

## INCENTIVOS DE LOS ANALISTAS FINANCIEROS PARA PRONOSTICAR CON SESGO OPTIMISTA\*

*(On the Incentives for Financial Analysts to Make Optimistic Biased Forecasts)*

Manuel Larrán Jorge

Profesor Titular de la Universidad de Cádiz

William Rees

Profesor de la Universidad de Glasgow

### RESUMEN

*El objetivo, bajo diferentes perspectivas, del presente trabajo sería el análisis de los pronósticos de beneficios por acción emitidos por los analistas financieros en España. Nos centramos en los pronósticos de resultados, no porque sea el output más importante relacionado con el trabajo de los analistas, sino por ser una de las actividades o productos más visibles de los elaborados por este grupo de profesionales. La presupuestación que llevan a cabo los analistas tiene lugar en un entorno caracterizado por ser una mezcla de relaciones de agencia y de colaboración con otros agentes del mercado, donde el control y el flujo de información es crucial y donde los individuos, que aún asumiendo que tomen decisiones de forma racional, están sujetos a errores y sesgos. Nuestros resultados se derivan de tres estudios distintos: una muestra considerable de pronósticos de beneficios por acción publicados por IBES, una entrevista con 18 analistas y gestores de carteras, y un cuestionario cumplimentado por 58 analistas. Aunque pudieran existir dificultades en combinar los resultados derivados de métodos tan diferentes, pensamos que en nuestro caso se reforzarían las conclusiones y refutación de hipótesis.*

*En el trabajo encontramos evidencias acerca de que los pronósticos están sesgados, son inexactos o ineficientes para períodos superiores al corto plazo, aunque tanto analistas como gestores de carteras son conscientes del sesgo e irracionalidad inherentes al proceso de presupuestación. Nuestros resultados son consistentes con relación a que lo anterior se produce porque los analistas necesitan estimular la contratación y proteger su acceso a información privada más que por fallos en su capacidad de procesar datos. Puede ser que el proceso de presupuestación se caracterice por errores en el procesamiento humano de la información. Aunque en nuestro caso los entrevistados no son conscientes de ello, sí que pudiera existir aún no asumiéndolo.*

**Palabras clave:** *analistas financieros, pronósticos de beneficios, sesgo, incentivos.*

---

\* El presente estudio puede considerarse como parte de los resultados del proyecto nº PB98-1112-C03-03 de la DGICYT del Ministerio de Educación.

Los autores agradecen al profesor Sánchez Fernández de Valderrama y al Instituto Español de Analistas Financieros, la colaboración y ayuda recibida; así como a IBES por facilitarnos la base de datos relativa a pronósticos de compañías españolas. Igualmente, se agradecen los comentarios recibidos a versiones previas del trabajo por participantes de los Congresos de la EAA en Amberes, 1998 y Munich, 2000; así como las sugerencias de los evaluadores anónimos.

## ABSTRACT

*In this paper we focus on forecasting the earnings per share of Spanish firms issued by financial analysts in Spain. We concentrate on earnings forecasting, not because the output is the most important, but because it is one of the most visible of activities or products generated by this professional group. The forecasting takes place in an environment that we characterise as being a mixture of agency and collaborative relationships with other market agents, in which the control and flow of information is crucial and where individuals are not necessarily assumed to be rational decision makers but are subject to errors and biases. Our results are derived from three different studies: a large sample analysis of the accuracy and bias of earnings forecasts published by IBES; a survey of fifty-eight Spanish analysts; and interviews with eighteen Spanish analysts and fund managers. Although there could be difficulties in combining the results from such a spread of research methods, in our case, we believe the conclusions could be reinforced and the null hypothesis refuted. We find that the earnings forecasts are biased, inaccurate or inefficient at anything longer than short-term horizons, but that both analysts and fund managers are well aware of the biases and irrationalities inherent in the forecasting process. Our results are consistent with these shortcomings being largely driven by the analysts' need to stimulate trading and to protect their access to private information rather than failures in their ability to process data. It may be that forecasting is characterised by errors in human information processing, but if this is so we have little evidence that either the providers or users of earnings forecasts are aware of this-although of course they need not necessarily be so.*

**Key words:** financial analysts, forecasted earnings, bias, incentives.

## 1. INTRODUCCIÓN

El grupo de usuarios formado por los Analistas Financieros, que es en el que estamos especialmente interesados en este trabajo, son frecuentemente considerados como inversores en su más puro sentido (fundamentalmente, cuando operan como gestores de carteras), y además ejercen una función de intermediarios de información entre las compañías y aquellas partes interesadas en éstas, tal como inversores, tanto institucionales como privados o individuales. Este grupo, tan especial de usuarios, compilan, analizan e interpretan información contable y, cuando funcionan como intermediarios, diseminan dicha información, dándole o aportándole valor añadido. Dado que muchas decisiones de inversión se basan en interpretaciones y recomendaciones de los analistas, éstos juegan un papel sumamente importante en los mercados de capitales, y de ahí que el estudio de su comportamiento se haya utilizado como vía alternativa a la investigación relacionada con el impacto de la publicación de información contable en el precio de las acciones, sustituyendo el análisis del comportamiento agregado del mercado por el análisis del comportamiento de aquéllos que influyen de una forma evidente en su funcionamiento.

En el presente trabajo nos concentraremos en las relaciones entre analistas financieros y otros agentes interesados en la labor que realizan, principalmente los gestores de carteras y los directivos de aquellas compañías que analizan, y en el impacto que dichas relaciones pudieran tener en la calidad de los pronósticos de beneficios que emiten dichos analistas. Asumimos que la considerable inversión llevada a cabo en los dis-

tintos mercados de capitales refleja la importancia de este proceso y justifica la investigación sobre las prácticas reales de análisis financiero. Nuestro estudio se va a concentrar principalmente en el proceso de presupuestación, dado que es el más visible de los servicios que los analistas ofrecen al mercado. No obstante, aceptamos que el pronóstico de beneficios no es el más importante de los servicios que realizan (Barker, 1998), pero al obtener evidencias sobre las características del proceso de presupuestación y las relaciones que rodean a este proceso, podremos arrojar cierta luz sobre otras cuestiones en las que se ven envueltos en sus prácticas habituales.

En general, los estudios empíricos, que serán revisados en otra sección del presente trabajo, demuestran que los pronósticos de resultados tienden a ser optimistas y extremos. Aunque, en términos generales, los pronósticos de resultados emitidos por los analistas financieros suelen ser más exactos que los obtenidos por un modelo de recorrido aleatorio, lo anterior sólo ocurre en horizontes de predicción muy cortos, puesto que a largo plazo los pronósticos obtenidos por un modelo mecanicista serían más exactos que los elaborados por los analistas financieros. Algunos autores atribuyen lo anterior a deficiencias del procesamiento de información por parte de los analistas, tal es el caso de las hipótesis de sobrerreacción a la información argumentadas por De Bond y Thaler (1990) y basadas en el análisis de Khaneman y Trevesky (1973). Al contrario, Capstaff *et al.* (1995) argumentan que los mismos resultados anteriores pueden ser explicados de forma convincente por los incentivos que poseen los analistas para estimular la contratación, la necesidad de mantener buenas relaciones con los directivos de las compañías que analizan, y la necesidad de proteger su reputación.

En el presente trabajo, complementaremos los resultados de un estudio empírico tradicional sobre la exactitud de los pronósticos (Larrán y Rees, 1999b) y los resultados de una encuesta dirigida a analistas financieros españoles (Larrán y Rees, 1999a), con entrevistas semiestructuradas mantenidas con analistas y gestores de carteras, constituyendo esto último el objeto básico del presente trabajo. Algunos trabajos basados en entrevistas (p.e. Barker, 1998) y en cuestionarios (p.e. Pike *et al.*, 1993), han investigado los incentivos que afectan a los analistas financieros. Sin embargo, este sería el primer trabajo, al menos que seamos conscientes, en el que de forma explícita se combinen las tres metodologías anteriores: Estudio de corte transversal basado en un importante número de pronósticos de beneficios por acción, entrevistas y cuestionarios. Pensamos que esta trilogía, basada en metodologías muy diferentes, que van desde análisis objetivos de las propiedades de los pronósticos hasta una intermedia basada en cuestionarios y pasando por otra más subjetiva, como pudieran ser las entrevistas, puede ser especialmente relevante (Morgan y Smirich, 1980). En concreto, si bien el análisis empírico puede identificar y cuantificar regularidades relativas a la exactitud y sesgo de los pronósticos, sería incapaz de identificar convincentemente una

única razón para explicar los resultados. Las entrevistas y respuestas a cuestionarios, cuyos resultados se expondrán posteriormente, fundamentalmente los derivados de las entrevistas habida cuenta que son congruentes con los derivados de los cuestionarios y siendo de mayor riqueza informativa. No obstante, los resultados derivados de los cuestionarios pueden consultarse en Larrán y Rees (1999a), en el cual se estudian adicionalmente las técnicas y recursos informativos más valorados y utilizados por los analistas para proceder a valorar acciones. Todo lo anterior nos provee de evidencias que señalan que dichos errores son deliberadamente cometidos y explicados por el entorno de relaciones de los analistas y flujos de información más que debidos a fallos en el procesamiento de información llevado a cabo por los analistas.

Nuestras conclusiones se basan en el análisis de más de 30.000 pronósticos individuales de beneficios (Larrán y Rees, 1999b), cuyos principales resultados se van a mostrar en la cuarta sección del presente estudio; entrevistas con 18 analistas y gestores de carteras ubicados en España, y que analizan compañías españolas, y 58 cuestionarios cumplimentados por analistas pertenecientes al Instituto Español de Analistas Financieros (Larrán y Rees, 1999a). Los individuos entrevistados obedecen a diferentes tipos de analistas como veremos a continuación. Igualmente, al operar en distintos contextos, esperamos ser capaces de distinguir las diferentes relaciones, algunas de agencia, que pudieran existir entre los diferentes agentes interesados en la valoración de las compañías en el mercado de capitales. Por otra parte, las opiniones de los gestores de cartera, que es uno de los grupos que impone incentivos y restricciones a los analistas *sell-side*, nos ayudarán a comprender la posición de aquéllos que realizan la labor de presupuestación de beneficios.

