

IEAF | FEF

INSTITUTO ESPAÑOL DE
ANALISTAS FINANCIEROS

FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

8º PANEL DE SEGUIMIENTO FINANCIERO IEAF-FEF DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

El futuro del análisis bursátil

Mikel Tapia (Universidad Carlos III)
Alfredo Echevarría (IEAF-Lighthouse)
Ángel Benito (CNMV)
Diego Ballón (Clifford Chance)
Lola Solana (Santander AM)

Coordinadores:
Oscar Arce (BCE)
Domingo García Coto (BME)

Marzo 2022

Documento de Trabajo N.º 29

ISBN: 978-84-09-39715-0

Edita: Fundación de Estudios Financieros

Presentación	5
Resumen ejecutivo y conclusiones	7
1. El futuro del análisis bursátil y la MiFID II	23
1.1. Resumen	23
1.2. Introducción	24
1.3. Evidencia a favor de los analistas	26
1.4. Evidencia en contra de los analistas	27
1.5. MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive II) y el <i>unbundling</i>	28
1.6. Bibliografía	31
2. Algunas ideas para reflexionar sobre el futuro del análisis fundamental y los retos a los que se enfrenta: Small Caps, ESG,...	35
2.1. Introducción	35
2.2. Una metodología sin evolución	36
2.3. Teóricamente, el Análisis Fundamental: ¿es realmente necesario? ¿puede llegar a desaparecer?	37
2.4. ¿Qué pasa en la práctica con las compañías no analizadas? ¿es algo inocuo o produce algún efecto “real”?	38
2.5. Los ratios de cobertura han caído significativamente: ¿Mifid II? ¿Algo más?	39
2.6. “Back to basics”: ¿Dónde añade valor “de verdad” el Análisis Fundamental?	41

2.7. Las soluciones sistémicas o exógenas a la falta de Análisis Fundamental	42
2.8. ¿"Buy Side" vs "Sell Side"?	44
2.9. El reto del Análisis ESG para el Análisis Fundamental	45
2.10. Conclusión: Un futuro incierto pero (razonablemente) optimista	46
3. La perspectiva de los organismos supervisores	49
3.1. Enfoque del Reglamento sobre el abuso de mercado	49
3.2. Segundo comunicado de ESMA	53
3.3. Conclusiones	54
Documentos de Trabajo FEF	57
Entidades Patrono de la Fundación de Estudios Financieros	59

PRESENTACIÓN

8º Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF de la Economía Española

La Fundación de Estudios Financieros (FEF) y el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) iniciaron en 2017 una nueva línea de emisión de opinión a través del *Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF de la Economía Española*. Se trata de una iniciativa que tiene el propósito de promover el conocimiento riguroso y la discusión de materias y aspectos de carácter financiero relacionados directa o indirectamente con el pasado, presente y futuro de la economía española, su competitividad y sostenibilidad.

El componente financiero de la economía española continúa enfrentándose a diferentes retos de mayor o menor magnitud, que son susceptibles de reflexión, crítica y debate constructivo.

La iniciativa está coordinada por Oscar Arce del Banco Central Europeo y antes del Banco de España y Domingo García Coto de Bolsas y Mercados Españoles, a quienes quiero agradecer el excelente trabajo que están realizando.

El Panel del Seguimiento Financiero IEAF/FEF de la Economía Española ha continuado su andadura con la 8ª sesión que, en esta ocasión, se celebró mediante una conferencia en formato híbrido (presencial y webinar) que tuvo lugar el 3 de

noviembre de 2021 en el Auditorio de Renta 4 Banco, bajo el tema “*El futuro del análisis bursátil*”. La jornada contó con la participación de ponentes de primer nivel que, desde perspectivas diferentes (académica, regulatoria, *buy side* y *sell side*) abordaron el futuro de la profesión del analista financiero.

En este documento de trabajo figuran los artículos correspondientes a las ponencias presentadas y un resumen de conclusiones y recomendaciones.

Los participantes en la jornada fueron: Mikel Tapia, Catedrático de Finanzas en la Universidad Carlos III de Madrid; Diego Ballon, senior associate en Clifford Chance; Lola Solana, responsable de Fondos de Renta Variable de Small Caps y ESG de Santander Asset Management; y Alfredo Echevarría, director de Lighthouse, la filial de análisis bursátil del IEAF. El cierre de la sesión del Panel fue a cargo de Ángel Benito, director general de mercados de la CNMV.

En el estudio se plantean y debaten las grandes cuestiones que afectan al análisis financiero: (i) la importancia del análisis financiero en la configuración más eficiente del precio de las acciones; (ii) el reto que supone la reciente robotización de los servicios financieros y su posible alcance al mundo del análisis; (iii) la tendencia a la indexación de la inversión en índices de referencia (gestión pasiva); (iv) el impacto de la regulación del *unbundling* incorporado en la Directiva MIFID II en la cantidad y la calidad del análisis realizado; y (v) por último, también se reflexiona sobre la oportunidad que tienen los analistas en el campo de la ESG y la conveniencia de contar con informes que incluyan opiniones sobre estos conceptos.

IEAF-FEF agradecen a todas las personas que han intervenido en este proyecto por su apoyo a esta iniciativa.

Estos debates, con el foco puesto en el ámbito financiero de la economía española, continuarán a lo largo del año 2022.

Jorge Yzaguirre
Presidente de la Fundación de Estudios Financieros

RESUMEN EJECUTIVO Y CONCLUSIONES¹

El VIII Panel de Seguimiento Financiero del Instituto Español de Analistas Financieros y la Fundación de Estudios Financieros (IEAF-FEF) dedicó su atención a un tema de especial relevancia para la institución que lo acoge: el futuro del análisis bursátil.

Javier Méndez, secretario general del Instituto que agrupa a los analistas españoles abrió la sesión planteando algunas de las grandes cuestiones: una **imparable tendencia a la indexación de los patrimonios en valores cotizados**, que pone la función de “vigilancia” en entredicho; la **proliferación de procesos automatizados de toma de decisiones basados en el tratamiento inmediato de cantidades masivas de datos**; o el **impacto de la regulación que en casos como el del *unbundling*** incorporado en la Directiva MIFID II, que independiza los servicios de análisis y recomendación de la ejecución de operaciones de inversión o desinversión), **presenta resultados bastante lesivos sobre todo para valores cotizados pequeños y medianos**. El aterrizaje de la MIFiD II en Europa ha marcado un antes y un después en el análisis (*research*) realizado por los profesionales de la inversión para valorar un determinado activo o negocio.

¹ Resumen elaborado por Beatriz Pérez Galdón, periodista especializada en Economía, y Domingo García Coto, coordinador del Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF de la Economía Española. Las conclusiones figuran en negrita y las recomendaciones en negrita y subrayado.

La Directiva marca la división de costes entre el propio análisis y la operativa de compra y venta, cuando antes se hacía en un solo bloque. La respuesta del mercado, sobre todo en Europa continental, ha sido una **reducción de la cobertura de análisis y de informes, siendo especialmente perjudicial para las empresas de mediana y pequeña capitalización**, que ya de por sí tienen escasa cobertura por diferentes razones.

Además, ha generado choques entre reglamentaciones distintas entre países, cuando al mismo tiempo se producen análisis de compañías y sectores de distintas regiones.

Los reguladores de la Unión Europea se han hecho eco de estas consecuencias, **han calibrado los efectos negativos que ha producido la Directiva y han recogido algunas modificaciones que tratan de paliar la situación (Quick Fix), manteniendo el objetivo principal de la regulación en vigor, que es la protección de los inversores**. Por ejemplo, no será necesario cumplir con el *unbundling*, separación de costes de análisis y ejecución, cuando el análisis se refiera a emisores cuya capitalización bursátil no sea superior a los 1.000 millones de euros.

Otras **situaciones que están provocando también perjuicio a la cobertura de análisis de compañías de mediana y pequeña capitalización son la aparición del análisis automatizado o el crecimiento del interés por la gestión pasiva**, donde en Estados Unidos ya supone más del 50% sobre el total de la inversión en *equity* de los principales tenedores de acciones: familias, fondos de inversión activos y pasivos e inversores extranjeros.

A lo largo de la sesión se manifiestan **dudas sobre si la reducción del análisis bursátil disponible está significando una mejora de la calidad de los informes o por el contrario está disminuyendo por la reducción de la demanda de análisis**.

Aunque no de forma unánime, los expertos congregados a la sesión tienen depositadas expectativas favorables en que la regulación *Quick Fix*, que también tiene como objetivo facilitar la captación de financiación en los mercados, suponga un revulsivo para el conocimiento en los mercados de las *small and medium cap*, que sistemáticamente suelen cotizar con descuento respecto a empresas de mayor tamaño.

Para el futuro se aventuran más cambios. Los organismos reguladores están atentos a cómo se está moviendo todo el ámbito de análisis bursátil, y se sopesa la posibilidad de que surja una normativa referente a la calidad del *research*.

Asimismo, **los criterios ambientales, sociales y de buen gobierno están cada vez más presentes en el estudio de los negocios y es una tendencia en crecimiento** en un mundo que avanza hacia la consecución de objetivos ESG como los marcados en la Agenda 2030.

Los participantes en las exposiciones del VIII Panel son: Mikel Tapia, Catedrático de Finanzas en la Universidad Carlos III de Madrid; Diego Ballon, senior associate en Clifford Chance; Lola Solana, responsable de Fondos de Renta Variable de Small Caps y ESG de Santander Asset Management; y Alfredo Echevarría, director de Lighthouse, la filial de análisis bursátil del IEAF. El cierre de la sesión del Panel corre a cargo de Ángel Benito, director general de mercados de la CNMV.

Las ponencias que tuvieron lugar en el VIII Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF se resumen a continuación.

Revisión de la literatura académica reciente sobre el análisis

Mikel Tapia, catedrático de finanzas en la UC3M, concentró su intervención en desgarnar las líneas principales de los hallazgos de la investigación científica académica relacionada con el análisis bursátil. El objetivo de las investigaciones se centra básicamente en evaluar si las recomendaciones de los analistas sirven para anticiparse a los movimientos de precios y para ello utilizan muestras distintas con características también distintas que deben ser tenidas en cuenta a la hora de extraer conclusiones.

Como afirma Tapia, **“la intuición nos señala que la información proporcionada por los analistas debería ser útil para la fijación de precios de los activos dado que proporciona datos esenciales para la valoración de los mismos”**. Pero indica también que los trabajos sobre la eficiencia de mercado concluyen qué si los precios reflejan toda la información disponible, el uso de las recomendaciones no puede generar rendimientos superiores. Probablemente como reflejo de esta disyuntiva, **la evidencia académica es mixta respecto a si los analistas aportan valor o no**.

Diversos trabajos muestran que las recomendaciones de los analistas y los cambios en las mismas sí tienen efecto en los precios de los activos, no solo inmediatos sino también en los meses posteriores. En el corto plazo, la reacción de los precios es función de la fuerza de la recomendación, la magnitud del cambio de recomendación y de las previsiones de resultados, la reputación del analista, el tamaño del intermediario para el cual presta sus servicios el analista, o el tamaño del valor sobre el que se realiza la recomendación. También hay evidencias que apuntan a que una respuesta oportuna a los cambios de recomendación y reequilibrios diarios de cartera producen rendimientos anormales por encima del mercado. Algo más llamativa resulta la evidencia de que compañías cotizadas con una cobertura de análisis muy alta medida en número de analistas presentan rentabilidad superior a las compañías con cobertura baja.

Aunque quizá en menor medida, **también hay trabajos que no encuentran evidencia de impacto en forma de rendimientos anormales de los anuncios de las recomendaciones de los analistas sobre todo en rendimientos intradía** de los valores afectados. Es relevante el resultado obtenido en investigaciones que tienen en cuenta la negociación algorítmica y de alta frecuencia. **Si este tipo de negociación favorece la eficiencia, esto podría reducir la eficacia de los analistas y esto es lo que contrastan algunos trabajos realizados sobre mercados con fuerte peso de los algoritmos y la negociación de alta frecuencia (High Frequency Trading o HFT). Como afirma el Catedrático de la Universidad Carlos III de Madrid, “la evidencia parece apuntar a una reducción del papel de producción de información de los analistas en la era de los superordenadores”.**

La investigación científica y académica también ha comenzado a dar respuesta sobre los efectos de la Directiva MIFID II en la cantidad y calidad del *research* proporcionado por los analistas. **Varios trabajos ya muestran como la desagregación del cobro del análisis provoca una reducción en la cobertura de análisis medida por el número de analistas**, pero hay discrepancias sobre si afecta más a la cobertura de las grandes empresas cotizadas o a las empresas de mediana y pequeña capitalización con menor presencia de inversores institucionales en su accionariado. En general, **estos trabajos encuentran que se produce una mejora en la calidad de la cobertura** (medida por las desviaciones entre las previsiones de resultados y los definitivos) **que podría ser debido a un aumento de la competencia** ya que la desagregación del pago del análisis disminuye la demanda global del mismo y hace que los inversores se centren en la calidad.

