superiority". *Working Paper*. Faculty of Economics and Business Administration. Maastricht University, Maastricht.

PEREZ, A. (2005). "Entrevista a Edward Freeman". *Compromiso Empresarial*. Vol. 2, p. 15-17.

PHELAN, S. E. "Exposing the illusion of confidence in financial analysis". *Management Decision*. Vol. 35(2), p. 163-168.

PLATEK, R. (1986). *Metodología y Tratamiento de la No-Respuesta*. Euskal Estatistika Erakundea-Instituto Vasco de Estadística, Gobierno Vasco, Vitoria.

POLO, A. (2006). "La irrupción en España de los operadores móviles virtuales, en manos de Bruselas." *ABC*. 16 de Enero.

PORTER, M. E. (1987). *Ventaja Competitiva*. México, CECOSA.

PORTER, M. E. (2003). *Ser Competitivos*. Barcelona, Harvard Business School Press y Deusto.

POZO, R. (2004). "El reto del buen gobierno". *Americaeconomica.com*. [Documento de Internet]. URL: www.americaeconomica.com [Último acceso: 09.11.2005].

PRICE WATERHOUSE COOPERS (2002). 2005: ¿Estamos preparados o no? Normas Internacionales de Contabilidad en Europa: La Opinión de más de 650 Directores Financieros. [Documento de Internet]. URL: <http://www.pwcglobal.com/ias> [Último acceso: 08.02.2005]

RAMÍREZ ALESÓN, M. (2004). "La importancia de los recursos intangibles en la internacionalización de la empresa". *Universia Business Review*. Vol. 3, p. 62-69.

REPSOL YPF, S. A. (2007). *Informe Anual 2006*. Repsol YPF, Madrid.

REPSOL YPF, S. A. (2008). *Informe Anual 2007*. Repsol YPF, Madrid.

REVERTE, C. (2002). "La investigación sobre la capacidad predictiva de la información financiera: revisión crítica y perspectivas de futuro", *Revista de Contabilidad*. Vol. 5:10, p. 105-136.

ROJO RAMÍREZ, A. A. y CABA PÉREZ, M. C. (2003). "La NIC 1 del IASB, estados financieros". *Partida Doble*. Nº 142, p 6-23.

RUESCHHOFF, N. (2002). "US GAAP/IAS differences: basic principles or detailed rules?" *Perspective*. Association of Chartered Certified Accountants. Autumn.

SANTESMASES, M. (2001). *Dyane Versión 2. Diseño y Análisis de Encuestas en Investigación Social y de Mercados*. Ediciones Pirámide, Madrid.

SANTODOMINGO, A. (1995). *Manual de Análisis Fundamental*. 2ª Ed. Madrid, Inversión Ediciones.

SARBANES OXLEY ACT (2002). "Sarbanes Oxley Act to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes." [Documento de Internet]. URL: www.law.uc.edu/CCL/SOact/soact.pdf [Último acceso: 09.11.2006].

SHARPE, W. F. (1964). "Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk." *Journal of Finance*, Vol. 19 (3), 425-442.

SHEFRIN, H. (2000). *Beyond greed and fear: understanding behavioral finance and the psychology of investing*. Harvard Business School Press, Boston, MA.

SHILLER, R. J. (1981). "The Use of Volatility Measures in Assessing Market Efficiency." *Journal of Finance*, Vol. 36, 291-304.

SHILLER, R. J. (1984): "Stock Prices and Social Dynamics." *Brookings Papers on Economic Activity*, II, pp. 457-98.

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

SHLEIFER, A. (2000). *Inefficient Markets*. Oxford, Oxford University Press.

SMITH, D. B. (2002). "Economic and Financial Forecasting at Williams de Broe." (Power Point Presentation). Diciembre. [CD-ROM].

STERMAN, J. D. (2000). *Business Dynamics: Systems Thinking and Modeling for a Complex World*. Boston, Massachusetts, McGraw-Hill.

STERN, J. y SHIELY, J. (2001). *The EVA Challenge: Implementing Value Added Change in an Organization*. John Wiley & Sons.

STICKEL, S. (1995). "The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Recommendations." *Financial Analysts Journal*, Vol. 51, p. 25-39.

STOLOWY, H. y JENY-CAZAVAN, A. (2001). "International accounting disharmony: The case of intangibles." *Accounting, Auditing and Accountability Journal*. Vol 14(4), p. 447-496.