En la siguiente sección estudiaremos el papel de los analistas financieros en el mercado de capitales, lo cual nos llevará a analizar en la tercera parte del trabajo las posibles explicaciones a la existencia de sesgo en los pronósticos. Posteriormente, haremos una revisión de los estudios empíricos que han analizado las propiedades de los pronósticos, prestando especial atención al caso español (Larrán y Rees, 1999b). En la quinta parte mostraremos los resultados de las entrevistas, para terminar exponiendo las conclusiones del estudio en el apartado sexto.

## 2. EL PAPEL DE LOS ANALISTAS FINANCIEROS

Si bien la misión del Analista Financiero puede estar ligada a la evaluación de las inversiones en general (véase Termes, 1991, p. 76 y ss.), en este trabajo vamos a entender por Analistas Financieros a aquellos profesionales dedicados fundamentalmente al campo de inversión mobiliaria, pretendiendo obtener estimaciones del

valor presente y futuro de los títulos cotizados en Bolsa, para pasar a la decisión de recomendar comprarlos, mantenerlos o venderlos.

En opinión de Beaver (1989, p. 12), los Analistas Financieros<sup>1</sup> pueden considerarse como un sector industrial cuyo factor de producción está constituido básicamente por información financiera y otro tipo de datos, y cuyo producto es el análisis e interpretación de la misma. Su producto final puede considerarse también como información. En concreto, los analistas llevan a cabo tres actividades básicamente relacionadas con la información:

1. La búsqueda de información que no esté públicamente disponible, a lo cual se le denomina búsqueda de información privada.
2. El análisis, procesamiento e interpretación de la información con el objeto de realizar predicciones o pronósticos.
3. La interpretación de hechos posteriores a la emisión de pronósticos.

El hecho de que los analistas financieros existan supone que hay una creación de valor en su actividad económica, ya que de lo contrario, los propios mecanismos del mercado los harían desaparecer. Si la actividad que desarrollan no fuera importante para los inversores, no existirían como actividad económica y, por tanto, sería de esperar que supongan para los mismos mayores beneficios que el coste que suponen sus servicios.

En este caso particular, el resultado del proceso de análisis de la información financiera va a condicionar en gran parte las decisiones que toman los sujetos asesorados por los analistas y, dada la agregación de esas decisiones, tendrá un determinado impacto en el mercado de valores, como consecuencia de dicho análisis y, por tanto, de los juicios resultantes.

En línea con lo anterior, Bernstein (1995, p. 16) cuando analiza la eficiencia de los Mercados de Capitales, plantea una interesante contradicción: En un mercado eficiente, en el que los precios se ajustan instantáneamente a la nueva información, ningún sujeto puede obtener rendimientos anormales predecibles tomando como base la información pública disponible. De lo anterior surgen dos planteamientos posiblemente contradictorios: Por una parte, la falta de sentido económico que tiene la profesión de analista, al no poder obtener beneficios derivados de su proceso de búsqueda e interpretación de la información y, por otra parte, la asunción de que su papel es importante para determinar el precio de las acciones.

La solución al anterior conflicto pasa por entender que el papel del analista en los Mercados de Capitales consiste en explotar las anomalías del mercado; en concreto, la relativa a la velocidad de ajuste del precio hacia el valor intrínseco ante nueva información. Hay una serie de factores que pueden explicar esta paradoja. El primero

---

<sup>1</sup> A los cuales el autor denomina *Information Intermediaries*.

es el hecho de que toda la Teoría sobre Eficiencia de los Mercados de Capitales se levanta sobre pruebas basadas en la evaluación del comportamiento de un agregado, y no en comportamientos individuales. Al concentrarse en el comportamiento agregado, no sólo se destacan los resultados y rendimientos medios, sino que además se olvidan y enmascaran los resultados obtenidos por la capacidad, el trabajo, y el ingenio individual, así como por la mayor velocidad de respuesta a la información que se hace pública (Bernstein, 1995, p. 18). Así pues, el movimiento de la nueva información y su correcta interpretación se desarrolla desde los segmentos bien informados y preparados del mercado hacia segmentos menos informados y que la absorben más lentamente. Por tanto, el analista puede adelantarse al mercado si el ajuste de los precios a la nueva información no se produce de manera inmediata, obteniendo rendimientos positivos netos como diferencia entre el resultado de sus inversiones y el coste de la información adquirida. Ello explica que la distribución de la información sea gradual en lugar de inmediata<sup>2</sup> (Bernstein, 1995, p. 19).

Una vez delimitado el papel que cumple este grupo especial de usuarios, para que los resultados del trabajo sean comparables con otros trabajos realizados a nivel internacional, se hace necesario analizar, aunque de una forma breve, las distintas clasificaciones de Analistas Financieros que se utilizan en la literatura al respecto, con objeto de situar a los entrevistados en dichas segmentaciones.

En algunos trabajos, fundamentalmente los ubicados en USA, como el llevado a cabo por Williams, Moyes y Park (1996), realizan una doble división de los Analistas Financieros: *Buy-Side* y *Sell-Side Analysts*.

El Analista del tipo *Sell-Side*, generalmente trabaja para una gran compañía, que ofrece servicios tanto de asesoramiento como de gestión de compra-venta. Basándose tanto en la investigación como en el análisis, lo cual incluye frecuentemente contactos directos con los gestores de las compañías, este tipo de analistas determinan o realizan pronósticos de beneficios por acción como parte de una recomendación de compra, venta o mantenimiento de la acción. Esta información, en términos generales, se remite al exterior, a través de notas e informes escritos, o de una forma directa a los clientes mediante los *brokers* que trabajan para la compañía.

Aunque el analista tipo *Buy-Side* pronostica resultados, su papel es más consultivo. Normalmente trabaja para un Banco, Fondo de Pensiones, Compañía de Seguros, etc., e informa a un gestor de carteras, por lo que sus pronósticos son usados internamente por la compañía a la que pertenecen.

Otra clasificación, utilizada fundamentalmente en este caso por los trabajos realizados en Europa, podrá venir del estudio de Moizer y Arnold (1984), en el cual se

---

<sup>2</sup> Sobre este particular, puede consultarse Giner (1999, p. 18-21).

enfatisa la necesidad de distinguir dentro de los analistas financieros, entre gestores de carteras e intermediarios financieros. Los primeros utilizan la información, y la analizan para gestionar sus propias carteras de valores, y los segundos analizan y valoran las empresas, con objeto de que otros gestionen las carteras.

De una forma más precisa, los intermediarios financieros son analistas (*sell o buy side*) que no utilizan la información generada por su propio análisis para propósitos de gestión de carteras. Su papel o función es la provisión de información a otros analistas financieros, inversores y gestores de carteras. Para que esta información sea de valor para los gestores de fondos, debe ser el producto de un más detallado análisis del que éstos podrían llevar a cabo por si mismos, o bien, que sea fruto de haber obtenido cierta información no disponible a los gestores. Como resultado de lo anterior, se espera que los intermediarios de información están más especializados en el análisis de la información que los gestores de fondos.

Los gestores de carteras, por otra parte, tendrán que gastar más tiempo en controlar la composición de las carteras de las cuales son responsables, realizando compras y ventas de acciones, asegurándose que los cambios en las preferencias de sus clientes se vean reflejadas en las carteras. Por tanto, y en consecuencia, los gestores de fondos deben gastar inevitablemente menos tiempo y llevan a cabo menos detallados análisis sobre las acciones a título individual que el que dedican los intermediarios financieros. Los gestores de fondos se surten más de información provista por otros analistas financieros que los intermediarios de información.

En principio, y a partir de las definiciones anteriores, creemos que los Intermediarios Financieros pueden ser tanto Analistas *Sell-Side* como *Buy-Side*, dependiendo de que informen al exterior o a gestores de carteras de su propia compañía. Pensamos que en general, todos los analistas pueden tener entre sus funciones, algunas que en mayor medida lo hagan identificarse con más de una determinada categoría<sup>3</sup>.

Con independencia de las clasificaciones de analistas, para estudiar el papel del análisis financiero tenemos tres grupos de actores que actúan de forma conjunta en el mercado financiero: Los directivos o gerentes de las empresas cuyas acciones cotizan en mercados organizados, los analistas financieros que trabajan fundamentalmente para agencias y sociedades de valores, y los gestores de fondos que trabajan para instituciones de inversión. Por supuesto, la anterior trilogía ignora a los inversores; no obstante, partimos de la base que los intereses de los inversores y de los gestores de sus fondos son similares, dado que ambos están interesados en maximizar el valor de las carteras que poseen o gestionan. También se ignora a los directivos y propietarios de las empre-

---

<sup>3</sup> De ahí que en otros trabajos como el de Vergoosen (1993) se defina una nueva categoría, para identificar aquellos casos en que se mezclan las funciones de análisis con las de gestión.

sas dedicadas al análisis (agencias y sociedades de valores). No obstante, y al igual que en el caso anterior, se podría asumir que los intereses de los analistas son iguales a los de los directivos y accionistas de las compañías para las cuales prestan sus servicios.

Los gerentes de aquellas empresas que cotizan, asumimos, han de estar mejor informados que el resto de agentes externos (*outsiders*), y estarán especialmente preocupados en que el mercado valore sus acciones de forma correcta. De acuerdo con Barker (1998), la mayor parte de los directivos tienen una visión sobre la eficiencia de los mercados bastante sofisticada y, por tanto, asumen que los sobreprecios subsisten sólo de forma temporal. En consecuencia, cualquier corrección posterior puede reflejar o ser percibida por los inversores como una señal negativa sobre la empresa o una valoración, también negativa, de la gestión llevada a cabo por ellos. Por esta razón, aunque el sobreprecio sea menos problemático que lo contrario, sería mejor eliminarlo o que no sucediera.