¿Qué está ocurriendo con la regulación del análisis en Europa, UK, EEUU?

Entender la situación actual del análisis bursátil exige detenerse en los profundos cambios que ha introducido la regulación. Así lo hace Diego Ballon, *senior associate* en Clifford Chance, que repasa los puntos más relevantes de la normativa y cuáles han sido las consecuencias en Europa y Reino Unido.

En ese sentido, Ballon remarca que **la obligación de *unbundling* impuesta por la MIFID II ha generado una ruptura con otros mercados, ya que en Estados Unidos y en Asia es diferente.** “Surge un problema importante, ya que el *research* no se genera necesariamente en un solo lugar; existen analistas que elaboran informes que se consumen en Estados Unidos, Asia o Europa, y ahí es donde se empieza a crear esa dificultad de tener que separar por región los costes o de concretar cómo se va a cobrar y cuánto, generando muchas dificultades a la industria”.

Han pasado más de tres años desde que MIFiD II está vigente y el mundo se ha topado con **una pandemia que ha sumido a las economías en una crisis.** De este tiempo transcurrido se extraen algunas **conclusiones relevantes: el presupuesto para el análisis del *buy-side* se ha reducido entre un 20% y 30%, pero el coste por el *research* ha sido cubierto en gran medida por las empresas de inversión y no se transfiere al cliente.**

“El foco se ha puesto en las empresas con mayor capitalización, y es algo que se observa no solo en Reino Unido, sino en toda Europa. **Las que sufren son las pymes, aunque es cierto que el número de analistas de seguimiento cae, la calidad de los informes ha mejorado**”, determina Diego Ballon.

Un estudio de la FCA (Financial Conduct Authority) sobre el Reino Unido, destaca que el 70% de las pymes con capitalización de hasta 50 millones no tiene cobertura y el 20% cuenta con un solo analista; la reducción ha sido muy notable. El seguimiento para las que tienen un valor de mercado de entre 50 millones y 100 millones es algo superior, pero quedan fuera del radar de los expertos el 40% del total.

Aunque como afirma Ballon las exigencias del *unbundling* no parecen adecuadas, **los reguladores insisten que sí se ha logrado mejorar la *best execution*.**

¿Qué sucederá a partir de ahora?

Tras la pandemia, **Europa ha propuesto una nueva regulación denominada Quick Fix**, que modifica algunos aspectos de la MIFiD II. “No se requiere *unbundling* con respecto al análisis de empresas con una capitalización inferior a 1.000 millones o a instrumentos de renta fija. En general, **mejora la situación, y es un intento de incentivar el análisis para las pymes**”, expone Ballon.

Sin embargo, para que una entidad de prestación de servicios de inversión pueda beneficiarse de esta nueva normativa, existen dos condiciones: el cliente debe ser informado del pago conjunto que se hará y se requiere un contrato entre el prestatario del análisis y la empresa de inversión indicando cuál es el monto atribuible al análisis.

“Es un cambio regulatorio que requiere entrar en contratación, y que implica una evaluación e informar al cliente. Esto tiene un coste, que en realidad no se va a recuperar y crea problemas. Si uno tiene un montón de clientes hay que escribir e informar a todos”.

Y más allá del Quick Fix, Ballon ve **en la Unión Europea una clara tendencia a implementar más cambios**. Unas de las potenciales propuestas es la **creación de una base de datos con análisis de pymes de acceso general por parte del mercado y financiado por la misma industria**.

Reino Unido tiene una posición peculiar tras el Brexit. Ha sido uno de los países miembros de la UE que más ha presionado para lograr el *unbundling* y ahora está tomando ciertos criterios de las modificaciones europeas incluidas en la regulación *Quick Fix*. La FCA ha hecho una propuesta para que exista una exención de las normas de incentivación para la investigación para pymes cotizadas o no cotizadas con capitalización de solamente 200 millones de libras esterlinas siempre que se ofrezca en base de pago conjunto o sea gratis. Esto significa que los *brokers* podrán proporcionar análisis por debajo de esta valoración a los gestores en forma de una comisión única o gratuita sin que constituya un incentivo según la normativa.

También se pretende la exención para el análisis producido por terceros sobre estrategias de inversión que se relacionan principalmente con la renta fija (divisa y materias primas). “La lógica que aplica es que estos productos no se pagan con

comisión, sino con el llamado *spread*, es decir, la diferencia entre el mejor precio de compra y el mejor precio de venta”.

Igualmente se ha de eximir de las reglas de incentivo a los proveedores de *research* cuando esto no implique ejecución y para el material escrito disponible abiertamente.

Al igual que en la Unión Europea, la FCA británica propone igualmente el uso de una base de datos financiada por participantes del mercado que puede ser utilizada en común. “Es una idea que parece que va a tener cierta cobertura; tiene muchos paralelismos con lo que se está proponiendo en la Unión Europea, y provoca un interesante cambio para la industria, porque **el *research* podría ser que no solamente cubra las *small & mid caps*, sino todas las empresas del mercado**”.

En Estados Unidos, las firmas que producen análisis prefieren en general tener licencia de asesores de inversión (*investment advisors*) y de acuerdo con la regulación de la SEC (*action letters*) pueden percibir un pago por el *research* siempre y cuando el cliente sea una empresa basada en la UE y sujeta al régimen de *unbundling*. Todavía está pendiente de la SEC una potencial aplicación generalizada de este régimen.

Entre las tendencias emergentes Ballon explica que **“los reguladores están observando atentamente la evolución del ámbito de análisis bursátil y están pensando en dictar normas acerca de la calidad del *research*, tanto en Reino Unido como en la Unión Europea”**.

La visión de los grandes inversores institucionales

Lola Solana, responsable de Fondos de Renta Variable de Small Caps y ESG de Santander Asset Management, entra de lleno al inicio de su intervención en una de las grandes cuestiones planteadas en la sesión: **la inversión pasiva y activa**. “**Las dos son importantes y tienen que convivir, y son estrategias que están creciendo. La inversión en acciones, *equity*, va a más porque en un entorno de tipos de interés en mínimos históricos como el que vivimos no hay alternativa**”.

Una muestra del interés por la inversión en Bolsa lo reflejan los datos de Estados Unidos, donde el 52% de todo el patrimonio en activos financieros de familias,

fondos de inversión, fondos de pensiones e inversores extranjeros está en acciones, nivel máximo histórico, muy por encima de la deuda pública o privada (20%) o del efectivo (12%). Las familias son el principal grupo propietario de acciones cotizadas en los mercados norteamericanos con el 38% en 2021 y los inversores extranjeros son los que más han crecido en los últimos años llegando al 16%. Solana insiste en que **“el atractivo de la inversión en acciones es una tendencia que durará y se tiene que extrapolar a Europa y resto de países”**.

La **inversión pasiva** incluye básicamente los fondos indexados, aquellos que siguen un *benchmark*, muy sistematizados, pero también los conocidos como *quants*, aquellos que siguen factores o sistemas factoriales, algoritmos o indicadores técnicos, también con alto grado de sistematización. “En ambos casos son **productos financieros que se pueden robotizar en gran medida**”.

Desde 2008 prácticamente se han multiplicado por 10 los fondos bajo gestión pasiva hasta situarse alrededor de 10 billones de dólares en todo el mundo. En Estados Unidos ya supone el 53% del patrimonio conjunto de los Fondos de inversión y Fondos cotizados (*mutual funds* y *ETFs*). Para Solana, **el coste reducido ha actuado como el gran atractivo de los productos indexados, sobre todo en un entorno de bolsa alcista.**

Por su parte, la inversión activa incluye básicamente fondos de inversión en activos de renta variable y renta fija; los fondos ESG, con fuerte peso de criterios extrafinancieros a la hora de la selección; y también los fondos temáticos, basados en tendencias de futuro que potencialmente van a funcionar.

Para la gestora de Santander Asset Management, **“hay un mundo donde no llega la gestión pasiva y es el de las empresas de pequeña y mediana capitalización (*small and mid cap*)”**. A nivel global, **el 47,6% de las empresas de menos de 5.000 millones de dólares de capitalización no están cubiertas por ningún analista y solo un 5% están cubiertas por 10 o más analistas.** Sin embargo, el 66% de las grandes compañías llega a tener 10 o más analistas y apenas un 3% no está cubierta por ningún analista. **“Crear valor mediante el análisis en una compañía seguida por más de 10 analistas es difícil, mientras existen en el mundo 10.579 compañías que no son seguidas por ningún analista”**. **“Representa una gran oportunidad para los gestores activos”** remacha Lola Solana.

Entre las razones de esta situación figuran en lugar destacado la regulación y la

gestión pasiva, que ha hecho esta última que haya menos interés en las compañías de menor dimensión.

La responsable de Santander Asset Management también hace referencia a los estilos de gestión que lo han hecho mejor en el mundo y constata que desde 2004 no han sido ni el estilo *Value* ni el *Growth* los que mejor lo han hecho en términos de rentabilidad sino el que denomina *Quality* (en etapas de incertidumbre compañías con visión de largo plazo, calidad de balance y deuda, equipos de calidad,..) y por encima de todos el de las *Small Caps*. “Normalmente, es en las **empresas de mediana y pequeña capitalización donde vas a poder generar alfa, porque el universo es tan grande que independientemente de cómo lo haga la economía hay empresas que lo harán bien; tienes todos los sectores, tienes nichos de mercado..., ahí está la pericia del gestor para buscarlas**”

Sin embargo, Lola Solana también advierte del efecto de la gestión pasiva con las *Small Caps*. Ha habido países cuyos índices de *Small Caps* lo han hecho muy bien (Alemania o Francia) mientras en otros no ha sido así como por ejemplo es el caso de España, Portugal o Italia que han perdido peso en Europa (se refleja en los Fondos pasivos o ETFs) y como consecuencia los flujos hacia empresas cotizadas pequeñas y medianas han sido muy pequeños”.

Esta situación ha provocado intensos movimientos corporativos (opas, fusiones,..) que reducen de forma significativa el número de empresas que cotizan en el mercado español y, por otro lado, que las valoraciones de muchas compañías españolas hayan permanecido bajas, “en algunos casos de forma justificada pero en otros no”. La consecuencia es que **se ha reducido el peso de España en los índices bursátiles y consecuentemente el interés tanto de inversores como de empresas o de analistas por estar en el mercado español es menor**. Pero como apunta Solana, “esto nos da **una oportunidad a los gestores activos** como a lo largo del tiempo demuestra el fondo de *small caps* españolas que gestionamos” “**Muchas compañías presentan un fuerte potencial de crecimiento, pertenecen a sectores nicho y a largo plazo han mostrado ser las más rentables; a pesar de este atractivo, muchas pasan desapercibidas en el mercado**”. En suma, “en las *small cap* hay tanta variedad y el universo es tan amplio en sectores que siempre se va a encontrar valor”, argumenta Solana.

Para la responsable de gestión de *small caps* y ESG de la gestora de Banco Santander, **el futuro del análisis pasa también por “aplicar criterios extrafinancieros”**

en los modelos de valoración bursátil, como es el caso de la inversión socialmente responsable encapsulada bajo las siglas ESG; en definitiva “queremos invertir con conciencia social, queremos aportar algo tanto nosotros como nuestros clientes, queremos que nuestra forma de pensar se refleje en la forma de invertir”.

Este nuevo tipo de estrategia ya está afectando a todos los fondos activos tradicionales, también los de *small cap*, ya que se ha observado que ha salido dinero a favor de los fondos ESG. Solana cree que “se pueden hacer las dos cosas, invertir en Small Caps con criterios ESG”.