STONE, A. (2001). "Microsoft, Through Long-Term Lenses." *Business Week*, Vol. 22, Febrero.

STRACCA, L. (2004). "Behavioral finance and asset prices: Where do we stand?". *Journal of Economic Psychology*. Vol. 25, p. 373-405.

SUMMERS, L. H. (1986). "Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental values?" *Journal of Finance*, Nr. 41, p. 591-600.

TANG, Q. (1994). "Economic consequences of the international harmonization of accounting standards: Theory and its chinese application". *The International Journal of Accounting*. Vol. 29, p. 146-160.

TELEFÓNICA et al. (2006). *De las Palabras a la Acción. Manual para la Práctica de las Relaciones con los Grupos de Interés*. Madrid.

TELEFÓNICA, S. A. (2007). *Informe anual de Responsabilidad Corporativa 2006*. Telefónica, Madrid.

TELEFÓNICA, S. A. (2007). Nuestros Principios de Actuación. [Documento de Internet]. URL: <http://www.telefonica.es/responsabilidadcorporativa/pdfs/principiosdeactuacion.pdf> [Último acceso el 28.12.2007].

TELEFÓNICA, S. A. (2007). *Informe Anual 2006*. Telefónica, Madrid.

TELEFÓNICA, S. A. (2008). *Informe Anual 2007*. Telefónica, Madrid.

THE ECONOMIST. (2002). "Hype merchants." *The Economist. Global Agenda*. London, 15 Abril.

THE ECONOMIST. (2004). "Bonito, pero poco útil". *Actualidad Económica*. 18 de Noviembre.

TVERSKY, A. y KAHNEMAN, D. (1992). "Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty". *Journal of Risk and Uncertainty*. Vol. 5:4, p. 1039-1061.

VANSTRAELEN, A., ZARZESKI, M. T. y ROBB, S. W. G. (2003). "Corporate Nonfinancial Disclosure Practices and Financial Analyst Forecast Ability Across Three European Countries". *Journal of International Financial Management & Accounting*. Vol. 14:3, p.249-268.

VELASCO, F. (2003). "La Ley Sarbanes-Oxley". *Banca & Finanzas*. Vol. 90, p. 4-5.

VERGIN, R. C. y QORONFLEH, M. W. (1998). "Corporate Reputation Affects Stock Market". *Business Horizons*. Vol. Jan-Feb.

VERGOOSSEN, R.G.A. (1993). "The use and perceived importance of annual reports by investment analysts in the Netherlands." *European Accounting Review*. Vol. 2/3, p. 219-244.

VETTIER, J. P. (2000). "Downstream. Improving Profitability through Merger Synergies, Growth and Productivity". Analyst Presentation. 14 Junio. [Documento de Internet]. URL:<http://www.totalfinaelf.com/fr/html/bi/df/pr/pres1406/down.pdf> [Último acceso: 29.02.2003]

VICKERS, M. (2000). "Dot-Coms: Buy Ratings vs. Burn Rates." *Business Week*. New York, 3 Julio.

WALKER, M. y AL-DEBIE, M. (1999). "Fundamental information análisis: An extensión and UK evidence." *British Accounting Review*. Vol 31, N. 3.

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

WONNACOTT, T. H. y WONNACOTT, R. J. (1998). *Introducción a la estadística*. Limusa/IPN, México. Colección "Textos Politécnicos", serie Matemáticas.

YAHOO! INC. (2002). List of Investment Banks. [Documento de Internet]. URL:http://dir.yahoo.com/Business_and_Economy/Business_to_Business/Financional_Sevices/Finance_and_Receivables/Financing/Corporate_Finance/Consulting/Investment_Banks/ [Último acceso: 09.12.2002]

ZARZESKI, M., ROBB, S. y SINGLE, L. (1998). "Nonfinancial disclosures in corporate annual reports: an opportunity for harmonization?". *Comunicación en la EAA – European Accounting Association*. Amberes.

ZELTIA, S. A. (2007). *Informe Anual 2006*. Zeltia, Madrid.

ZIKMUND, W. (2003). *Essentials of Marketing Research*. Thompson South-Western.

ZUCKERMAN, E. y PHILLIPS, D. (2001). "The Trouble with Good News". *GSB Strategic Management Research Paper*. Graduate School of Business. Stanford University, Mayo.