Los incentivos, por parte de los directivos, para estimular una correcta valoración incluyen, entre otros, la satisfacción de los objetivos de los accionistas, el eliminar la atención de posibles compradores no deseados, minimizar el coste actual del capital, así como el derivado de una posible ampliación, y la utilización del precio de las acciones como un indicador de la gestión. Al contrario, los directivos estarán preocupados por controlar los costes derivados de la elaboración y publicación de la información, incluidos los costes que se derivan del conocimiento de información confidencial, la cual podría ser perjudicial desde el punto de vista de la competitividad; por lo que al reducirse las asimetrías informativas entre los directivos y el mercado, aquéllos verán reducidas sus posibilidades de llevar a cabo operaciones rentables o manipular los precios de forma oportunista. Barker (1998) concluye que los directivos de compañías que cotizan están interesados, entre otras cuestiones, en eliminar sorpresas de cara al mercado, especialmente las desfavorables o que supongan señales negativas.

La posición de los analistas financieros es bastante más compleja e interesante a su vez. Su papel fundamental es el de captar información de cada una de las compañías que siguen, procesarla y diseminarla entre los gestores de carteras. Lo anterior se lleva a cabo en forma de informe escrito, el cual suele incluir recomendaciones del tipo comprar/vender/mantener, así como pronósticos sobre diferentes variables, como el beneficio por acción. De acuerdo con diferentes trabajos basados en cuestionarios, los analistas valoran y utilizan, por encima de cualquier otro recurso informativo, la información contable y los contactos con los directivos de las compañías que analizan (Barker, 1998; Pike *et al.*, 1993; Vergoosen, 1993; Olbert, 1994, y Larrán y Rees, 1999a). Sin embargo, habría que hacer notar que en este tipo de trabajos se ignora el impacto de ciertas variables con contenido informativo bajo la asunción de la teoría de las señales, tales como dividendos, emisión de deuda, inversiones, volumen de contra-

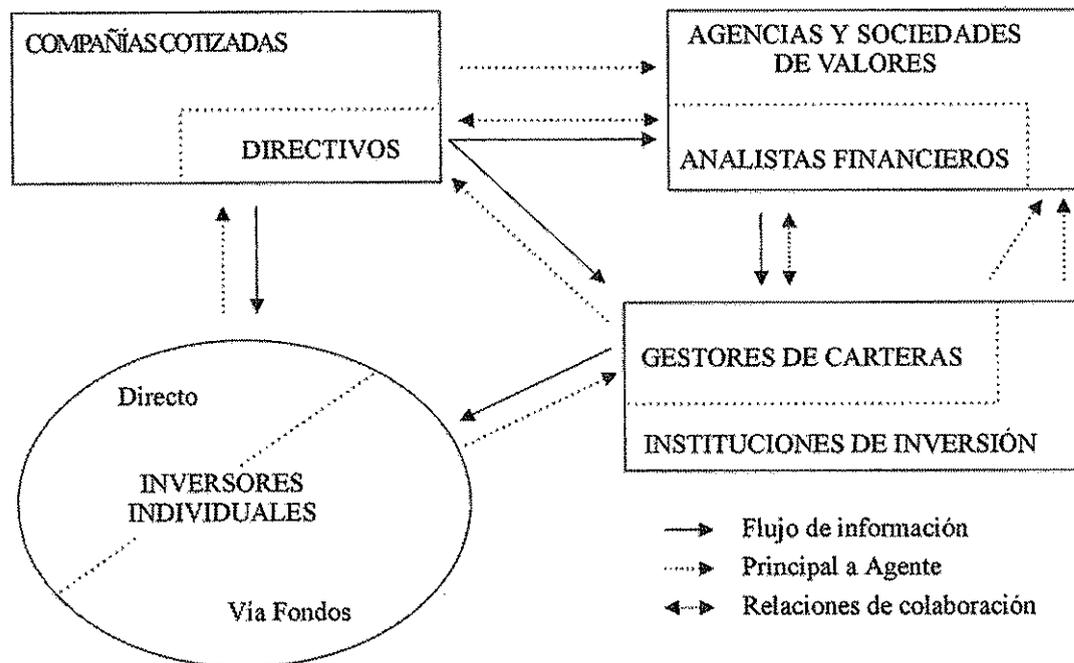
tación, recompra de acciones, etc. Por otra parte, y desde el punto de vista de la remuneración, aunque no existe suficiente información sobre los factores que la determinan, partiendo que los beneficios de las compañías para las cuales prestan sus servicios dependen más de las comisiones sobre el volumen de contratación que han inducido que de los servicios de asesoramiento, se puede asumir que el volumen de negocio es uno de los factores más determinantes de la compensación de los analistas. Igualmente, es obvio que la reputación de los analistas es importante tanto para generar un volumen considerable de comisiones, como para poder demandar salarios elevados. Un conflicto puede aparecer de forma inmediata cuando el analista, en orden a generar comisiones, debe persuadir al mercado de que el consenso actual sobre el precio es erróneo, pero si no se produce dentro de unos límites podría perjudicar su reputación. Por otra parte, si asumimos que el valor de la empresa en el mercado está tan frecuentemente sobrevalorado como infravalorado, el analista tenderá, en orden a generar negocio, a emitir tanto recomendaciones de venta como de compra. Sin embargo, los directivos podrán reaccionar de forma negativa ante informes que puedan hacer disminuir el precio de sus acciones, y dado que los contactos con los directivos es uno de los recursos informativos más valorados por los analistas, estos últimos tenderán a ser optimistas con objeto de proteger el acceso a esta fuente de información privilegiada.

El tercer grupo que hemos considerado es el de los gestores de carteras. Este grupo de analistas estará especialmente interesado en identificar acciones mal valoradas, pero no en estimular la contratación. Igualmente, estarán preocupados en que los gerentes y directivos actúen en congruencia con los intereses de los accionistas, por lo que deben estar preparados para incurrir en costes contractuales a tal fin. A diferencia de otros trabajos, en el estudio de Barker (1998) se evidencia que el recurso informativo más valorado por los gestores de fondos son los contactos con las empresas y la información contable. Estos resultados son ciertamente sorprendentes, dado que si los gestores de fondos siguen a un número de compañías mucho mayor que el de las seguidas por los analistas, debieran valorar más los informes que emiten estos últimos. No obstante, Barker (1998) justifica esta evidencia argumentando que los gestores de carteras han de proteger los intereses de los accionistas, estando más interesados en tendencias que en noticias, dado que los analistas enfocan su trabajo en la volatilidad a corto plazo. Adicionalmente, en este caso, los gestores de fondos piensan que los contactos con directivos es un recurso excesivamente importante como para delegarlo a los analistas.

La figura 1 es una representación de nuestra visión sobre las principales relaciones entre las compañías cotizadas, agencias y sociedades de valores, instituciones de inversión y accionistas individuales. Lo anterior está basado en el trabajo de Barker (1998) y en encuestas previas sobre las prácticas de analistas financieros y gestores de carteras (p.e. Arnold, Moizer y Noreen, 1984; Pike *et al.*, 1993, y Vergoosen, 1993) y

los estudios de casos sobre prácticas de divulgación de información llevados a cabo por Holland (1998). Igualmente, el diseño de dichas relaciones está, por supuesto, basado en las evidencias de los estudios interrelacionados del caso español que se presentan en el presente trabajo. En cualquier relación tal como la diseñada en la figura 1 se produce una cantidad compleja de flujos de información, responsabilidades y de relaciones de distinta naturaleza. Vamos a identificar a continuación aquéllas que pensamos son las más importantes.

**Figura 1**  
**Una descripción de las interrelaciones entre compañías cotizadas, agencias y sociedades de valores, gestores de carteras e inversores individuales**



Las relaciones más simples son aquéllas que afectan directamente a los inversores individuales. Para los inversores con una participación directa en la compañía los gerentes de las compañías son sus agentes y aquéllos que le suplen de la información contable que prescribe la regulación, de otra información regulada legislativamente o por requerimientos del mercado de valores y, ocasionalmente, de información con carácter voluntario. Para aquellos inversores que invierten vía Fondos, la relación es algo más compleja que la anterior y los flujos de información, probablemente más simples. En este caso, los gestores de carteras son los agentes de los inversores y, periódicamente, proveerán a los inversores de información relativa a la rentabilidad de sus

fondos y, posiblemente, para ciertas carteras gestionadas, detalles sobre la rentabilidad de cada uno de los activos que componen los fondos.

Las relaciones entre los gestores de carteras y los directivos de las compañías cotizadas son similares a las que existen entre la compañía y sus inversores directos, salvo que en este caso las relaciones de poder se ven alteradas o son distintas. En este caso, los directivos de las compañías son los agentes y los gestores de carteras funcionarán como los principales en la relación de agencia, tal como si fueran los inversores individuales. Sin embargo, los gestores de carteras tienen más poder, por lo que los directivos estarán más incentivados para suministrarle información adicional, atenderlos en visitas y discutir con ellos cuestiones relativas al negocio, más o menos, cuando los gestores de carteras deseen hacerlo. Es por lo anterior que en algunas ocasiones los gestores de carteras pueden influir en las decisiones de los directivos relativas a inversiones de ciertas dimensiones, compras de empresas, nombramientos de directivos, etc.

Quizás, la más compleja e interesante relación, para los propósitos de este trabajo, sea la existente entre las compañías de análisis (agencias y sociedades de valores) y las compañías cotizadas. En este caso no existe una relación formal de agencia entre los directivos de las compañías y los analistas financieros. Los directivos proveen al analista de información porque creen estar obligados a ello y en pro de los intereses de la valoración apropiada de la compañía. Esta información es esencial para los analistas, al objeto de desarrollar su trabajo y realizar las recomendaciones oportunas sobre cada una de las compañías que siguen. Por tanto, la relación es mutuamente beneficiosa para ambos, por lo que podríamos hablar, en este caso, de una "relación de colaboración". No obstante, pudieran existir, en ciertos casos, ciertas relaciones de agencia. Por ejemplo, gran parte de la cifra de negocios de las agencias y sociedades de valores se derivan de proveer servicios financieros a las firmas cotizadas, tales como la colocación de nuevas acciones en bolsa, colocar deuda o asesorar sobre nuevas inversiones o desinversiones. Por tanto, las relaciones entre otros departamentos de las agencias y sociedades de valores con los analistas se convierten en especialmente interesantes, dado que sería concebible pensar que las relaciones de los analistas con los directivos de las compañías que analizan se pueden ver influenciadas por la necesidad de atraer negocio a otras secciones o departamentos (*Corporate Finance*) de la sociedad de valores.