Subraya que tanto **el impacto medioambiental, social y el gobierno corporativo, en suma los factores intangibles ESG, afectan a la beta, por tanto al coste de capital y a otros parámetros que finalmente modifican la valoración de las compañías.** “No basta con hacer un *tick* en una casilla, hay que verificarlo, ir a ver a la compañía, hacer en definitiva una gestión activa del ESG”. “Cuanto menor sea la adaptación a la ESG, mayor rentabilidad se exige”.

En su intervención, Solana pone como ejemplo los **criterios que se aplican** en la gestora que dirige **para evaluar las inversiones ESG. El primero es un criterio de exclusión** (sectores, países, actividades, que impactan negativamente en la sociedad), **el segundo** el que denomina **screening de normas** (filtros de estándares de mejores prácticas empresariales apoyados en normas internacionales, rumores de fraude,..), **el tercero el best in class** (buen rating utilizando criterios ESG), **el cuarto es el criterio temático** (activos o tema relacionados específicamente con el desarrollo de la sostenibilidad con contribución directa), **el quinto el engagement** (diálogo activo con accionistas y compañías para mejorar la estrategia y desempeño ESG) y **el sexto el voto** (capacidad de los accionistas de influir en las Juntas sobre el cumplimiento de los criterios ESG). Solana alerta sobre el criterio del *best in class*, “es el que me da más miedo si al final todos los gestores terminamos siendo ESG y todos elegimos las mejores compañías según los rating,... hay que recordar que en la gestión se gana dinero apostando y pensando en contra de lo que dice la mayoría con lo cual este criterio hay que analizarlo más a fondo para diferenciarnos”.

Como punto final resume que **el futuro del análisis bursátil “va hoy por la gestión activa y por la gestión pasiva, robotizada, pero hay una parte más manual, más de análisis fundamental que no se puede robotizar, que es el de small caps y también ESG, pero ESG con convicción”.**

El punto de vista del analista sobre el futuro de la profesión y los nuevos retos del análisis bursátil: SMEs, ESG. Experiencias internacionales

Alfredo Echevarría es el director de IEAF Lighthouse, una iniciativa novedosa y premiada en Europa que ofrece cobertura de análisis a valores “huérfanos” de la Bolsa española, tanto del mercado continuo como de BME Growth (anteriormente MAB). Se trata de empresas cotizadas que no tienen ningún seguimiento por parte de analistas y es un servicio ofrecido por el Instituto Español de Analistas Financieros en colaboración con Bolsas y Mercados Españoles (BME). **La fortísima reducción de analistas de *small caps* ha llevado a que en España la tasa de “orfandad”, el nivel de empresas sin cobertura, sería enorme si no existiese una iniciativa como Lighthouse que ha contribuido a que se reduzca desde cifras superiores al 40% a estar por debajo del 30%.**

Echevarría inicia su intervención constatando esta fortísima reducción de la cobertura de análisis en los últimos cinco años en España, pero también en los grandes mercados de la zona euro como son Italia, Alemania u Holanda. La tendencia observada **en los últimos cinco años dentro de la Bolsa española es “una pérdida de analistas en todos los tramos de compañías, con una caída brutal en el segmento de menos de 300 millones de euros de capitalización, que en la actualidad tienen un analista de media por cada una de ellas y con tendencia a llegar a cero salvo por la contribución del *paid research*”**. En el caso de valores con capitalización superior a 10.000 millones de euros el seguimiento es de casi 25 analistas de media, mayor todavía en los más grandes, “donde estaríamos en una situación casi de *overbroker*”.

Para Echevarría, **“La regulación MIFID II no es la causa sino que ha estresado el modelo tradicional y catalizado dos procesos, la rentabilidad del negocio de analizar y la calidad, el valor percibido por el mercado del análisis que recibe”** pero, remacha, **“en mi opinión la regulación no tiene capacidad para mejorar la situación porque los cambios que se están produciendo están asociados a la rentabilidad y a la calidad”**.

Otra de las cuestiones que Echevarría plantea en su intervención es si las compañías pueden esperar a que el mercado, el *sell side*, las analice espontáneamente como sucedió en otras etapas históricas. “en mi opinión, no, y las compañías entran en una dinámica en la cual pasan a ser cada vez más ilíquidas, más desconocidas, los gestores llega un momento que no saben ni siquiera a qué se dedican,

no conocen su actividad, y ahí se genera un círculo extremadamente vicioso en el cual las compañías quedan aparcadas por el mercado”. **“Las compañías deben saber que la regulación ha provocado una reflexión tanto en el *buy side* como en el *sell side* sobre el análisis, su rentabilidad y su utilidad y ello ha llevado a una situación de abandono de algunas compañías que son cada vez menos interesantes con menos liquidez y menos cobertura... las compañías deben romper este círculo porque no va a ser espontáneo”**.

Otra de las reacciones que ha provocado este cambio de modelo es el **incremento de análisis por parte del *buy side*, al tiempo que en el *sell side* aparece un efecto compensatorio con soluciones de análisis pagado (*paid research*)** que tienen la virtud de dar a conocer la compañía, pero el hándicap del conflicto de interés que genera el que el análisis sea pagado. “No es una reacción coyuntural sino que va más allá de la regulación y me da la impresión que es más estructural” reflexiona Alfredo Echevarría.

Uno de los puntos de discrepancia con la ponencia inicial de Mikel Tapia es el de la calidad, para Echevarría **el menor valor económico del análisis, la reducción de presupuestos por parte de los proveedores de análisis (*sell side*) hacen que vea “indicios de que la calidad es más baja”** lo cual estaría conectado con el hecho de que el *buy side* incremente capacidad, “busca calidad para sí mismo”.

Otro de los temas a los que alude el director de Lighthouse es el de la productividad. “El proceso de análisis de una compañía es secuencial, siempre ha sido así, desde la aparición de Excel hace 30 años la forma de hacer análisis ha variado un milímetro. El de hoy, e incluso el de hace 30 años o 35 años, sigue siendo igual.... La valoración es una técnica y la conclusión es que la función de análisis hoy es menos rentable, el *sell side* podía tener la tentación de hacerla más rentable pero, en mi opinión, solo lo podría hacer bajando la calidad, incrementando los ratios de cobertura por cada analista... pero **si uno quiere mantener la calidad de lo que hace no hay vías tecnológicas que permitan que este trabajo se haga de otra manera**”. “Hay mayor facilidad y disponibilidad de datos pero el proceso intelectual es el mismo, la opinión que yo tengo es **que no hay medidas que vayan a incrementar la productividad si la función es la misma**”

Echevarría es contundente en la **necesidad de análisis para que las compañías sean correctamente valoradas por el mercado**: “los valores sin cobertura son penalizados por desconocimiento y cotizan sistemáticamente con des-

cuento”. “Por tanto sí hay demanda, las compañías lo quieren, lo necesitan, si no serán no solo menos líquidas sino peor valoradas, y los gestores, el *buy side*, lo necesitan y si no lo encuentran lo producirán internamente”. Insiste en que **“el análisis debe hacerse fuerte donde normalmente no ha estado, donde añade valor”**. **“No se trata de forjar una valoración o una recomendación, sino en la disección de un negocio, en el entendimiento de cómo se genera el Cash Flow y sus perspectivas a largo plazo, en suma, entender el negocio”**.

Alfredo Echevarría finaliza su intervención haciendo referencia al **análisis ESG**, que en su opinión es **“una oportunidad enorme”** porque significa **“un cambio en la percepción del mercado a la hora de mirar las compañías... antes se miraban simplemente como un activo *cash flow driven* y ahora aparece un *driver* nuevo no asociado al *cash flow*, aunque puede estarlo a largo plazo: las compañías se miran porque tienen otras virtudes”** Y hay demanda para esto, creciente potencial inversor. ¿Van a dar respuesta a esto los analistas fundamentales? “No lo sabemos” responde Echevarría y opina que “lo irá integrando si hay demanda para ello, podrán ser modelos integrados o separados, de lo que se trata es de ser más útil, el *sell side* ya se está preparando” **“Hay un nuevo *driver* en el mercado, el ESG, mucho más fuerte y aparentemente más duradero y lo que habrá es una adaptación para informar sobre el mismo”**.

Como apunte final, el director de Lighthouse apostilla que **el futuro del análisis no viene determinado por el ESG, no es más que un “empujón favorable a que la función de analizar sea más necesaria”** y ahí, respondiendo a la tendencia del momento, **Lighthouse ha puesto en marcha a finales del pasado año el servicio de análisis ESG “pensado” para *small caps*. La entidad ofrecerá un *rating* ESG de la compañía avalado por el IEAF, en base al cumplimiento medioambiental, social y de buen gobierno**. Igualmente, dispone de un servicio de asesoramiento para informar a la empresa de su nivel de compromiso en esta área.

La perspectiva de los organismos reguladores

La intervención de clausura de la sesión corrió a cargo de Ángel Benito, director general de mercados de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), que aportó la visión de los organismos reguladores y supervisores.

Comenzó subrayando que **la regulación del análisis bursátil está recogida en**

el Reglamento sobre el abuso de mercado, en vigor desde el año 2016, y en su normativa de desarrollo, el Reglamento delegado 2016/958 (Market Abuse Regulation o MAR por sus siglas en inglés). Así, aparece que “las personas que elaboren o difundan recomendaciones de inversión tienen la obligación de actuar con diligencia debida para garantizar la presentación objetiva de la información y para comunicar sus intereses particulares y conflictos de intereses”.

La normativa hace referencia a la información elaborada por analistas independientes, empresas de servicios de inversión, entidades de crédito o personas cuya actividad principal es hacer recomendaciones de inversión. El Reglamento de Abuso de Mercado también considera como consejo la información elaborada por personas distintas a las anteriores, en la que se ponga una decisión.

La CNMV ha puesto atención en el modo en el que los informes desvelan los conflictos de interés. En julio de 2021 el organismo dirigió una carta a las empresas de servicios de inversión y entidades de cooperación con una serie de recomendaciones. “El objetivo es conocer la población a supervisar”. Ángel Benito admite que **“a pesar de que las medidas de separación de costes incluidas en MiFiD II tenían un objetivo legítimo y que la CNMV ha apoyado desde el planteamiento inicial, la aplicación práctica ha provocado una consecuencia no deseada: una reducción del nivel de cobertura de las pymes por parte de los analistas”**.

Por tanto, la CNMV considera adecuado que “los legisladores hayan introducido una reforma concreta en el régimen de separación de costes de análisis y de ejecución sobre instrumentos referidos: **las empresas de servicios de inversión deben poder pagar de forma conjunta por el análisis financiero y los servicios de ejecución respecto a la operativa sobre estos emisores**”.

Las medidas incluidas la normativa conocida como *Quick Fix* serán transpuestas al ordenamiento jurídico a través de una modificación de la Ley del Mercado de Valores que está en marcha. Para el director general de Mercados **el análisis financiero resulta de una actividad necesaria en los mercados desarrollados pues aumenta la visibilidad y liquidez de los valores y ayuda a la adopción de decisiones de inversión fundamentadas**. “Por tanto, la CNMV valora positivamente las iniciativas que promuevan este servicio, especialmente la cobertura de pymes”.

De forma paralela, resalta “la encomiable labor de entidades independientes, entre otras, las del propio Instituto Español de Analistas Financieros y Lighthouse que ya aporta cobertura a un número relevante de emisores de la Bolsa española”. Esta propuesta ya ha sido reconocida por la propia Comisión Europea.

El papel que están adquiriendo las redes sociales en este ámbito también ocupa la atención de los reguladores, Benito subraya que “el análisis es una actividad regulada donde el alcance subjetivo va más allá de las entidades autorizadas; por ello, **es clave la correcta aplicación de los conceptos legales de experto y de recomendación de inversión, especialmente en el contexto de la difusión de opiniones en redes sociales**”.

Y va más allá; a pesar del proceso de digitalización, considera que “**el juicio experto de los analistas difícilmente puede ser reemplazado. La formación académica y de carácter continuo resulta fundamental para mantener unos estándares de calidad y cumplimiento normativo óptimos**”.

La CNMV mantiene una supervisión activa, con una doble vertiente relacionada con la protección del inversor y con la aplicación de la norma de forma justa en términos de competencia.

En cuanto a la **ESG** (criterios medio ambientales, sociales y de buen gobierno por sus siglas en inglés), “**es un campo nuevo que inexorablemente tendrá efectos en los informes**”.

1. EL FUTURO DEL ANÁLISIS BURSÁTIL Y LA MIFID II

Mikel Tapia

Universidad Carlos III

Departamento de Economía de la Empresa

1.1. Resumen

Si bien la intuición señala que la información proporcionada por los analistas debería proporcionar datos relevantes a la hora de valorar empresas, la evidencia académica es mixta respecto a si los analistas aportan valor o no.

Diversos trabajos muestran que las recomendaciones de los analistas y los cambios en las mismas si tienen efecto en los precios de los activos tanto a corto como a más largo plazo. En menor medida, también hay trabajos que no encuentran evidencia de impacto sobre todo en rendimientos intradía de los valores afectados. Entre las tendencias emergentes, las evidencias parecen apuntar a una reducción del valor de las recomendaciones de los analistas en la era de los grandes ordenadores.

La investigación científica y académica también ha comenzado a dar respuesta sobre los efectos de la Directiva MIFID II que ha impuesto la separación (*unbundling*) de los pagos que realizan los inversores por la investigación producida por los analistas para las casas de valores. A nivel académico, distintos traba-

jos muestran algunos resultados consistentes entre ellos. El primero es que se ha producido una disminución en la cantidad de investigación de las empresas (cobertura de los analistas) y un aumento de la calidad del análisis. Los trabajos también muestran varios resultados contradictorios, fundamentalmente en el tipo de empresa (grande o pequeña) que ve reducido el número de analistas. Esto puede deberse a los diferentes diseños de investigación y muestras de datos (países incluidos).

1.2. Introducción

El análisis bursátil consiste en la revisión de la información proporcionada por las empresas cotizadas, y a partir de ella, la realización de estimaciones sobre su evolución, una valoración y una comparación con el precio de cotización. En general, en el análisis bursátil se analizan los balances y cuentas de resultados, la evolución del sector donde la cotizada realiza su actividad, así como la competencia de la misma, y finaliza con una recomendación junto con una estimación de medidas como, entre otras, el precio objetivo de la acción, el BPA, o el EBITDA.

El análisis bursátil se realiza tanto desde el lado del *sell-side*, entidades dedicadas de forma profesional a la valoración y análisis de entidades cotizadas, como desde el lado del *buy-side*, análisis realizado para y desde dentro del universo inversor, que no es público y que básicamente incluye al inversor institucional.

La principal diferencia entre el análisis del *buy-side* y del *sell-side* se encuentra en que mientras en el *buy-side* el objetivo del análisis, más o menos elaborado dependiendo de los medios, es componer una cartera de inversión, en el caso del *sell-side* el objetivo del análisis es el de ofrecer, difundir y comercializar un servicio de asesoramiento especializado de análisis bursátil para el *buy-side*.

Es cierto que ambos tipos de análisis se dedican a investigar las empresas y los sectores en un esfuerzo por diferenciar las empresas con mejores previsiones y que por lo tanto están infravaloradas frente a las empresas que por el contrario están sobrevaloradas. Sin embargo, en muchos niveles fundamentales, los trabajos son bastante diferentes. Por un lado, los analistas *buy-side* profesionales trabajan para fondos de inversión, *hedge funds* o compañías de Asset Management, es decir, sus recomendaciones tienen como destino final seleccionar una cartera óptima para su cliente (o empleador), en tanto que el destino de las recomendaciones

de los analistas *sell-side* tiene carácter público y es ofrecido a todo el universo inversor que esté interesado en esa empresa cotizada. Debemos señalar que las recomendaciones de los analistas *sell-side* son obviamente utilizadas por entidades del *buy-side* dado que las de los primeros son públicas mientras que no lo son las del *buy-side*, e incluso que analistas del *sell-side* de reconocido prestigio pueden recibir ofertas para trabajar de forma privada para entidades del *buy-side* y sus análisis dejar por tanto de ser públicos.

El trabajo de un analista *sell-side* consiste en seguir una lista de empresas, todas ellas normalmente del mismo sector, y proporcionar informes periódicos. Como parte de ese proceso, el analista suele construir modelos para proyectar los resultados financieros de las empresas, así como hablar con clientes, proveedores, competidores y otras fuentes con conocimiento del sector. Desde el punto de vista del público, el resultado final del trabajo del analista *sell-side* es un informe con una opinión sobre la compañía que puede incluir entre otros aspectos un conjunto de estimaciones financieras, un objetivo de precio y una recomendación sobre el rendimiento esperado de las acciones. Las estimaciones derivadas de los modelos de varios analistas *sell-side* también pueden promediarse para llegar a una única expectativa denominada estimación de consenso.

Hay que señalar no obstante que los analistas *buy-side* también desempeñan un papel importante en los mercados de renta variable dado que influyen directamente en las decisiones de inversión de los gestores de carteras, es decir, de inversores de mayor tamaño. Como hemos señalado, estos analistas suelen trabajar para una empresa de inversión (por ejemplo, un fondo de inversión o un fondo de pensiones) y realizan sus actividades exclusivamente para la empresa que los emplea. A diferencia de los analistas *sell-side*, cuyas recomendaciones bursátiles se distribuyen ampliamente entre sus clientes y que a menudo reciben cobertura en la prensa económica, las recomendaciones bursátiles de los analistas *buy-side* no están disponibles para nadie fuera de su propia empresa.

La intuición nos señala como la información proporcionada por los analistas debería ser útil para la fijación de precios de los activos dado que proporciona datos esenciales para la valoración de los mismos. Por ejemplo, las previsiones de beneficios proporcionan estimaciones de los flujos de caja esperados; las recomendaciones de valores y los de sus precios deben ser útiles para identificar valores con precios infravalorados (o sobrevalorados); la dispersión de las previsiones de los analistas puede utilizarse para identificar la incertidumbre

acerca de una empresa o un sector; y las previsiones de crecimiento a largo plazo pueden servir de referencia para calcular las tasas de crecimiento esperadas. Toda esta información es relevante en los modelos de valoración de activos. En cualquier caso, es importante recordar el resultado de Grossman y Stiglitz (1980). Estos autores sostienen que, si los precios reflejan plenamente toda la información disponible, es decir, los precios de los activos son eficientes, el uso de las recomendaciones de los analistas no puede generar rendimientos superiores. Como consecuencia de lo anterior, las agencias de valores (*brokers*) o los gestores de carteras no deberían emplear recursos en el análisis de valores, y los participantes en el mercado (inversores finales) no deberían tener ningún incentivo para pagar por este tipo de información. En cualquier caso, como veremos a continuación, la evidencia académica empírica es mixta en cuanto a si los analistas aportan valor o no.

1.3. Evidencia a favor de los analistas

Existen numerosos trabajos que muestran como las recomendaciones de los analistas tienen valor en cuanto a ser capaces de predecir el comportamiento futuro de las compañías y por lo tanto los precios de sus acciones. Entre ellos podemos destacar Stickel (1995), Womack (1996), Barber et al. (2001), Ryan y Taffler (2006) y Lee y So (2017).

Stickel (1995) muestra como las recomendaciones de compra y venta influyen en los precios de las acciones. En el corto plazo, la reacción de los precios es función de la fuerza de la recomendación (compra vs. compra fuerte), la magnitud del cambio de recomendación, la reputación del analista, el tamaño del *broker*, el tamaño de la empresa recomendada y las revisiones de las previsiones de beneficios.

Por otro lado, Womack (1996) muestra que los precios de las acciones están significativamente influidos por los cambios de recomendación de los analistas, no sólo en el momento inmediato del anuncio sino también en los meses posteriores. En esta misma línea, Barber et al. (2001) muestran como la compra (venta) de acciones con las recomendaciones de consenso más (menos) favorables, junto con el reequilibrio diario de la cartera y una respuesta oportuna a los cambios de recomendación, producen rendimientos brutos anormales anuales superiores al 4%. Sin embargo, estos autores también señalan como la estrategia de reequilibrio de la cartera requiere elevados niveles de negociación, lo que conlleva im-

portantes costes de transacción y da lugar a rentabilidades para estas estrategias no sean significativamente superiores a cero. Por otro lado, Ryan y Taffler (2006) investigan una muestra de 2506 cambios en las recomendaciones de los analistas realizadas por seis casas de bolsa con sede en Londres entre diciembre de 1993 y junio de 1995. Estos autores muestran como los precios de las acciones se ven significativamente afectados por las revisiones de las recomendaciones de los analistas. Por último, Lee y So (2017) indican como el número de analistas contiene información sobre los rendimientos esperados a través del número de analistas que realizan cobertura. Estos autores encuentran como las empresas con una cobertura anormalmente alta tienen una rentabilidad superior a las empresas con una cobertura anormalmente baja en aproximadamente. En definitiva, sus resultados ponen de manifiesto la utilidad de los analistas en las estimaciones de la rentabilidad esperada.

1.4. Evidencia en contra de los analistas

Respecto a los trabajos que no encuentran evidencia a favor de la utilidad de las recomendaciones de los analistas, podemos destacar Dimson y Fraletti (1986), Altinkılıç et al. (2013) y Altinkılıç et al. (2016).

Dimson y Fraletti (1986) examinan una muestra de 1649 recomendaciones telefónicas realizadas por una de las principales casas de bolsa del Reino Unido en 1983, pero no encuentran rendimientos anormales significativos para las acciones recomendadas. Por otro lado, Altinkılıç et al. (2013), utilizando una muestra de rentabilidades intradiarias, muestran como los rendimientos intradía tras los anuncios de las revisiones de las previsiones de los analistas no proporcionan en media nueva información y por lo tanto las revisiones no provocan cambios significativos en los precios de las acciones. Este resultado indica como, contrariamente a los resultados anteriores, los analistas no proporcionan información relevante al menos en el entorno intradiario.

En referencia a la anteriormente citada referencia sobre la eficiencia de los precios de las acciones (Grossman y Stiglitz, 1980), la aparición de la negociación Algorítmica y de alta frecuencia (HFT) debería favorecer dicha eficiencia y por lo tanto reducir la importancia de los analistas. A este respecto, Altinkılıç et al. (2016), con una muestra donde la negociación algorítmica y de alta frecuencia es importante (2003 a 2010), muestran como el promedio del cambio a largo plazo de los precios tras una revisión de las recomendaciones de los analistas sobre

las acciones (*post-revision return drift*) ya no es significativamente diferente de cero. Estos resultados concuerdan con la mejora de la eficiencia del mercado tras el descenso de las ineficiencias de los costes de negociación reales y son coherentes con la reducción del papel de producción de información de los analistas en la era de los superordenadores

Como conclusión señalar que encontrar diferencias en los resultados académicos no es nuevo, los resultados de distintos trabajos no son siempre iguales ni en términos cuantitativos ni siquiera en términos cualitativos. Las razones pueden ser diversas pero resulta evidente que el uso de muestras distintas o diferentes metodologías econométricas puede resultar importante en cuanto a los resultados obtenidos¹.

1.5. MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive II) y el *unbundling*

Tanto MiFID I como MiFID II, han supuesto cambios muy importantes en los mercados financieros y el papel de los *brokers* y sus relaciones con los clientes. De hecho, ambas directivas han supuesto una revolución en los mercados financieros y sus operadores.

Antes de la MiFID II, la investigación de los analistas estaba tradicionalmente ligada a las comisiones de las negociaciones. Los gestores podían trasladar los costes del análisis a los inversores finales en forma de comisiones que recogían tanto las comisiones de negociación como las de investigación de los analistas. Sin embargo, la MiFID II desvincula el pago a los analistas de las comisiones de las transacciones. Es decir, MiFID II obliga a los gestores de activos a separar los pagos a los analistas de las comisiones de negociación cobrando dichos servicios aparte. De este modo, antes de la MiFID II, las comisiones de intermediación eran opacas y solían incluir pagos por negociación y otros servicios combinados, como el análisis. El coste de dicho análisis no se pagaba directamente, sino que se compensaba a través de las comisiones de negociación. Con esta práctica, los inversores que en última instancia soportaban estos costes, no podían determinar los costes de los servicios de análisis que pagaban. Para mitigar estos problemas, una disposición de la MiFID II exige que los gestores de activos facturen los ser-

¹ Kothari et al. (2016) realiza una revisión de la influencia de los analistas “sell-side” en el precio de las acciones y en el rendimiento esperado de las mismas.

vicios de análisis de forma clara, lo que a su vez hace necesario desagregar los pagos por análisis y negociación.