Finalmente, tenemos la relación entre los analistas financieros y los gestores de carteras. Otra vez, no existe una relación formal de agencia. Los analistas proveen de información y asesoran a los gestores de carteras porque esperan que éstos estimulen la contratación y, por tanto, las agencias y sociedades de valores se benefician de las comisiones que pesen sobre las órdenes de compra y venta inducidas. En este caso, los gestores de carteras van a estar interesados en mantener buenas relaciones con los analistas financieros, al objeto de asegurarse un fácil y rápido acceso a sus informes, pro-

nósticos de beneficios y recomendaciones. Por las mismas razones que en el caso anterior, pudiéramos denominar, igualmente, esta relación como una "relación de colaboración". No obstante, los gestores de carteras pueden tener una relación de agencia con las agencias y sociedades, cuando éstas últimas compran y venden acciones en representación de los fondos. Por tanto, las instituciones de inversión pueden tener tal relación de agencia si, además, contratan algún tipo de servicio financiero con las agencias y sociedades de valores, tal como lo hacen las compañías cotizadas.

Las interrelaciones planteadas en la figura 1 nos sugieren que las relaciones convencionales de agencia existen y, por tanto, podemos esperar que la teoría de la agencia nos ayude a explicar algunos de los efectos derivados de dichas relaciones. No obstante, los flujos de información y el análisis del comportamiento ligado a los fallos en el procesamiento humano de la información también podrían ser útiles. Finalmente, las relaciones de colaboración afectan a dos de los más importantes enlaces del esquema: aquéllos que ligan a los analistas con directivos, por una parte, y los que ligan a gestores de carteras y analistas, por otra. Por tanto, la conjunción de la teoría de agencia y análisis del comportamiento puede ser tremendamente útil para analizar fielmente tales relaciones.

### **3. INCENTIVOS PARA EL PRONÓSTICO SESGADO**

En general, la mayoritaria y documentada evidencia del optimismo a la hora de pronosticar resultados es frecuentemente atribuida al conflicto de intereses y a las relaciones de agencia con las que opera el analista con directivos y propietarios actuales o potenciales, si bien ciertos autores opinan que este sesgo está exento de intención por parte de los analistas. Del marco teórico anterior se pueden obtener algunos incentivos que expliquen el sesgo y la falta de exactitud, tal como vamos a analizar a continuación a partir de ciertas evidencias y opiniones encontradas en la literatura al respecto.

Un primer posible incentivo puede venir del hecho de que el negocio que generan los analistas y, por tanto, parte de su remuneración, viene determinada por las comisiones que generan (Dorfman, 1991). Es más fácil obtener clientes para que hagan operaciones de compra que de venta, por lo que para reforzar las recomendaciones de compra se tiende a sobreestimar el beneficio (Scinolffi, 1992).

En el caso de Estados Unidos, y en otros países debe ser igual, para las agencias y sociedades de valores, la investigación llevada a cabo por los analistas genera poco negocio directamente (Eccles y Crane, 1988). Las compañías, para las cuales trabajan generalmente los analistas, suministran informes de investigación libres de costes a clientes e inversores institucionales. Por tanto, a la función de investigación se le requie-

re que genere ingresos que surgen de otras actividades de la compañía. Una fuente importante de ingresos serían las comisiones que generan las operaciones de compra-venta ejecutadas a través de los departamentos de servicios al inversor de la propia compañía. Cuando un analista emite un pronóstico optimista de los beneficios y una recomendación de compra de la compañía, los gestores de las compañías pueden llamar a todos sus inversores para sugerirle que compren las acciones rápidamente, lo cual conlleva el cobro de comisiones para la agencia o sociedad de valores.

Para un pronóstico pesimista y una recomendación de venta, sin embargo, los gestores o *brokers* sólo pueden llamar a aquellos inversores que ya poseen la acción. Adicionalmente, otro tipo de estudios han mostrado que los analistas tienden a emitir un mayor número de recomendaciones de compra que de venta (Lloyd y Canes, 1978, y Beneish, 1991).

Un segundo incentivo que posiblemente pueda introducir sesgo optimista en la labor de presupuestación puede venir motivado por la importancia que tiene para ellos cierta información. En concreto, los analistas valoran como un recurso informativo sumamente importante las conversaciones, tanto formales como informales, con los directivos de las compañías con objeto de obtener información relativa a aspectos específicos de la empresa<sup>4</sup>. Una evaluación negativa de la empresa por parte del analista puede deteriorar las relaciones con los gerentes y comprometer un importante recurso informativo de la empresa.

En concreto, si los analistas no cumplen las expectativas de los directivos, y no proporcionan pronósticos acordes con sus deseos, sería difícil que puedan seguir obteniendo de los mismos información sobre la empresa, principal fuente de información para hacer los pronósticos (Trueman, 1990, p. 220, y Francis y Soffer, 1994, p. 6). Además, los analistas son reacios a revisar sus predicciones ante nueva información, ya que esto daría a sus clientes una idea de poca exactitud en las mismas, y podría desprestigiarlos en el mercado (Trueman, 1990, p. 220).

Scinolfi (1995) argumenta que debido a las presiones de la empresa, los analistas mantienen las recomendaciones de compra hasta que lo consideran excesivamente inapropiado, o utilizan eufemismos para recomendar la venta, tal como motivos especulativos. Igualmente, también existen ciertas evidencias, de que en un plano de compensaciones, los analistas adelantan la información a las empresas en algunos casos, y en otros ofrecen información distinta a la que está disponible para el público en general. La prensa financiera (Pulliam, 1995) describe un circuito donde los analistas publi-

---

<sup>4</sup> Véase al respecto: Moizer y Arnold (1984); Arnold, Moizer y Noreen (1984); Chang y Most (1981); Pike, Meerjanssen y Chadwick (1993); Vergoosen (1993); Olbert (1994); García Díez (1992), y Williams, Moyes y Park (1996).

can un pronóstico conservador de las ganancias para conocimiento general, y, por otra parte, dedican gran cantidad de tiempo telefónico a ofrecer otro tipo de pronósticos.

Si bien la mayor parte de las evidencias, aunque anecdóticas, son por parte de los analistas del tipo *Sell-Side*, pueden darse en otros tipos de analistas, y motivadas por otro tipo de relaciones. En concreto, algunos trabajos como el de Lin y McNichols (1993) muestran que cuando la firma que se pronostica es a su vez cliente de la sociedad de valores, hay una mayor tendencia al optimismo que cuando no lo es. En otros casos los analistas del tipo *Buy-Side* pueden verse presionados por los gestores de fondos para permanecer neutrales u optimistas en sus proyecciones. Un informe negativo sobre las acciones que configuran una cartera puede afectar a la rentabilidad de las mismas y, por extensión, a la compensación de los gestores de dichos fondos (Scinolfi, 1995).

Si una compañía es cliente de un Banco, y este Banco tiene un servicio de Análisis Financiero, puede ocurrir que los analistas en este caso tengan presiones adicionales para ser optimistas sobre el futuro de la compañía, que a su vez es cliente. De acuerdo con Dugar y Nathan (1995), esta presión adicional, frecuentemente, viene directa o indirectamente del departamento de inversiones del Banco, y viene motivada por el temor del departamento de inversiones de que las relaciones con el cliente puedan terminarse si el analista emite un informe desfavorable. Tales presiones pueden venir desde la propia gerencia de la compañía<sup>5</sup>.

Un tercer incentivo sugerido por Schipper (1991), que probablemente influya en las propiedades de los pronósticos de los analistas financieros, sea la preferencia o prioridad de la oportunidad sobre la exactitud. Cuanto más pronto sea informado el cliente, mayores los posibles beneficios para éste. Este incentivo relacionado con la necesidad de satisfacer con rapidez a los clientes informando sobre las perspectivas futuras puede minorar o comprometer la exactitud de los pronósticos.

El cuarto incentivo, relacionado con la reputación del analista podría llevar a que esta motivación para la exactitud frenara al sesgo optimista. Por tanto, hay ciertas fuerzas que pueden mitigar el optimismo de los analistas. Entre ellas podrían derivarse la pérdida de credibilidad, que puede llevar a una pérdida de clientela y a la posibilidad de demandas legales por parte de inversores insatisfechos. No obstante, este tipo de fuerzas sólo mitigaría la magnitud del relativo optimismo, pero no tiene porqué hacerlo desaparecer (Dugar y Nathan, 1995).

---

<sup>5</sup> Sobre este particular, Dugar y Nathan (1995) muestran un ejemplo de un hecho ocurrido en marzo de 1990 cuando Marvin Roffman, un analista con un cierto nivel de prestigio en la industria del juego en Estados Unidos, fue despedido de la compañía donde trabajaba, la agencia de valores *Janney Montgomery Scott, Inc.* La prensa financiera (Laderman *et al.*, 1990) publicaba que Mr. Roffman fue despedido, presumiblemente, porque emitió pronósticos pesimistas relativos al futuro de *Donald Trump's Taj Mahal Casino-Hotel*. Mr Trump era un cliente importante de la Agencia de Valores, y solicitó el despido del analista.

Dado que las firmas de valores, raramente utilizan la exactitud de los pronósticos de ganancias como un factor explícito para determinar la compensación de los analistas (Eccles y Grane, 1988, y Dorfman, 1991), es poco claro si el incentivo para ser exacto predomine sobre el de ser optimista.

#### **4. EVIDENCIAS EMPÍRICAS RELATIVAS A LA INEXACTITUD Y SESGO DE LOS PRONÓSTICOS**

La abundante evidencia empírica procedente de estudios llevados a cabo en Estados Unidos confirman que los analistas, en general, son capaces de generar pronósticos más exactos que los modelos predictivos basados en series temporales de resultados (véase Brown, 1993, entre otros). Resultados similares a los anteriores se han obtenido, igualmente, en el Reino Unido (véase Capstaff *et al.*, 1995). No obstante lo anterior, habría que hacer notar que muchos estudios demuestran que la exactitud de los pronósticos de beneficios que calculan los analistas sólo supera a los modelos de series temporales en horizontes de predicción a corto plazo, por lo que las evidencias obtenidas en Estados Unidos y Reino Unido (De Bondt y Thaler, 1990, y Capstaff *et al.*, 1995) sugieren que los analistas tienden a ser optimistas en sus pronósticos, y sobrerreaccionan ante la existencia de nueva información sobre las compañías que siguen o analizan.