Es importante señalar que MiFID II obliga a los *brokers* a ejecutar las órdenes en las condiciones más favorables para sus clientes (Best Execution Conditions, BEC). Puede ser un reto cumplir con BEC cuando la investigación se ofrece al mismo tiempo y sin que se cobre por separado. Además, en la situación anterior a MiFID II, los *brokers* tienen incentivos a producir más investigación de la que de otro modo se necesitaría sobre determinadas empresas o sectores. De este modo, con la disposición de la MiFID II se trataría de mejorar la competencia entre los *brokers* separando el pago por investigación y al mismo tiempo evitar el riesgo de sobreproducción de investigación.

La pregunta que surge de modo natural es ¿qué ocurre con la cantidad y la calidad de la investigación de los analistas una vez que el pago por dicho análisis se desvincula de los pagos por las transacciones? Algunos profesionales sostienen que la demanda de análisis de las empresas en general y de las pequeñas muy especialmente es relativamente baja y por lo tanto les preocupa que la aplicación de MiFID II provoque una reducción en el análisis y que esta reducción sea especialmente importante entre las pequeñas y medianas empresas de modo que una parte importante de estas empresas pequeñas y medianas se queden huérfanas de analistas. A este respecto, Robert Ophle, presidente de la Autorit des Marchés Financiers de Francia, comentó que la MiFID II tenía efectos muy perjudiciales para el análisis, especialmente para las empresas pequeñas². Esto es precisamente lo que de modo natural podemos intuir. El cambio debería llevar a una reducción en el número de analistas que siguen a una determinada empresa. Sin embargo, no está claro si las más afectadas deberían ser las empresas pequeñas y tampoco está claro que debería ocurrir con la calidad de las recomendaciones.

El mundo académico ya ha comenzado a dar respuesta a estas preguntas y por lo tanto a mostrar los efectos que la nueva directiva, MiFID II, tiene en cuanto a la cantidad y calidad del análisis de los analistas. Concretamente, podemos destacar Guo y Mota (2021), Fang et al. (2020) y Lang et al. (2021). El siguiente cuadro recoge algunas de las características de estos trabajos.

² “French watchdog calls for rethink of research rules”, Financial Times, November 27, 2018.

Trabajo	Países	Metodología	Muestra
Lang et al. (SSRN, 2021).	25 países europeos	Diff-in-Diff. Controles empresas de US. Fixed effects empresa y temporal.	2015 a dic. 2018.
Fang et al. (Review of Accounting Studies, 2020).	30 países. Espacio Económico Europeo	Diff-in-Diff. Controles empresas de US. Fixed effects empresa y temporal.	2015 a feb. 2019
Guo y Mota (Journal of Financial Economics, 2021).	15 países europeos	Diff-in-Diff. Controles empresas de US. Fixed effects empresa y temporal.	2014 a mayo 2019.

Guo y Mota (2021) muestran como la desagregación del cobro del análisis provoca una reducción en el número de analistas que realizan análisis de las empresas. Utilizan la cobertura como variable relevante para realizar este análisis. La cobertura es el número de analistas únicos que elaboran previsiones para una determinada empresa durante su ejercicio fiscal. Además, es reseñable como este descenso en el número de analistas no se produce en las empresas de pequeña o mediana capitalización, sino que se concentra en las grandes empresas. Debemos señalar que esta reducción es del 7.7%. Tras establecer el efecto negativo de la desagregación en la cobertura de los analistas (cantidad de cobertura), Guo y Mota (2021) analizan el impacto en la calidad de la cobertura. Para ello analizan el error de previsión. El error de previsión se define como la distancia absoluta entre los BPA reales de la empresa y la media de las previsiones de los analistas. El principal resultado muestra como los errores de previsión de las empresas son menores y que el resultado no se debe a unos pocos valores extremos. Estos autores indican como el aumento de la competencia entre los analistas podría explicar los resultados. La desagregación del pago del análisis bursátil disminuye la demanda global de análisis y hace que los gestores de activos se centren en la calidad. La consecuencia directa es que los analistas compiten más directamente en el ámbito de la calidad para mantener y atraer clientes. Guo y Mota (2021) encuentran como los analistas que permanecen en el mercado producen análisis de mayor calidad y como los analistas que producen peor análisis tienen más probabilidades de abandonar el mercado.

Este resultado ha sido confirmado parcialmente por otros trabajos. Por ejem-

plo, Fang et al. (2020) muestran una disminución del número de analistas tras la aplicación de la MiFID II (6%). Sin embargo y a diferencia del trabajo de Guo y Mota (2021), Fang et al. (2020) observan esta reducción en empresas pequeñas, con menor presencia de inversores institucionales, sin deuda y con menor volumen de contratación. A este respecto debemos señalar como la forma de clasificar a las compañías no es igual entre ambos trabajos. Por último y al igual que Guo y Mota (2021), muestran como la calidad de la investigación mejora. Concretamente, las previsiones de los analistas son más precisas y las recomendaciones sobre un valor implican una reacción mayor en el mercado.

Otro de los trabajos que apoya el resultado de Guo y Mota (2021) es el de Lang et al. (2021). Estos autores muestran una reducción del 10% en el número de analistas.

Al igual que Guo y Mota, las empresas más afectadas por esta reducción son empresas grandes y con poca volatilidad frente a las empresas pequeñas. Al igual que Guo y Mota (2021) y Fang et al. (2020), estos autores observan un aumento de la calidad de las recomendaciones.

Resumiendo, los distintos trabajos de investigación analizados llegan a resultados consistentes en cuanto a la disminución de la cobertura de los analistas (cantidad de investigación) y en cuanto al aumento de la calidad de la investigación bajo la MiFID II. Sin embargo, los estudios también muestran varios resultados contradictorios, fundamentalmente en el tipo de empresa (grande o pequeña) que ve reducido el número de analistas. Esto puede deberse a los diferentes diseños de investigación y muestras de datos (países incluidos).

En referencia al futuro, la nueva normativa (Quick Fix) autoriza el pago conjunto por servicios de ejecución y análisis sobre emisores de pequeña y mediana capitalización bajo ciertas condiciones lo cual debería redundar en que este tipo de compañías no perdieran cantidad de análisis.

1.6. Bibliografía

- Oya, Altinkılıç, Vadim S. Balashov, Robert S. Hansen (2013). Are Analysts' Forecasts Informative to the General Public? *Management Science*, 59, 2550-2565.
- Oya Altinkılıç, Robert S. Hansen, Liyu Ye (2016). Can analysts pick stocks for the long-run?, *Journal of Financial Economics*, 119, 371-398.

- Brad Barber, Reuven Lehavy, Maureen McNichols, Brett Trueman (2001). Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns. *The Journal of Finance*, 56, 531-563.
- Micha Bender, Benjamin Clapham, Peter Gomber, Jascha-Alexander Koch (2021). To Bundle or Not to Bundle? A Review of Soft Commissions and Research Unbundling. Próximamente en *Financial Analysts Journal*.
- Elroy Dimson, Paulo Fraletti (1986). Brokers' Recommendations: The Value of a Telephone Tip. *The Economic Journal*, 96, 381, 139-159.
- Bingxu Fang, Ole-Kristian Hope, Zhongwei Huang & Rucsandra Moldovan (2020). The effects of MiFID II on sell-side analysts, buy-side analysts, and firms. *Review of Accounting Studies*, 25, 855-902.
- Sanford Grossman, Joseph Stiglitz (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, *American Economic Review*, 70, 393-408.
- Boris Groysberg, Paul Healy, Craig Chapman (2008). Buy-Side vs. Sell-Side Analysts' Earnings Forecasts, *Financial Analysts Journal*, 64, 25-39.
- Yifeng Guo, Lira Mota (2021). Should information be sold separately? Evidence from MiFID II. *Journal of Financial Economics*, 142, 97-126.
- S.P. Kothari, Eric So, Rodrigo Verdi (2016). Analysts' Forecasts and Asset Pricing: A Survey, *Annual Review of Financial Economics*, 8, 197-219.
- Mark H. Lang, Jedson Pinto, Edward Sul (2021). MiFID II Unbundling and Sell Side Analyst Research. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3408198>
- Charles M.C. Lee, Eric C. So (2017). Uncovering expected returns: Information in analyst coverage proxies, *Journal of Financial Economics*, 124, 331-348.
- Paul Ryan, Richard J. Taffler (2006). Do brokerage houses add value? The market impact of UK sell-side analyst recommendation changes. *The British Accounting Review*, 38, 371-386.
- Scott E. Stickel (1995). The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Recommendations, *Financial Analysts Journal*, 51, 25-39.
- Chen Su, Hanxiong Zhang, Kenbata Bangassa, Nathan Lael Joseph (2019). On the investment value of sell-side analyst recommendation revisions in the UK. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 53, 257-293.

Kent L. Womack, (1996). Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?. *The Journal of Finance*, 51, 137-167.

Otros trabajos no incluidos

Adrien Amzallag, Claudia Guagliano, Valentina Lo Passo (2021). MiFID II research unbundling: assessing the impact on SMEs. ESMA Working Paper, No. 3.

Giulio Anselmi, Giovanni Petrella (2021). Regulation and stock market quality: The impact of MiFID II provision on research unbundling. *International Review of Financial Analysis*, 76.

Sorina-Sofia Solonaru, Iuliana Tornea (2020). You get what you pay for! Evidence on how research unbundling under MiFID II impacts the quality of stock analyst forecasts. *Stockholm School of Economics Bachelor Thesis*.

Zheng Liu, Ari Yezegel (2020). Was MiFID II effective in unbundling execution and research services? Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3525201>

2. ALGUNAS IDEAS PARA REFLEXIONAR SOBRE EL FUTURO DEL ANÁLISIS FUNDAMENTAL Y LOS RETOS A LOS QUE SE ENFRENTA: SMALL CAPS, ESG,...

Alfredo Echevarría
Director de Lighthouse

2.1. Introducción

Como punto de partida interesa concretar de qué hablamos al referirnos al Análisis Fundamental. Un término utilizado con mucha (muchísima) frecuencia y aparentemente sobreentendido. Pero con demasiada frecuencia malentendido. Probablemente por no haber una definición estándar o universal del mismo. Quedando el concepto en un “campo abierto”, desde un punto de vista intelectual, en el que casi cualquier cosa cabe.

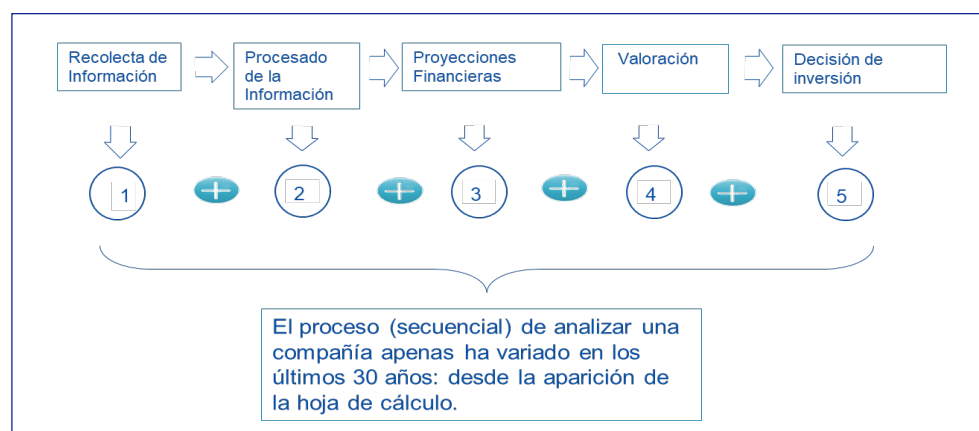
En nuestro caso, entendemos por Análisis Fundamental aquella disciplina del análisis financiero en la que se acepta una relación directa entre la valoración de una compañía y su capacidad de generar Cash Flow a largo plazo. De tal modo que el valor vendría determinado por: 1) La cantidad de Cash Flow generado hoy; 2) Su capacidad de crecer a largo plazo; y 3) El coste de capital del negocio (totalmente condicionado por la estructura de capital del mismo; es decir por su nivel de apalancamiento).

Así que estas reflexiones se ciñen a un ámbito muy concreto. No al amplio terreno del análisis bursátil, en el que cabe casi todo (incluido el análisis técnico y el cuantitativo). Sino al Análisis Fundamental “clásico” (*sic*).

A partir de aquí proponemos una reflexión sobre la materia, que estructuraremos en 8 grandes temas. Y finalmente una conclusión (que será muy poco enfática).

2.2. Una metodología sin evolución

El punto de partida es el término “clásico”: que hemos utilizado intencionadamente ya que, en lo sustancial, si comparamos el Análisis Fundamental hoy con el realizado hace algo más de treinta años concluiremos que son prácticamente idénticos. No ha habido cambios metodológicos. Y el analista realiza su trabajo de la misma manera. El proceso de análisis sigue siendo secuencial:



Este proceso no ha variado durante décadas. Y conceptualmente sigue siendo el mismo que hace 100 años. La aparición de la hoja de cálculo sí generó una ganancia de productividad extraordinaria (tratamiento de los datos, agilidad en las proyecciones financieras, análisis de sensibilidad) y mejoró claramente el resultado. Pero conceptualmente no ha habido variación.

La primera pregunta o materia de reflexión es si este proceso admite mejoras realistas. Lo que es en sí mismo un área muy profunda de discusión. A “bote pronto” surgen dos posibles mejoras teóricas:

- Hacer más eficiente y “segura” (libre de errores) la depuración de los datos contables. Ya que a día de hoy, sorprendentemente, el analista sigue añadiendo valor en esta faceta (es decir, “construyendo” el EBITDA Recurrente o el Free Cash Flow de una compañía).

- Una mejor standarización de las hipótesis del WACC o Coste de Capital (prima de riesgo de equity, beta, tasa libre de riesgo, etc).

Ambos campos de mejora parecen posibles. Aunque a día de hoy, el hecho de que no estén resueltos supone un grado de libertad muy importante para los analistas. Y también un ámbito en el que los buenos analistas (y la “seniority” o experiencia) tienen más facilidad para diferenciarse. Estas son materias que de algún modo protegerían el carácter todavía artesanal del Análisis Fundamental “clásico”. Aunque parece claro que su mejora implicaría un análisis más productivo y rentable. Y, probablemente, más eficaz (con mayor grado de acierto al proponer decisiones de inversión).

2.3. Teóricamente, el Análisis Fundamental: ¿es realmente necesario? ¿puede llegar a desaparecer?

Una de las conclusiones del apartado anterior es que la ejecución de ese proceso, el modo de llevar a cabo correctamente el Análisis Fundamental de una compañía es algo complejo y costoso. Y de ejecución lenta.

Dada esta realidad, ¿estamos ante una actividad prescindible? Lo que implica hablar sobre la posibilidad de que el Análisis Fundamental desaparezca. La pregunta puede desdoblarse en dos:

- Análisis Fundamental del “Buy Side”: literalmente el que realiza el comprador (Asset Management u otros). Un análisis ejecutado “privadamente” y que por definición no es accesible al mercado. Si se acepta el principio básico de que el valor de una compañía solo se explica por la capacidad de generar CF a largo plazo, el Análisis Fundamental del “Buy Side” no debiera desaparecer nunca, al ser el único modo de llegar a decisiones correctas de inversión.
- Análisis Fundamental del “Sell Side”: realizado para ser vendido, y por tanto accesible para todo el mercado. Y, por definición, con capacidad de incidir en todas las decisiones de inversión (y no solo en las de un comprador, como ocurre con el Análisis Fundamental del “Buy Side”).

En este caso la pregunta a formular es: “¿Qué ocurre cuando no hay análisis fundamental? ¿qué pasa con las compañías que no son analizadas?”. Para ello

basta con pensar en el efecto teórico que la falta de cobertura tiene en los valores “huérfanos” de la bolsa. Aquellos que no son analizados por nadie. Y que casi siempre son compañías de muy pequeña capitalización.



La cadena de efectos desencadenada por la falta de Análisis Fundamental aparece planteada de manera lógica pero muy teórica. Aunque es intuitivo que ningún inversor compra un negocio que desconoce o del que no tiene información. Y que ello implica: 1) Menor liquidez, y, sobre todo, 2) Un valor de mercado penalizado.

Es decir, la respuesta a la posibilidad de que el Análisis Fundamental del “Sell Side” desaparezca, vendría dada por las propias compañías (y sus accionistas). Ya que su interés en evitar los efectos de la falta de cobertura protegería al Análisis Fundamental de su desaparición. Este interés es el que, entre otras cosas, estaría detrás de la aparición de las soluciones de análisis pagado o patrocinado.

2.4. ¿Qué pasa en la práctica con las compañías no analizadas? ¿es algo inocuo o produce algún efecto “real”?

Más allá de la “teoría”: ¿qué ocurre en la “práctica”? El mejor modo de analizarlo es ver el nivel de múltiplos al que cotizan las compañías de mayor y menor capitalización. A sabiendas de que en el segmento Micro Cap (por debajo de EUR 300 Mn Mkt Cap), y excluyendo las Nano Caps (por debajo de EUR 50

Mn Mkt Cap) la cobertura de análisis es muy baja. El impacto en múltiplos no viene explicado solo por la falta de cobertura de análisis. Pero sí por el trinomio indisoluble de: 1) Baja Capitalización + 2) Ilíquidez + 3) Ausencia de análisis.

Múltiplos Marzo 2022.

<i>Media de Alemania, España, Francia, Italia y Holanda*</i>			
	EV / Vtas	EV / EBITDA	P / BV
Cías < EUR 300 Mn Mkt Cap	2,4	12,7	2,8
Cías > EUR 300 Mn Mkt Cap	3,0	14,0	3,4
Descuento (Cías "Sin cobertura")**	-21,1%	-9,3%	-16,7%

* Datos agregados de los 5 principales mercados de Europa Continental: excluidos el sector financiero, inmobiliario y biotecnológico.

** Por debajo de EUR 300 Mn Mkt Cap la situación más frecuente es la ausencia de cobertura de análisis.

Se observa de manera sistemática que las compañías sin cobertura cotizan con descuentos muy significativos respecto a las que sí son cubiertas.

Es obvio que la causa no es única. Pero también parece claro que el primer medio para evitar este efecto negativo en el valor de mercado es que las compañías resuelvan de un modo u otro su cobertura de análisis.

Lo que ratifica la conclusión de que el Análisis Fundamental del “Sell Side” estaría “a salvo”...

Al menos por el momento.

2.5. Los ratios de cobertura han caído significativamente: ¿Mifid II? ¿Algo más?

En este contexto, ¿qué ha ocurrido con los ratios de cobertura? Muy especialmente con los de las Small & Mid Caps. Como hemos visto hablamos del Análisis Fundamental como una actividad necesaria (“cuasi” imprescindible en teoría) pero costosa y de ejecución compleja. El período analizado (2017-2022) es especialmente interesante ya que conviven en él factores determinantes para el

Análisis Fundamental como sector de actividad: 1) La crisis de rentabilidad del sector financiero provocada por los bajos tipos de interés; y 2) la irrupción de Mifid II (en vigor desde enero de 2018), presionando específicamente (y entre otros) al Análisis del “Sell Side”.

Mercado español (Mkt Cap - Mn EUR)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2022 vs 2017
< 300	1,3	1,1	0,9	0,9	0,7	0,9	-26,9%
300 a 500	5,6	4,7	4,7	5,3	4,3	4,3	-23,7%
500 a 1.000	7,7	7,5	6,4	5,1	4,9	5,8	-25,5%
1.000 a 10.000	15,4	13,9	13,6	13,6	12,8	13,2	-14,6%
> 10.000	28,9	27,8	25,4	25,4	23,8	24,4	-15,8%
Total	11,0	10,3	9,5	9,3	8,6	8,9	-18,9%

El efecto de Mifid II sobre la cobertura de análisis a través de la imposición del “unbundling” de los servicios de análisis no ha sido positivo, especialmente en el segmento Small & Mid Cap. Desde 1 de marzo 2022 la normativa cambia y mitiga su efecto sobre el segmento Small & Mid Cap. Y sin embargo, el efecto visto sobre el conjunto del mercado a lo largo de los últimos 5 años es demasiado demoledor y generalizado (afecta tanto a Micro Caps como a Blue Chips) como para venir exclusivamente explicado por Mifid II. A partir de este momento tendremos una idea más clara del papel que la regulación ha jugado en el proceso de deterioro de los ratios de cobertura. Pero todo parece indicar que el papel decisivo lo ha jugado la propia rentabilidad de la actividad de análisis.

Lo que abre una pregunta de calado y es si existen vías creíbles para incrementar esa rentabilidad sin deteriorar la calidad del servicio (incrementar el número de compañías cubiertas por cada analista, reducir la *seniority* de los equipos, etc son vías de incrementar la rentabilidad a corto plazo pero a costa de empeorar la calidad del servicio).

A día de hoy, la rentabilidad del Análisis Fundamental del “Sell Side” estaría cuestionada. Lo que, especialmente en un escenario de tipos bajos prolongados,

se convierte en un serio hándicap a futuro para el Análisis Fundamental. Mucho mayor que el de la regulación.

2.6. “Back to basics”: ¿Dónde añade valor “de verdad” el Análisis Fundamental?

Dando por bueno (en base a los datos vistos) que el Análisis Fundamental es una actividad: 1) Teóricamente necesaria, 2) Capaz de tener impacto en el valor de las compañías, 3) De ejecución costosa, y 4) Probablemente cuestionada en cuanto a su rentabilidad, la pregunta más inmediata hace referencia a su capacidad de aportar valor de modo incuestionable. Con perspectiva de largo plazo, ¿dónde debería “hacerse fuerte” el Análisis Fundamental para garantizar su supervivencia a largo plazo?

En nuestra opinión, el análisis debiera “hacerse fuerte” (para ser imprescindible) allí donde realmente añade valor: que no es ni en la valoración ni en la recomendación. Sino en la elaboración de proyecciones financieras creíbles y, por tanto, de alto valor para el Buy Side: es decir, para el inversor. En este terreno la experiencia nos dice que el análisis fundamental es eficaz y, a día de hoy, su función es irremplazable ya que, por el momento, no está amenazada por soluciones (¿atajos?) de análisis cuantitativo, incapaces a día de hoy de integrar en las estimaciones la visión estratégica de un negocio. Formada a partir del diálogo con el management de la compañía, la visión del sector y de la macro, la situación del mercado, etc.

Es probable que todavía haga falta un ajuste en la capacidad de análisis instalada en el mercado (especialmente en los valores más grandes y líquidos, donde la oferta parece claramente excesiva).

Pero la necesidad de la función, entendida como la elaboración de proyecciones financieras fiables, es indiscutible. Una función, entendida como una profundización en los negocios para entender y cuantificar correctamente su capacidad estratégica de generar Cash Flow a corto, medio y largo plazo. Una función que, así definida no estaría amenazada ya que su valor añadido está fuera de duda.

En el lado opuesto está la componente estricta de opinión del Análisis Fundamental del “Sell Side” (valoración y recomendación). Donde, una vez dadas las proyecciones financieras, la aportación del analista nos parece menor. La valora-

ción puede reducirse a la aplicación de un mero procedimiento y por tanto sería una tarea perfectamente automatizable. En suma, la opinión no deja de ser el trabajo del “Buy Side”, y por tanto algo prescindible en el Análisis Fundamental del “Sell Side” para el que solo las proyecciones financieras debieran ser prioritarias.

2.7. Las soluciones sistémicas o exógenas a la falta de Análisis Fundamental

Así analizado el Análisis Fundamental es imprescindible. Y, al margen de su coste, ninguna de compañía debiera cotizar sin ser analizada. Sin embargo, el coste se convierte en algo decisivo para el “Sell Side” que solo analiza valores suficientemente grandes y líquidos como para justificar la inversión que supone la cobertura. Lo que implica que un número importante de los valores cotizados en todos los mercados quedan sin cobertura de análisis (los valores “huérfanos”) y por tanto sometidos a las consecuencias ya descritas en este artículo (desconocimiento, abandono, iliquidez, infravaloración).

En mercados maduros se estima que el 35-40% de los valores son “huérfanos”. Algo que como hemos visto se ha agravado notablemente a lo largo de los últimos años por la confluencia (“tormenta perfecta”) de la regulación (Mifid II) y la mala situación de negocio de los bancos.

De manera muy simple, el número de valores espontáneamente analizados por el “Sell Side” tiende a reducirse. Y cada vez son más las compañías (Small & Mid Caps por lo general) que saben que ni son analizadas ni lo serán en el futuro. Ante lo que tan solo queda la vía de acudir a soluciones de análisis esponsorizado: por lo general costosas y, por definición, no independientes.