En los últimos tiempos ha habido cierto debate sobre la eficiencia de la labor de presupuestación por parte de los analistas financieros. En concreto, Dreeman y Berry (1995) denuncian que la inexactitud observada de los pronósticos hacen que sean poco útiles e ineficientes. No obstante, Brown (1996), en una réplica al trabajo anterior, después de señalar y argumentar algunas debilidades metodológicas del mismo, invalida sus argumentos. Aun a pesar de lo anterior, los resultados generales de los trabajos que hemos analizado llevan a dudar sobre la utilidad de los pronósticos en otros horizontes temporales distintos a los que se circunscriben en el corto plazo.

En relación con lo anterior, Capstaff *et al.* (1997) evidencian que el error medio de los pronósticos calculados en 9 países europeos va desde un 28,4% en Italia hasta un 17,4% en los Países Bajos. Por otra parte, Larrán y Rees (1999b) encuentran que el error medio para una muestra conformada por 38.248 pronósticos individuales emitidos por compañías españolas de análisis durante el período 1988-1994 es del 24,4%. Este resultado o error se mostraba altamente dependiente del horizonte de presupuestación. Los pronósticos realizados cerca del cierre del ejercicio tenían un porcentaje medio de error del 20%, mientras que los realizados al comienzo del mismo se aproximaban a un 30%. Adicionalmente, la utilización de un modelo simple de pronóstico, basado en la asun-

ción de no considerar cambios en el beneficio por acción de las compañías, mejoraba al pronóstico de los analistas a partir del quinto mes anterior al cierre en adelante.

Aunque el valor y utilidad de los pronósticos que emiten los analistas esté aceptado por la mayor parte de los profesionales y académicos, es ciertamente sorprendente el hecho de que los pronósticos de beneficios que emiten este grupo especial y sofisticado de usuarios de información financiera sean, generalmente, incapaces de mejorar las estimaciones logradas por un modelo ingenuo de presupuestación, cuando el horizonte temporal utilizado se refiere a un período moderadamente largo. Igualmente, puede ser razonable pensar que existen razones para suponer que los analistas tienden a ser optimistas y que, por tanto, los errores en pronósticos ponen de manifiesto ciertas deficiencias que podrían ser corregidas.

Evidencias sobre el optimismo en los pronósticos realizados por los analistas han sido puestas de manifiesto en diferentes trabajos (Butler y Lang, 1991; Fried y Givoli, 1982; Ali, Klein y Rosenfield, 1992, y O'Brien, 1988). Klein (1990) señala que el optimismo tiende a concentrarse en los casos donde el precio de las acciones disminuye, existiendo una tendencia al pesimismo cuando los precios incrementan. Adicionalmente, Abarbenell y Bernard (1992) encuentran que el optimismo relativo a los pronósticos de beneficios por acción es más común en el año que sigue a una obtención baja de resultados. Una evidencia distinta del optimismo se evidenció por Keon (1995), donde en Estados Unidos y en el primer trimestre de 1993, las ganancias reales eran mayores, por término medio, que las que habrían sido pronosticadas por los analistas. El autor atribuye este pesimismo, ciertamente nuevo en la literatura, a dos factores. El primero es debido a la presión que ejercen las empresas para evitar sorpresas negativas. Evidencias recientes muestran que el mercado reacciona favorablemente a compañías que tienen ganancias un poco más altas que las esperadas. El segundo factor explicativo está relacionado con las variables de tipo macroeconómico (aquellas que el mercado no puede anticipar) y que tienen influencia en los resultados. Las explicaciones, en este sentido, se basan en que se obtienen mayores resultados que los esperados, provocados por operaciones realizadas con moneda extranjera, dada la debilidad del dólar por aquellas fechas y las mejoras en la productividad de las compañías, que proceden de la reestructuración y ventajas derivadas de las nuevas tecnologías de la información.

Lo anterior puede ser una muestra o excepción, dado que el pesimismo, en este caso, se refiere a un período concreto afectado por factores muy específicos. Por otra parte, Capstaff *et al.* (1997) encuentran en su estudio, llevado a cabo en diferentes países europeos, evidencias de sesgo que va desde un 11,5% en Italia hasta un 2,8% en Irlanda. La evidencia encontrada, para el caso español, por Larrán y Rees (1999b) pone de manifiesto la existencia de un sesgo que va desde un 7,5% al finalizar el ejercicio, hasta aproximadamente el doble en un horizonte anual. En ninguno de los 24 meses,

que constituyen los horizontes de pronósticos analizados en el trabajo, el sesgo de las predicciones de beneficios realizados por el analista es inferior al obtenido con un modelo simple de presupuestación basado en ausencia de cambios en el resultado.

Capstaff *et al.* (1995) también proveen de evidencias que muestran que la exactitud de los pronósticos de beneficios realizados por los analistas en el Reino Unido puede ser mejorada si se incluye, en el modelo de presupuestación, información relativa al precio de las acciones y al ratio PER del mercado. Dicha información está siempre disponible al analista cuando realiza el pronóstico y, por tanto, podría ser incorporada por aquél en sus predicciones. Si esto no se produce, los autores presumen que puede deberse a lo siguiente:

- a) Los pronósticos de los analistas reflejan un uso ineficiente de la información, o
- b) los analistas deciden, deliberadamente, no producir el más exacto de los pronósticos posibles, lo cual implica que existen incentivos que llevan a no incorporar toda la información.

Givoly y Lakonishok (1984) en una revisión de las evidencias existentes en el caso de Estados Unidos, juzgan que la misma es consistente con el hecho de que los pronósticos de beneficios se hacen de una forma racional. En un trabajo más reciente, Brown (1996) sostiene que la revisión de literatura realizada al respecto lleva a aceptar la existencia de un optimismo sistemático en los pronósticos, lo cual es inconsistente con la racionalidad. Igualmente, y en el caso de Estados Unidos, De Bondt y Thaler (1990) encontraron evidencias de irracionalidad, optimismo o sesgo positivo y sobre-reacción a la información por parte de los analistas. Lo anterior parece ser consistente con la tesis mantenida y evidenciada en De Bondt y Thaler (1991), sobre que el mercado sobre-reacciona a la información a la hora de fijar el precio de las compañías.

Por otra parte, Klein (1990) muestra en su estudio la existencia de infrarreacción en los precios, mientras que Abarbanell y Bernard (1992) encuentran que los analistas infrarreaccionan a los anuncios de beneficios. Igualmente, estos últimos, muestran que existen significativas y positivas correlaciones seriales en los errores de los pronósticos, lo cual es una manifestación de irracionalidad. Si bien existen evidencias generales sobre el sesgo, los resultados correspondientes a la infra o sobre-reacción son conflictivos.

Los hallazgos derivados de los trabajos de Patz (1989) y Capstaff *et al.* (1995) son consistentes con el sesgo optimista y con la sobre-reacción. Es bastante factible que los analistas suministren pronósticos extremos con el objeto de estimular la contratación, pero en orden a proteger su propia reputación buscan publicar los pronósticos más exactos cuanto más cerca esté la fecha de publicación de los resultados. Bajo tales circunstancias, los resultados obtenidos por De Bondt y Thaler (1990) y Capstaff *et al.* (1995) serían los esperados.

En la tabla 1 se muestran los resultados de un modelo de regresión lineal que utiliza datos españoles, donde la variable dependiente es el cambio de beneficio por acción, y las independientes, el cambio o error en el pronóstico del beneficio por acción, o el cambio o error en el pronóstico de beneficio por acción basado en el modelo que trata de llevar el ratio PER de la empresa hacia el que tiene el mercado, o ambas variables a la vez. Si los pronósticos no contuvieran sesgo e hicieran uso de toda la información contenida en el precio de las acciones, en combinación con el ratio PER del mercado, se esperaría que el intercepto fuera igual a cero, y el coeficiente de la variable igual a uno en el caso de utilizar como pronóstico el de los analistas, o cero cuando se utilizan pronósticos basados en el ratio PER. De acuerdo con los trabajos comentados con anterioridad, Larrán y Rees (1999b) encuentran que el intercepto es significativamente inferior a cero, el coeficiente de pronóstico de los analistas es significativamente más pequeño que uno, y el coeficiente de los pronósticos basados en el PER es significativamente distinto de cero. Estos resultados son consistentes con el sesgo optimista y, de acuerdo con De Bondt y Thaler (1991), con el hecho de que los analistas sobre-reaccionan a la información cuando ésta se hace pública, y con el hecho de que los analistas no utilizan toda la información disponible. Como se mencionaba anteriormente, los resultados que indican sobre-reacción pueden también ser interpretados como indicativos de una deliberada presupuestación extrema. Con una metodología como la anterior, no habría forma de diferenciar entre las dos posibles hipótesis o justificaciones.

**Tabla 1**  
**Características de los Pronósticos de beneficio por acción en España<sup>a</sup>**

	a0	a1	A2	R2	Casos
Modelo 1	-0,077 (-43,25)	0,446 (80,53)		15,1%	36.461
Modelo 2	-0,078 (-43,44)		0,216 (47,73)	6,9%	30.679
Modelo 1*	-0,097 (51,1)	0,386 (61,56)		11,2%	30.008
Modelo 3	-0,102 (-57,81)	0,325 (50,83)	0,150 (33,27)	14,4%	30.008

<sup>a</sup> Estos resultados, basados en Larrán y Rees (1999b), proceden de un modelo de regresión lineal donde la variable dependiente es el cambio real de los beneficios por acción, y las variables independientes serían el error de pronóstico del analista (coeficiente a1) y el error del pronóstico basado en la asunción de que los resultados cambiarán hasta hacer que la firma alcance el ratio PER del mercado (coeficiente A2). a0 es el intercepto. Los pronósticos se realizaron durante el período 1988 a 1994.

Los resultados presentados en la tabla 1 son fruto de un análisis de todos los pronósticos disponibles que fueron realizados en horizontes que van desde 21 meses antes

del cierre del ejercicio económico hasta la finalización del año. Si los resultados se van segmentando por horizontes, difieren ostensiblemente. En concreto, conforme se va acortando el horizonte de predicción, el intercepto se va acercando a cero, al igual que el coeficiente de los pronósticos basados en el ratio PER, y el coeficiente de los pronósticos de los analistas se va aproximando a la unidad. Si bien en un horizonte igual o mayor a 10 meses el modelo no tiene apenas capacidad explicativa, en el último mes explica el 70% de la variación del beneficio por acción.

En la tabla 2 se insertan los resultados obtenidos por Larrán y Rees (1999b) correspondientes a la predicción de los cambios en los pronósticos de los analistas. En esta regresión, la revisión que efectúan los analistas se modeliza con las revisiones efectuadas en pronósticos previos, y con el cambio que implicarían los pronósticos basados en el PER. La capacidad explicativa del modelo basado en los pronósticos es de 5,6% ó 7,5%, dependiendo de la muestra utilizada, que se mejora hasta un 10,5% cuando la variable PER se añade al modelo. Lo anterior nos puede estar indicando que, en una buena parte de casos, las revisiones de los pronósticos pueden anticiparse.

Los resultados no son únicos en España, dado que Capstaff *et al.* (1997) encontraron resultados similares para la mayor parte de países de Europa. El nivel de exactitud de los analistas españoles es similar al obtenido para aquellos mercados de capitales con similar tamaño, pero mayor que el de países como Reino Unido o los Países Bajos. No obstante, más del 40% de la muestra utilizada por Larrán y Rees (1999b) estaba constituida por analistas ubicados fuera de España, normalmente en Londres, aunque no existían diferencias significativas entre los errores de pronósticos de beneficios de compañías españolas efectuadas por analistas españoles y extranjeros.

**Tabla 2**  
**Modelo de Revisión de Pronósticos<sup>a</sup>**

	b0	B1	b2	R2	Casos
Modelo 1	-0,019 (11,72)	-0,0172 (35,87)		5,6%	21.683
Modelo 2	-0,058 (35,94)		0,0379 (9,26)	0,5%	18.289
Modelo 3	-0,028 (18,56)	-0,2342 (43,93)	0,097 (24,93)	10,6%	17.696
Modelo 1*	-0,028 (17,69)	-0,194 (37,82)		7,5%	17.696

<sup>a</sup> Estos resultados, basados en Larrán y Rees (1999b), proceden de un modelo de regresión lineal donde la variable dependiente es la revisión del pronóstico del beneficio por acción, y las variables independientes serían el cambio sobre el ejercicio inmediatamente anterior en el pronóstico (coeficiente B1) y un cambio en pronóstico basado en la asunción de que el resultado se movería para que la empresa tenga un ratio PER igual al del mercado (coeficiente b2). b0 es el intercepto. Los pronósticos se hacen durante el período 1988-1994.

## 5. EVIDENCIAS DE LAS ENTREVISTAS

En este apartado presentaremos las evidencias obtenidas, a partir de la elaboración de varias entrevistas a analistas financieros que siguen a compañías españolas, con objeto de corroborar o no cada uno de los incentivos o motivaciones expuestos anteriormente. Para ello, justificaremos primero el método utilizado, para pasar a describir a continuación el perfil de los entrevistados y los resultados obtenidos.

El sesgo optimista encontrado, tanto en el caso español como en otros países, nos hacen plantearnos como explicaciones las siguientes:

- a. Los pronósticos de los analistas reflejan un uso ineficiente de la información.
- b. Los analistas deliberadamente eligen no producir el conjunto más exacto de pronósticos, lo cual implica que hay incentivos que lo explican.

Precisamente el rechazo o aceptación de cada una de las explicaciones anteriores, constituye el objeto del presente estudio.

### 5.1. Las entrevistas

En el presente trabajo hemos llevado a cabo una serie de entrevistas semiestructuradas (Ortí, 1992; Taylor y Bodgan, 1986, y Rodríguez, 1993). Similar método se utiliza en el trabajo de Day (1986), cuyo objetivo era establecer qué tipo de información utilizaban los analistas de inversiones en el Reino Unido, para lo cual se basó en entrevistas a quince analistas. Por otra parte, en el estudio de Bence, Hapeshi y Hussey (1995) que analizan las diferencias en usos de información entre analistas que trabajan para Agencias de Valores y los que prestan sus servicios en Fondos de Inversión, se entrevistaron para obtener los resultados a un total de 33 analistas, 21 del primer grupo y 12 del segundo. En nuestro caso, el número de personas entrevistadas fueron sólo dieciocho analistas, no obstante los resultados pueden ser bastante significativos por varias razones:

1. Los entrevistados corresponden a compañías, fundamentalmente Sociedades de Valores y Bolsa, cuyos pronósticos representan un porcentaje importante de los que son publicados por I/B/E/S para el caso español; por lo que la muestra aún siendo pequeña, no sería estrictamente aleatoria.

2. Los resultados de las entrevistas ofrecen, en muchas ocasiones, datos de mayor riqueza informativa que los proporcionados por un cuestionario<sup>6</sup>, dado que el entrevistado no tendría porqué supeditarse a la naturaleza estricta de las cuestiones preguntadas, ni a señalar únicamente una de las respuestas que figuran entre las distintas alternativas.

---

<sup>6</sup> No obstante, los resultados del estudio que llevamos a cabo con cuestionarios son consistentes con éste.

3. Dado que los resultados son bastante homogéneos en general, no nos planteamos ampliar el número de entrevistas. Lo anterior hubiera sido aconsejable en el caso de resultados y opiniones muy contradictorias entre los analistas entrevistados y/o encuestados.

Las entrevistas se llevaron a cabo en Madrid, durante los meses de mayo, junio y noviembre de 1997. Los cuestionarios, aunque no son fruto de análisis en este trabajo, fueron remitidos en 1998 y analizados en 1999. Dichas entrevistas se plantearon y desarrollaron de una forma semiestructurada, con una duración aproximada cada una de ellas de una hora<sup>7</sup>, donde se comenzaba delimitando el perfil de la compañía y el analista, para pasar posteriormente a recabar información sobre:

- Recursos informativos que utilizan.
- Variables que pronostican.
- Métodos utilizados.
- Explicaciones al sesgo optimista de los pronósticos.

En los apartados siguientes reflejaremos los resultados de las 11 entrevistas llevadas a cabo con los analistas del tipo *sell-side*, y en un último apartado exponremos los resultados de las entrevistas mantenidas con dos analistas del tipo *buy-side* y cinco gestores de fondos, con el ánimo de corroborar los primeros resultados, y reforzar por tanto la contrastación de las cuatro hipótesis que fueron expuestas con anterioridad.

## **5.2. Perfil de los analistas *sell-side* entrevistados**

1. De los 11 analistas *sell-side*, uno pertenecía a una Agencia de Valores, y el resto a Sociedades de Valores y Bolsa<sup>8</sup>. Con relación al capital de las sociedades a la que pertenecen los analistas, 3 pertenecen a socios individuales, 3 a Bancos extranjeros, 4 a bancos españoles, y una última cuyo capital era parte de socios individuales, y, la otra, de un banco extranjero.

2. Todas las compañías publican los pronósticos de beneficio en alguna Base de Datos de difusión pública. No obstante, la Agencia de Valores sería la única compañía que publica los pronósticos en una base distinta a la de I/B/E/S.

3. Ocho de las once Sociedades son propiedad total o parcial de algún Banco. De los cuales cuatro son españoles, y de los otros cuatro, dos son británicos, uno de Estados Unidos y otro holandés.

---

<sup>7</sup> En todos los casos, no hubo inconveniente para poder grabar la entrevista.

<sup>8</sup> La diferencia fundamental entre las Agencias y las Sociedades de Valores reside en que las primeras sólo pueden realizar contrataciones de valores en el mercado bursátil por cuenta ajena, es decir, para la cartera de terceros, mientras que, por el contrario, las Sociedades pueden contratar también por cuenta propia.

4. El número de analistas que hay en cada compañía difiere; siendo el número más pequeño de 3 y el mayor de ocho.

5. En cuanto a la formación contable, en el caso de los analistas entrevistados, piensan que es muy importante para algunos, y para otros que es importante pero no imprescindible, decisiva o determinante. En general, piensan que es mucho más importante la formación financiera<sup>9</sup>. En concreto, en una de las compañías muy pocos de los analistas son Economistas o licenciados en Empresariales, y tienen titulaciones tales como Ingeniería, Filología, Matemáticas o Químicas.

### 5.3. Resultados

Los resultados como expusimos con anterioridad, vamos a desglosarlos en función de los incentivos que pueden explicar el sesgo de los analistas, como serían:

1. Incentivo ligado a la obtención de Volumen de Negocio y Compensaciones del Analista.
2. Incentivo ligado a la obtención de información privada.
3. Incentivo ligado a la oportunidad.
4. Incentivo ligado a la reputación.

En las tablas 3 y 4 se recoge un resumen cuantificado de las opiniones manifestadas por los distintos sujetos entrevistados (analistas *sell* y *buy side*, por una parte, y gestores de fondos, por otra).

**Tabla 3**  
**Opiniones sobre incentivos**

	SELL-SIDE SI	SELL-SIDE NO	SELL-SIDE NC/NCA	BUY-SIDE SI	BUY-SIDE NO
Los pronósticos que fundamentalmente estimulan el volumen de contratación son aquéllos que implican una recomendación de compra.	9 (82%)	1 (9%)	1 (9%)	2 (100%)	
Hay más recomendaciones de compra que de venta.	10 (91%)		1 (9%)	2 (100%)	
Los pronósticos son más altos y optimistas para estimular las recomendaciones de compra.	8 (73%)	1 (9%)	2 (18%)	2 (100%)	

<sup>9</sup> Lo anterior, incluso se pone de manifiesto en los programas para obtener el Título Profesional de Analista Financiero Europeo (*Certified European Financial Analyst*), expedido por *The European Federation of Financial Analysts Societies*, donde las áreas de contenido contable no llegan a representar tan siquiera un 10% del total de horas.