¿Cabe otra alternativa? Asumiendo la necesidad del análisis para el mercado (compañías, inversores) son posibles las soluciones sistémicas o exógenas (coberturas no generadas por el propio mercado). Como sería la puesta a disposición de las compañías de un “Servicio” de Análisis Fundamental que garantice su acceso a una cobertura independiente y de calidad. Y que además sea distribuida universalmente (llegando a todos los inversores en todos los mercados). Un servicio que admite diversas formas de ejecución y que puede ser promovido por las propias Bolsas, la Administración, los blue chips o compañías de referencia del mercado, etc.

En el caso español, la solución “Lighthouse”, desarrollada en el Instituto Español de Analistas Financieros (una asociación profesional, sin ánimo de lucro e independiente) con el apoyo de la Bolsa (BME) ha conseguido reducir sustancialmente la tasa de valores huérfanos del mercado. Es decir, ha sido eficaz. Y aspira a llevar al Mercado bursátil español a una situación de “cuasi” plena cobertura (menos de un 5% de valores “huérfanos”).

La búsqueda de soluciones prácticas al problema de valores “huérfanos” que padecen todos los mercados sigue siendo un área de discusión.

Y, obviamente, la solución “Lighthouse” sería fácilmente trasladable a otros mercados...

Nivel de cobertura de análisis del mercado español. Marzo 2002.

Nº de compañías	Total	1-3 Analistas	Huérfanos	Sin Lighthouse		Con Lighthouse	
				% Huérfanos	% Huérfanos extendido	Cobertura Lighthouse	% Huérfanos
Mercado continuo	116	13	29	25%	36,2%	14	12,9%
Corros	9	1	8	88,9%	100%	2	66,7%
BME Growth	40	8	32	80,0%	100%	8	60,0%
Total Mercado	165	22	69	41,8%	55,2%	24	27,3%

Análisis de sensibilidad del % de valores huérfanos del Mercado español en función de la cobertura Lighthouse.

% Huérfanos	Situación actual		Nº de compañías en cobertura por LH			
	Sin LH	Con LH	25	30	35	40
Mercado continuo	25,0%	12,9%	12,1%	9,5%	6,9%	4,3%
Total Mercado	41,8%	27,3%	26,7%	23,6%	20,6%	17,6%

(*) El análisis de sensibilidad muestra el % estimado de valores “huérfanos” a medida que Lighthouse (LH vaya incrementando su universo de compañías en cobertura (con un objetivo final de alcanzar 40 compañías; vs 24 en marzo 2022).

2.8. ¿"Buy Side" vs "Sell Side"?

Ante la falta de cobertura o empobrecimiento de la misma (cantidad; ¿y calidad?), especialmente en el segmento Small & Mid Cap, el mercado ha reaccionado con lógica:

- Incrementando la capacidad de análisis en el Buy Side (lo que genera mucho conocimiento de las compañías, pero que no es accesible a todo el mercado).
- Incrementando los recursos de los equipos de Investor Relations: una función que se habría revalorizado.

Dicho sea de otro modo, ante la caída de la "oferta" del intermediario por naturaleza ("Sell Side"), los "extremos" de la cadena (compañías analizadas e inversores) habrían fortalecido su capacidad de información al mercado (IR's) y de análisis ("Buy Side").

El sell side ha compensado parcialmente la caída de oferta convencional de análisis por soluciones de "paid research" (y por tanto no independientes). Mientras que la "lógica" sugiere que dada la presión sufrida por los bancos y su menor capacidad de inversión, la función de análisis podría estar siendo peor "pagada". Lo que podría ser causa de menor calidad en el producto final (consecuencia de una inevitable menor atracción de talento).

En este "mare magnum" interesa una reflexión sobre el futuro de cada uno de los intervinientes en el análisis de una compañía: el "sell side", el inversor ("buy side") y la propia compañía cotizada. Y muy especialmente sobre la interacción del Análisis Fundamental del "Sell Side" y "Buy Side". ¿Cabe un efecto sustitución del primero por el segundo? ¿Llegaremos a ver un mercado en el que todo el Análisis Fundamental se produzca "in house" por cada inversor institucional?

No parece posible. Y la razón está en el primer punto de este artículo. En la metodología del Análisis Fundamental que hace que analizar una compañía ("una sola") sea lento y laborioso. Lo que de por sí implica que, salvo inversores institucionales "mastodónticos" el "Buy Side" siempre necesitará al "Sell Side" para hacer eficiente el proceso de toma de decisiones de inversión en modelos basados en Análisis Fundamental.

Lo que es compatible con que, a día de hoy, pueda haber exceso de oferta en el “Sell Side”. Muy especialmente en compañías por encima de EUR 10.000 Millones de Capitalización de mercado, con 25 analistas de media por compañía en el mercado español.

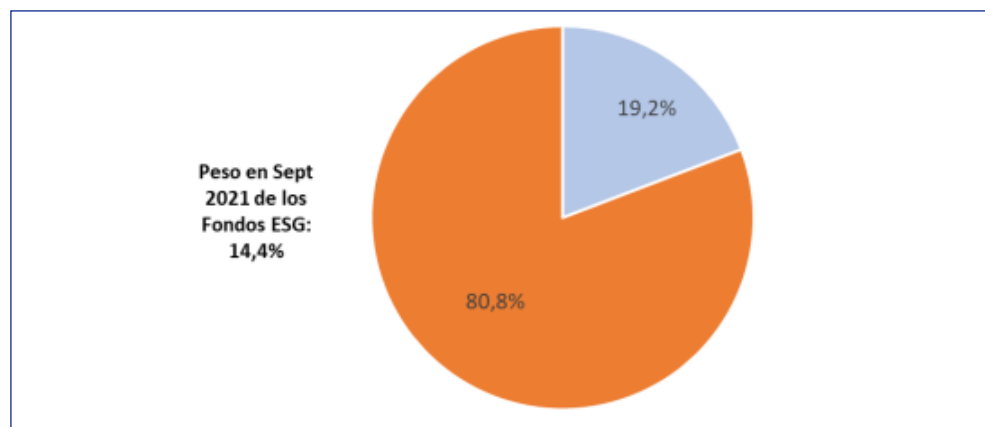
2.9. El reto del Análisis ESG para el Análisis Fundamental

Entendemos por ESG la agrupación en un solo concepto (sajón) de los asuntos “no económico-financieros” que afectan a una compañía y su futuro: el impacto medioambiental del negocio (E, de “Environmental”), las cuestiones sociales (S, “Social”) y las de Gobierno Corporativo (G, “Governance”).

ESG ha pasado a ser algo más que una “moda” o un objetivo político. ESG es ya es uno de los factores que explican el valor de mercado de una compañía. Como hemos visto, el valor fundamental clásico pivotaba, exclusivamente, sobre el Cash Flow, su crecimiento y su coste de financiación.

El ESG se basa en conceptos no financieros, que siempre existieron, pero que, a diferencia de lo que ocurría hace apenas 10 años, hoy sí inciden el valor de mercado de las compañías cotizadas. Por una estricta razón de demanda o de preferencia de los inversores por las compañías con mejor posicionamiento o calificación ESG.

MERCADO ESPAÑOL: PESO DE LOS FONDOS ESG. DICIMEBRE 2021.



Fuente: VDos.

Así pues, en cuanto al Análisis Fundamental de compañías, el ESG, a día de hoy, supone (al menos) una incómoda pregunta: ¿qué hacer con él? En teoría caben tres opciones:

- No hacer nada, y asumir que será el inversor el que, con los dos inputs (Análisis Fundamental “clásico” y Análisis ESG) decidirá si una compañía le interesa. Y a qué precio.
- Incorporar el ESG cualitativamente en sus conclusiones de Análisis Fundamental.
- Incorporar el ESG cuantitativamente en sus conclusiones de Análisis Fundamental. Lo que supone aceptar que la posición ESG de una compañía afecta al VAN de sus Cash Flows. Algo que, *de facto*, ya está sucediendo en mercado.

Estamos ante una cuestión abierta a día de hoy. Y cuya resolución implica un gigantesco reto intelectual.

En la resolución de este problema resultan de vital importancia las Certificaciones ESG. Lo que explica la creciente preocupación del regulador (ESMA, IOSCO) por la calidad de estas Certificaciones. Al ser el único recurso que el mercado tiene para incorporar el ESG a sus decisiones de inversión.

2.10. Conclusión: Un futuro incierto pero (razonablemente) optimista

El Análisis Fundamental se enfrenta a su propio Rubicón. Lo que implica riesgo y oportunidad. Las reflexiones de este artículo, más o menos ordenadas, dibujan un escenario complejo. El Análisis Fundamental ha pasado a ser una disciplina cuestionada:

- En su rentabilidad: ¿está justificado su coste?
- En su utilidad: ¿es realmente útil? ¿en qué?
- En su metodología: ¿el método tradicional de analizar es el óptimo? ¿cabén métodos más cuantitativos/automatizables?

- En su adaptación a los nuevos retos: ¿el Análisis Fundamental puede asumir el reto que supone el ESG?

El propósito de este artículo ha sido más el de plantear preguntas que respuestas. Aunque, como colofón y, como se prometió, de modo muy poco enfático, daremos una opinión rápida sobre las preguntas planteadas.

Creemos que el reto es evidente: un Rubicón. Pero que, si el Análisis Fundamental identifica bien su papel, la razón de su existencia, el futuro es optimista. Manteniendo como guion las cuatro preguntas/dudas que se ciernen sobre el Análisis Fundamental, nuestra opinión sería la siguiente:

- Cabe ir a modelos más productivos (y por tanto más baratos) sin renunciar a la calidad del análisis. Con un aprovechamiento mayor de la tecnología, pero manteniendo el elemento básico que es el contacto con el equipo de gestión de las compañías para conocer de primera mano su estrategia.
- El Análisis Fundamental debería plantearse abandonar el terreno de la opinión (recomendaciones, precios objetivos) para centrarse en la pura elaboración de proyecciones financieras fiables que permitan a cualquier usuario valorar/decidir por sí mismo.
- El método no es en sí mismo un problema. Sino su ejecución. Si se acepta que el éxito del Análisis Fundamental pivota sobre el contraste de las hipótesis de las proyecciones financieras con las compañías no cabe la automatización del proceso. Es innecesario. Inviabile.
- ESG es un reto y una oportunidad colosal para el Análisis Fundamental. Puede verse como un asunto incómodo y ajeno. Y sin embargo es lo contrario. Una vía muy clara de crecimiento e innovación para los analistas fundamentales. Además de un reto intelectual. ¿Cómo integrar con solvencia el ESG en el Análisis Fundamental? Literalmente, un Nudo Gordiano. Que, en este caso, no necesita ser cortado sino desatado...

3. LA PERSPECTIVA DE LOS ORGANISMOS SUPERVISORES¹

Ángel Benito

Director General de Mercados de la CNMV

Muy buenos días a todos.

Me gustaría empezar mi intervención agradeciendo al Instituto Español de Analistas Financieros y, en particular, a Alfredo y a Javier por la invitación a la CNMV a estas jornadas. También agradecer al resto de ponentes por sus aportaciones en esta materia que, adelanto, resulta del máximo interés para la nosotros.

3.1. Enfoque del Reglamento sobre el abuso de mercado

Como todos ustedes saben la materia que nos ocupa hoy está regulada en el Reglamento sobre el abuso de mercado, en vigor desde el año 2016, y en su normativa de desarrollo, el Reglamento delegado 2016/958.

En adelante me referiré al Reglamento sobre el abuso de mercado como MAR (por sus siglas en inglés).

Me gustaría comenzar indicando qué es lo que recoge MAR sobre las recomendaciones de inversión. Textualmente menciona que:

¹ Intervención de clausura del acto celebrado el 03/11/2021 “El futuro del análisis bursátil” por Ángel Benito, Director General de Mercados de la CNMV.

“La información en la que se recomiende o sugiera una estrategia de inversión, de forma explícita o implícita, en relación con uno o varios instrumentos financieros o con los emisores, incluida toda opinión sobre el valor o precio actuales o futuros de esos instrumentos, destinada a los canales de distribución o al público”.

Asimismo, el Artículo 20 (1) de MAR recoge que las “personas” que elaboren o difundan recomendaciones de inversión tienen la obligación de actuar con diligencia debida para garantizar la presentación objetiva de la información y para comunicar sus intereses particulares y conflictos de intereses.

Se trata de la información elaborada por analistas independientes, empresas de servicios de inversión, entidades de crédito o personas cuya actividad principal es hacer recomendaciones de inversión. Esta actividad es la que también se conoce como el llamado análisis financiero o *research*.

Sin embargo, MAR también considera como recomendación de inversión la información elaborada por personas distintas a las anteriores, en la que se proponga una decisión de inversión, incluido el análisis financiero o *research*. La norma incluye, de forma explícita e intencionada, a los denominados expertos y también a las personas que afirman poseer conocimientos financieros o presentan la recomendación de un modo “profesional”.

El modo de presentación de estas recomendaciones es variado e incluye, entre otros, los siguientes:

- La forma escrita. Lo que se entendería como una nota de análisis tradicional.
- La no escrita que se difunde en una reunión, una presentación, en video o en un audio, también en una conferencia, o través de entrevistas en radio o tv.
- La que se difunde a través de Internet, incluidas las redes sociales.

Delimitado el alcance del análisis, la regulación también fija cuáles son las obligaciones generales para todas las personas que elaboran recomendaciones de inversión:

- Comunicar la identidad de modo claro y visible.

- Distinguir los hechos de interpretaciones.
- Indicar las fuentes de información y las proyecciones.
- Indicar la fecha y hora de elaboración.
- Comunicar los posibles conflictos de intereses, a través de las relaciones o de las circunstancias.

Qué obligaciones adicionales de información han de considerarse a la hora de formular recomendaciones de inversión:

- Explicar la valoración o metodología y aclarar los significados de la valoración.
- Indicar la frecuencia prevista e incluir aviso, en caso de diferir con las anteriores recomendaciones.
- Incluir Lista de recomendaciones emitidas.
- Informar si existe una posición larga o corta sobre el emisor.
- Información sobre relaciones con el emisor (*market maker*, gestor en operaciones etc.).
- Indicar si existe acuerdo con el emisor para la elaboración.
- Describir los mecanismos internos para prevenir conflictos de intereses.

Que supervisión hace la CNMV de estas recomendaciones de inversión.

El Dpto. de Mercados Secundarios de la CNMV (DMS) está llevando a cabo actuaciones de supervisión sobre empresas de servicios de inversión que emiten recomendaciones de inversión que incluyen:

- El envío de requerimientos de información, y
- La formulación de recomendaciones de mejora.

Entre otros aspectos, la CNMV ha puesto el acento supervisor en el modo en el que los informes desvelan los conflictos de interés, como muestra de la importancia que otorgamos a la conducta ética y profesional de los analistas en el desempeño de su profesión.

De forma puntual, el pasado mes de julio la Dirección General de Mercados ha dirigido una carta a empresas de servicios de inversión y entidades de crédito que reemplaza otra anterior de 2004. En esta carta se solicita la cooperación para el envío a la CNMV de las recomendaciones difundidas por las entidades que tengan carácter general (no asesoramiento a clientes). El envío se pide que sea realizado a la dirección area.informesdeanalisis@cnmv.es

El objetivo fundamental es conocer la población a supervisar y también ayudar a la CNMV en sus tareas de seguimiento del mercado.

Quería aprovechar también estas jornadas para comentar las actuaciones de ESMA sobre esta materia.

En el contexto del caso Gamestop, ESMA publicó el pasado 17 de febrero un primer comunicado en el que recuerda los riesgos sobre el abuso de mercado en el contexto de las subidas en determinados valores de emisores de los EE.UU. En particular, ESMA establece en su comunicado que:

- Discutir la oportunidad de comprar o vender acciones de un emisor no constituye abuso de mercado.
- Se debe tener especial cuidado a la hora de publicar información en redes sociales. En particular, se recuerda que la difusión de información falsa o engañosa puede constituir abuso de mercado (al amparo del artículo 12.1c) de MAR), al poder considerarse “manipulación informativa”.
- También se debe extremar el cuidado cuando se difundan recomendaciones de inversión a través de los medios, incluidas las redes sociales y las plataformas on-line, debido a los requisitos regulatorios que pueden ser aplicables mencionados anteriormente.

3.2. Segundo comunicado de ESMA

ESMA ha publicado recientemente, el pasado 28 de octubre, otro comunicado en el que recuerda el marco aplicable a las recomendaciones de inversión a residentes en la UE y no residentes que formulen recomendaciones de inversión a través de los distintos canales de distribución clásicos (informes de analistas, artículos de prensa) pero también a través de las redes sociales.

El comunicado, hace referencia, entre otros, a los siguientes aspectos:

- Se recuerda qué es una recomendación de inversión y cuál es el bien que se protege con la regulación. Se remarca que la información debe ser presentada de manera objetiva, transparente y deben revelarse los conflictos de interés. Ello posibilita que el inversor evalúe la credibilidad y objetividad de la recomendación y los intereses de quienes la emiten.
- Se recuerda que el alcance de la regulación aplica no solamente a entidades financieras sino también a la figura de los llamados “expertos”.
- Se recuerda asimismo, el marco regulatorio aplicable y la posibilidad de sanción.

Qué efectos tiene el análisis en MIFID II y la reforma urgente.

A pesar de que las medidas de separación de costes, incluidas en MiFID II tenían un objetivo legítimo y que la CNMV ha apoyado desde el planteamiento inicial, la aplicación práctica de la norma ha provocado una consecuencia no deseada:

- Una reducción observada del nivel de cobertura sobre emisores PYME (SME) por parte de los analistas.

En el contexto del desarrollo del mercado de capitales, resulta muy relevante el papel del análisis financiero sobre emisores PYME (SME), este aporta visibilidad y mejora la liquidez.

Por tanto, los legisladores han considerado adecuado introducir una reforma concreta en el régimen de separación de costes de análisis y de ejecución sobre instrumentos referidos a PYME (SME por sus siglas en inglés): “*las empresas*

de servicios de inversión deben poder pagar de forma conjunta por el análisis financiero y los servicios de ejecución respecto a la operativa sobre estos emisores”.

La medida resulta de aplicación bajo las siguientes condiciones:

- Acuerdo entre comprador del *research* (empresa de servicios de inversión, entidad de crédito, gestora, etc.) y el proveedor de análisis financiero en el que se identifique qué parte del coste conjunto es atribuible al análisis financiero.
- Información al cliente del comprador del análisis sobre pagos conjuntos realizados a terceros por el acceso al análisis financiero.
- Está dirigido a emisores cuya capitalización de mercado no supere los 1.000 Mn € (1bn €) durante los últimos 36 meses.

Esta medida está incluida en la Directiva 2021/338, la denominada MiFID II Quick Fix (dentro del paquete de reformas de urgencia del denominado Recovery Package en el contexto del Covid19) y que tiene que ser transpuesta al Ordenamiento Jurídico a través de una modificación de la Ley del Mdo. de Valores que está en marcha.

3.3. Conclusiones

El análisis financiero resulta una actividad necesaria en los mercados desarrollados pues aumenta la visibilidad y liquidez de los valores y ayuda a la adopción de decisiones de inversión fundamentadas.

Por tanto, la CNMV valora positivamente las iniciativas que promuevan este servicio, especialmente la cobertura de emisores PYME.

En este sentido, resulta encomiable la labor de iniciativas independientes, entre otras, las del propio Instituto y Lighthouse que, como servicio independiente especializado, ya aporta cobertura a un número relevante de emisores de BME MTF Equity, así como también de algunos emisores de las Bolsas de Valores. Esta labor ha sido reconocida por la propia Comisión Europea.

Se trata de una actividad regulada donde el alcance subjetivo (los obligados) va más allá de las entidades autorizadas; por ello, es clave la correcta aplicación de los conceptos legales de ‘*experto*’ y de ‘*recomendación de inversión*’, especialmente en el contexto de la difusión de opiniones en redes sociales.

La CNMV mantiene una supervisión activa, con una doble vertiente relacionada con la protección del inversor y con la aplicación de la norma de forma justa en términos de competencia, *level playing field*, entre las propias entidades que producen estos análisis.

A pesar del proceso de digitalización que vivimos y que seguramente pueda aportar muchas cosas buenas a todas las actividades (incluidas las del supervisor), el juicio experto de los analistas difícilmente pueda ser reemplazado.

Me gustaría resaltar que en el entorno complejo en el que nos movemos, la formación académica y de carácter continuo resulta fundamental para mantener unos estándares de calidad y cumplimiento normativo óptimos.

Dentro de esta continua formación en el análisis no quería dejar pasar la oportunidad de mencionar el impacto que todo lo relativo a ESG pueda tener en las recomendaciones de inversión. Es un campo nuevo que inexorablemente tendrá efectos en los informes.

Concluyo mi intervención señalando que la Dirección General de Mercados y, en particular, el Departamento de Mercados Secundarios de la CNMV prestarán su colaboración para solucionar las cuestiones de interpretación que se les puedan plantear.

Espero que la contribución de la CNMV en este evento sirva para fomentar dicha cooperación.

Muchas gracias a todos por su atención.

FOROS DE DEBATE – DOCUMENTOS DE TRABAJO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS

- Nº 1. Informe sobre el mercado hipotecario español. Febrero 2013.
- Nº 2. Las reformas como clave para impulsar la confianza y el crecimiento. Marzo 2013.
- Nº 3. Las finanzas públicas españolas en el inicio del siglo XXI: Los efectos de la crisis financiera de 2007. Julio 2013.
- Nº 4. La economía sumergida en España. Julio 2013.
- Nº 5. Las finanzas públicas españolas y los efectos de la crisis financiera. Homenaje a David Taguas. Septiembre 2014.
- Nº 6. Competitividad, eje de una expansión sostenida. Octubre 2014.
- Nº 7. El futuro de la Gestión de Activos. Noviembre 2014.
- Nº 8. Impacto económico de los cambios normativos en los seguros (LOSSEAR ROSSEAR y Baremo). Diciembre 2015.
- Nº 9. El cambio del modelo de negocio de la banca. Junio 2016.
- Nº 10. Ahorro, Pensiones y Seguros de Vida. Julio 2016.
- Nº 11. Debate sobre la evolución del Mercado del Petróleo y las Materias Primas. Junio 2016.

- Nº 12. El Sector Asegurador como inversor institucional y elemento estabilizador de la economía. Julio 2017.
- Nº 13. ¿Es la economía española financieramente vulnerable?. Octubre 2017.
- Nº 14. Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española. Febrero 2018.
- Nº 15. Sector Asegurador: impacto de las tendencias macroeconómicas y demográficas. Mayo 2018.
- Nº 16. Retos financieros pendientes de la economía española. Enero 2019.
- Nº 17. Nuevos retos del sector del automóvil. Julio 2019.
- Nº 18. Principales retos actuales y futuros del sector bancario español. Noviembre 2019.
- Nº 19. La Banca en el Siglo XXI: retos y respuestas. Talleres: 1) Fintech y Regulación Financiera. 2) Big Data e Inteligencia Artificial en el ámbito financiero. 3) Sector Financiero, Digitalización y Derecho de la Competencia. Noviembre 2019.
- Nº 20. Grandes retos de la economía gallega en la era digital. Octubre 2019.
- Nº 21. Inversión y crecimiento sostenible: retos y oportunidades en la gestión profesional del ahorro.
- Nº 22. Análisis de resiliencia del tejido empresarial español ante la crisis del COVID19.
- Nº 23. Instrumentos financieros para convertir patrimonio en rentas durante la jubilación.
- Nº 24. La gestión de la morosidad bancaria en la crisis del coronavirus.
- Nº 25. Panel del Sector Seguros. Un Capital de Resiliencia ante futuras pandemias, posible únicamente desde un modelo de cobertura público-privada.
- Nº 26. VII Panel del Sector Seguros. Necesidad del ahorro previsión tras una década de reformas en el sistema público de pensiones.
- Nº 27. Reformas en el tratamiento fiscal del ahorro destinado a previsión social.
- Nº 28. La hora de la financiación en forma de capital.
- Nº 29. El futuro del análisis bursátil.

ENTIDADES PATRONO

BANCO SANTANDER, S.A.
BANCO SABADELL
BANKIA
CLIFFORD CHANCE
FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT
INDITEX
KPMG
LA CAIXA
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑÓLES
URIA & MENENDEZ
ACS
EY
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA
DELOITTE
J&A GARRIGUES, S.L.
CECA