Hay relación entre la remuneración y la exactitud de los pronósticos.		11 (100%)			2 (100%)
La reputación depende del negocio generado, la calidad y la oportunidad de los informes.	7 (64%)		4 (36%)	2 (100%)	
Los pronósticos pesimistas provocan reacciones en las compañías.	10 (91%)	1 (9%)		2 (100%)	
Las compañías dan más información.	8 (73%)	1 (9%)	2 (18%)	2 (100%)	
Otras reacciones negativas.	5 (45%)	5 (45%)	1 (9%)	1 (50%)	1 (50%)
Los contactos con directivos es uno de los recursos más valorados.	9 (82%)	2 (18%)		1 (50%)	1 (50%)

**Tabla 4**  
**Opiniones de los gestores de fondos**

OPINIONES	SI	NO	NS/NC
Los informes y contactos con analistas son más valorados que cualquier otro recurso informativo.	5		
Las recomendaciones de compra son más frecuentes que las de venta.	4	1	
Los pronósticos optimistas se realizan para soportar las recomendaciones de compra.	4		1
La reputación de los analistas depende del volumen de negocio generado, calidad y oportunidad de los informes.	5		
Los gestores de fondos criban a la baja los pronósticos emitidos por los analistas.	3		2

### **5.3.1. Volumen de negocio y compensaciones del analista**

Los pronósticos que estimulan más la contratación son aquellos que implican una recomendación de compra (esto es compartido por 9 de los 11 entrevistados), dado que las recomendaciones de venta se restringen sólo a aquellos inversores que poseen dichos títulos. Esta es la opinión más general entre los entrevistados, en concreto 10 de ellos opinan que la mayor parte de las recomendaciones son de compra o mantener, dado que las de venta habría que fundamentarlas bastante más. En general se realizan más recomendaciones de compra que de venta; y, por tanto, para reforzar las primeras se inflan los pronósticos (esto es compartido por 8 analistas). Por lo que en general, el sesgo optimista debe superar al pesimista.

Existen casos, pocos, en los que opinan que el volumen generado es independiente del tipo de recomendación. Aquellos que opinan lo contrario, lo refuerzan con que los: *“Gestores de fondos tienen una misión básica, que es la de comprar. Todos los Fondos de Inversión a nivel global, han de ir incrementándose con nuevos patrimonios, nuevas inversiones. Por tanto, los gestores buscan oportunidades de compra y no de venta”*.

Otra razón, en la misma línea que la anterior, estriba en que: *“Para gestionar un ahorro en crecimiento que hay que colocar, hay que motivar más la compra que la venta, por lo que habría que buscar oportunidades de inversión”*.

En otro caso se opina que: *“Lo que más estimula el volumen de contratación, es la discrepancia con el mercado. Es decir, si todo el mundo opina que una determinada compañía es una venta clara, y un analista opina que es una compra argumentada racionalmente, estaríamos ante uno de los casos que genera mayor volumen de actividad. No obstante, para salirse de la media hay que estudiarlo y justificarlo muy bien”*.

En ninguno de los casos entrevistados, de una forma directa influía la exactitud de los pronósticos en la parte variable de su remuneración. No obstante, al ser esta parte determinada no de una forma metódica a través de un determinado modelo, es posible que en la valoración global se tomen en consideración aspectos ligados tanto al acierto en el pronóstico como en la recomendación. Conocen casos en que la remuneración se basa en el grado de acierto, pero lo más normal es considerar el volumen de negocio que se genera.

### 5.3.2. Información privada

En general, los analistas opinan que la emisión de pronósticos y/o recomendaciones pesimistas conlleva a algún tipo de reacción especial por parte de la empresa analizada. No obstante, señalan que algunas compañías reaccionan dándole prioridad a otros analistas a la hora de recibir algún tipo de información o atención; pero ocurre pocas veces, en general, lo entienden.

Con relación a lo anterior, uno de los entrevistados señala que: *“Cada vez las compañías entienden más que cuando se hace una recomendación pesimista, no se trata en muchos casos de que la gestión empresarial efectuada sea inadecuada, sino que la compañía está cara o sobrevalorada en el mercado. Pero, no obstante, existe una cierta reacción negativa sin más trascendencia que la de tratar de que se produzca un cambio en los pronósticos”*.

Con respecto a lo anterior, no deja de ser un tanto contradictorio, lo que opina un analista cuando dice: *“Incluso en muchos casos, los analistas para no estropear una relación, recomiendan la venta con palabras ridículas, tales como: reducir, infrapesar; y luego muchas veces, detrás de un mantener neutral, ha de entenderse básicamente una venta”*.

Por el contrario, o de una forma mas rotunda, otro analista entiende que: *“Suele ser muy peliagudo y puede originar tensiones el llevar a cabo este tipo de pronósticos. (...) En el caso de que la recomendación sea una venta, y se le explica que es una cuestión de precios, se suele entender. No obstante, cuando el informe es crítico sobre la gestión, se conocen casos, incluso personalmente, de haber sufrido fuertes presiones para cambiar el pronóstico y/o la recomendación”*.

Igualmente, el mismo analista anterior opina que: *“Cuando además la empresa sobre la que se pronostica es cliente, el problema se agudiza notablemente; no obstante, en los últimos tiempos hay una cierta independencia y separación de las funciones de Análisis y de Gestión, que minora estas posibilidades; pero subsisten los problemas, y casi podría asegurarse que, en muchos casos, la información antes de publicarse pasa por determinados filtros. En concreto, los grandes bancos no son independientes, y por tanto los servicios de estudios matizan sus pronósticos”*.

En el caso de otro de los entrevistados, al comentar que las recomendaciones de compra siempre son mejor recibidas que las de venta, y que generan más negocio, señala que: *“Para evitar problemas, he recomendado una venta por teléfono, no especificándolo en la nota informativa; o en todo caso, incluyendo en el informe ‘mantener’, indicando que la acción está cara”*.

Otro analista, opina que: *“Al ser el mercado español muy pequeño, hay muchos intereses cruzados, por lo que cualquier analista que emita un juicio negativo puede ser matizado”*.

En opinión de otro analista: *“Para realizar una recomendación de venta se necesita estar en buenos términos con las compañías, pues cuando haces una recomendación tal como la anterior se lo toman como una afrenta personal, pues lo interpretan cómo si estuvieras diciendo que la compañía es mala. En general, decimos que está cara. Dado que a las empresas no le gusta este tipo de recomendaciones, las reacciones pueden ser varias:*

- Una postura sutil sería no ponerse al teléfono cuando llamas.*
- No enviar información puntualmente.*
- Cuando la situación cambia a mejor y quieres recomendar la compra a varios clientes, y tratas de mantener una reunión con ellos, no son todo facilidades lo que te ponen.*
- La parte más dramática, es la que tiene relación con el mercado primario. Muchas compañías de brokerage no viven de las comisiones e intermediaciones del mercado secundario, sino de la colocación en el mercado primario; precisamente ahí es donde hay más negocio. Por tanto, en estos casos, la independencia no se puede dar”*.

En general, todos opinan con diferentes niveles de fuerza y matices la existencia de cierta presión por parte de las compañías que siguen. En concreto, 8 de los 11 opi-

nan que las compañías reaccionan dando más información, y 5 de los 11 piensan que existen otras reacciones negativas. Todo lo anterior se corrobora cuando preguntamos a todos los analistas entrevistados sobre los recursos informativos más valorados y utilizados. Todos, salvo dos que sitúan a la información contable como prioritaria, coinciden en señalar en primer lugar la derivada de entrevistas con directivos de la compañía analizada, señalando en algún caso, que casi siempre existe una relación muy personal con la compañía. Las visitas y conversaciones con las compañías ocupan un papel muy relevante de acuerdo con los entrevistados, que como mínimo es trimestral, antes y después de la publicación de los estados contables intermedios. En algunos casos, la frecuencia en la comunicación es quincenal. Destacan igualmente, en este sentido como casi todas las grandes compañías en los últimos años han creado algún Departamento de Relaciones con Inversores, donde se canaliza de una forma profesional este tipo de contactos, existiendo un flujo permanente de información, de forma que cuando ocurre algo relevante es la propia empresa la que llama. Uno de los entrevistados, con relación a la importancia de este recurso informativo, destaca que: *“La ventaja competitiva que tienen ciertas sociedades de valores sobre otras, se la confiere el número de contactos en las compañías”*.

Ni el comportamiento del precio de las acciones, ni la información contable, fueron enfatizadas especialmente por la mayoría de los entrevistados. Preguntados sobre qué valor le asignaban a la información contable, casi con unanimidad contestaron en los siguientes términos :

- La información contable es la base que hay que interpretar, valorar y darle valor añadido, por eso la van actualizando trimestralmente en sus bases de datos.
- Como tal información histórica sólo se le añade valor utilizando otro tipo de información que permita convertirla en previsional.
- Aunque es imprescindible, se publica excesivamente tarde para que sea verdaderamente útil.
- Algunos de ellos comentan que leen íntegramente todas las memorias anuales de las empresas que analizan, cuando son publicadas.

En general, aunque no sitúan a la información contable como un recurso relevante, si que se desprende de las entrevistas, que dicha información es leída e interpretada, y se parte de ella para proyectar. Quizás la justificación de no haberse catalogado como un recurso informativo importante, la podemos encontrar en una frase de uno de los analistas entrevistados cuando expresaba lo siguiente: *“La información contable es importante, a través de ella conoces la evolución de la compañía, pero es proporcionada de la misma manera a todos los analistas. La ventaja competitiva está en cómo proyectar el futuro, no en el conocimiento del pasado”*. En nuestra opinión, la consideración de bien público le ha llevado a una ponderación baja, pero no por ello

una reducción en su relevancia. No obstante, en el análisis de los cuestionarios efectuado en Larrán y Rees (1999a), la información contable, especialmente la consolidada, es el recurso informativo más valorado, siguiéndole en orden de importancia los contactos con directivos.

La consideración, en cuanto a la utilidad de la información contable, corrobora los resultados del trabajo de Gniewosz (1990), donde encuentra evidencias que para los analistas, los informes contables, que son rutinaria, pasiva y periódicamente recibidos, son considerados menos útiles para la toma de decisiones que la información activamente buscada. No obstante, dado que son fácilmente transformables, son muy utilizados.

### **5.3.3. El incentivo ligado a la oportunidad**

La presión por actuar con rapidez y aprovechar las oportunidades de inversión, antes de que el mercado ajuste el precio al valor, puede ser también otro incentivo o factor que condicione la falta de exactitud y sesgo en los pronósticos de los analistas.

En general, opinan que lo negativo hay que fundamentarlo más, y se perdonan más los errores al alza que a la baja. Igualmente, en las predicciones no se tienen en cuenta posibles incidencias negativas para la empresa (posibles huelgas, caídas de precios de mercado, etc.). Quizás habría que añadir un factor de reducción en el pronóstico para contemplar la incertidumbre de tipo negativa, pues siempre suele ocurrir algún hecho de este tipo. En algunos casos, la sensibilidad de los resultados a hipótesis negativas, o que implican mayores niveles de riesgo se muestran en notas complementarias.

### **5.3.4. Incentivo ligado a la reputación**

En general, opinan que el mercado, fundamentalmente a través de los gestores, reconoce e identifica a aquellos analistas que predicen mejor, incluso existen algunas encuestas realizadas por revistas financieras dirigidas a los inversores con objeto de hacer un ranking de los distintos analistas (por ejemplo: *Global Investor e Institutional Investor*).

No obstante, opinan que la reputación del analista obedece o está más en función del número de recomendaciones acertadas que por el nivel de error de los pronósticos. Si bien, en el caso de que se acierte con el pronóstico, se acierta con la recomendación; no tiene porqué ocurrir lo mismo al contrario, pues ciertos márgenes de error permiten una recomendación acertada. No obstante, los errores también pueden ser perdonables, y en uno de los casos se argumenta que esta es la razón para que aparezcan en las notas informativas el análisis de desviaciones del resultado. El incentivo básico para la exactitud estriba en el hecho de crear y mantener clientela, generar confianza a la clientela y a los equipos de venta.

Se observa sobre este particular una relativa y escasa preocupación por la exactitud del pronóstico del beneficio por acción, no así con la recomendación. Además la exactitud del pronóstico no suele considerarse en sus remuneraciones. Cuando entrevistamos a los analistas del tipo *buy-side* y a los gestores de fondos se puso de manifiesto que lo que más valoraban de un analista del tipo *sell-side*, por encima de la exactitud del pronóstico y/o recomendación, era la calidad del informe, la cual depende en gran medida del conocimiento del sector y los contactos con las compañías, lo cual será corroborado en los siguientes epígrafes.

#### **5.4. La opinión de otros analistas**

Para corroborar los resultados anteriores entrevistamos a 2 analistas del tipo *buy-side*, y 5 gestores de fondos, de las cuales destacamos los resultados que serán expuestos en los dos epígrafes siguientes:

##### **5.4.1. La opinión de los analistas *buy-side***

Con relación al primer grupo anterior, uno pertenecía a una Compañía de Seguros y el otro a un Banco con participación española y portuguesa. En ambos casos, el objetivo del analista sería el de elaborar informes que sirvan para la gestión de los fondos de las compañías a las que pertenecen y/o de los clientes a los cuales gestionan sus patrimonios individuales. En ambos casos se hacen recomendaciones internas para los gestores de fondos de su compañía.

Preguntados sobre los recursos informativos que más valoran, en un caso se dice que se utiliza toda la información que le relacionamos, pero se le da mucha más importancia a la posibilidad de comentar la información con alguna persona de la compañía. Lo importante, más que la información histórica proporcionada por el Balance y Cuenta de Resultados, son las expectativas de futuro, y esta información sólo la pueden proporcionar los directivos de las compañías. En este mismo caso, comenta el analista que utilizan los informes emitidos por otros analistas, fundamentalmente de las grandes casas de análisis, y sobre todo con el ánimo de corroborar sus valoraciones.

A diferencia del caso anterior, el segundo analista del tipo *buy-side* sitúa a la información contable en primer lugar, y a los contactos con las compañías en segundo lugar. Igualmente, utilizan los informes de otros analistas, pues opina que suelen proporcionar buenas ideas, tanto relacionadas con metodología como informativas.

Preguntados, en ambos casos, sobre la posible criba que realizan a las recomendaciones e informes que realizan los analistas del tipo *sell-side*, en un caso nos comentan que: *“Se procura eliminar un poco la adhesión tendenciosa que puede haber entre cada casa sobre ciertas sociedades. Hay empresas que están relacionadas; por ejemplo,*

*Bancos que están relacionados con compañías, porque tienen una participación accionarial, son clientes, etc. Existen conflictos de intereses en algunos casos, y en otros casos, el hecho de que la persona o casa esté preparando una próxima colocación también influye. Todos estos temas son escabrosos, pero sabemos que existen, y por tanto, hay que cribar, por lo que no puedes apoyarte al 100% en los demás. (...) Cada vez existe una mayor preocupación de las compañías por controlar su valor en el mercado. Antes era impensable que una compañía te pidiera su valoración para revisarla. Intentan hacer cambiar las previsiones y cambiar la opinión. Aunque lo hacen hipotéticamente para que no te desvíes de la media, al hacerlo con todos, están creando ellas mismas, y de alguna forma, las expectativas de mercado. Desde fuera es muy difícil pronosticar, porque no tienes información, por lo que resulta fácil y cómodo apoyarte en la información que la propia compañía te da. Por tanto, ellas están dirigiendo en cierta forma el análisis”.*

En el caso del otro analista entrevistado opinaba que: *“Los informes de otros analistas te sirven para ver la opinión del mercado, pero somos conscientes de que tienen un objetivo afín, cual sería propiciar las ventas, por lo cual no te puedes dejar influir. No entendemos como, en muchas ocasiones, se puede recomendar una compra”.*

Preguntados los dos analistas sobre el sesgo optimista, uno de ellos piensa que: *“Los estudios están hechos desde el punto de vista comercial, y se pretende animar al cliente a tomar decisiones”.* Se pronostica, de acuerdo con este analista, optimistamente para activar las compras. No obstante, piensa que la situación ha cambiado bastante en la actualidad: *“Hay una mayor profesionalización, cada vez se ven menos informes positivos de compañías que no van bien, pero los informes de esta naturaleza se deben a las relaciones entre las casas de análisis y las compañías”.* Igualmente, opina que: *“Las compañías son también más cautas que antes a la hora de presentar un resultado. Es más difícil que una compañía obtenga una plusvalía de x millones y lo incorpore íntegramente al resultado de un año. Se han dado cuenta que es peligroso dar una bajada y, por tanto, se están dando unos crecimientos más moderados. Anteriormente, los comportamientos eran más erráticos, por lo que era más difícil acertar. Ahora las compañías prefieren que no haya sorpresas. Aunque los resultados puedan explicarse, el mercado con lo que se queda es con el porcentaje de crecimiento del beneficio neto, y no se da tanta importancia a los márgenes”.*

En el caso del otro analista, señala que: *“Somos conscientes del sesgo optimista, por lo que se criban sistemáticamente los pronósticos. Pienso que este sesgo se produce fundamentalmente en los informes de colocadores de bolsa, pues los intereses económicos son los que priman. En general, la causa está en que los inversores quieren comprar y no vender, por lo que hay que animar a los clientes las compras”.*

Preguntados en ambos casos sobre los aspectos que valoraban más de un analista o de una compañía de análisis, coincidían en ambos casos en señalar que lo más

importante, por encima de la exactitud, era la calidad del informe y el grado de conocimiento que del sector y la empresa poseyera el analista.

#### 5.4.2. La opinión de los gestores de fondos

Para tener una visión más amplia de los resultados relativos a los incentivos de los analistas del tipo *sell-side*, entrevistamos también a cinco gestores de carteras, que en general trabajaban para compañías dedicadas a administrar bajo distintas perspectivas (legal, fiscal y financiera) diferentes patrimonios individuales. Todas las compañías, salvo en dos casos que había una pequeña participación de un banco, tenían el capital social repartido entre diferentes socios individuales.

Si el recurso informativo más valorado en los otros analistas entrevistados era el derivado de las conversaciones y entrevistas con directivos de las compañías, en el caso de los gestores de fondos, existe unanimidad en cuanto a que el recurso más valorable serían los informes realizados por Compañías de Análisis o, lo que es lo mismo, emitidos por analistas financieros del tipo *sell-side*. En uno de los casos, cuando se trata de valorar compañías no incluidas en las 35 de IBEX, prefiere la información contable y las entrevistas con directivos.

Con relación al sesgo optimista y las posibles presiones de las empresas, salvo en un caso que el gestor opina que no hay opiniones sesgadas, y si las hubiera serían achacables a la falta de madurez y razones socioculturales del sector de análisis español, los cuatro restantes opinan lo siguiente:

Uno de los gestores opina que: *“En algunos casos no hay una total independencia por parte del analista, por lo que hay ciertos valores que nunca son susceptibles de una recomendación de venta por parte de algunas compañías. El negocio de las compañías a las que pertenecen los analistas del tipo sell-side es la intermediación, por lo que hay que recomendar comprar. Igualmente, los informes de compra siempre llegan, los de venta nunca, y cuando llegan, lo hacen mezclados en informes globales”*.

En el caso de otro gestor, nos comenta que: *“Prácticamente, todos los pronósticos necesitan ser matizados, puesto que en general tratan de promover la venta, siendo las razones, las siguientes:*

*a. Todos los informes quitan hierro y son positivos al tratar de estimular el volumen de contratación. En general, el inversor criba sistemáticamente esa información hacia la baja.*

*b. Para invertir en renta variable hay que ser optimista, y no hay que tener aversión al riesgo”*.

Otro gestor, igualmente, confiesa la corrección que realiza sobre los pronósticos emitidos por los analistas *sell-side*. Las razones descansan según este entrevistado en la

excesiva credibilidad que dan los analistas a lo que las compañías le informan. Por otra parte, opina que los conflictos de intereses llevan a que apenas hay recomendaciones de venta, y muchas veces hay que dar por hecho que detrás de un mantener, mantener aligerar, etc. hay una recomendación de venta. Otra razón apuntada para explicar lo anterior, según este gestor, estaría en que las compras estimulan más la contratación.

En el caso del último gestor entrevistado, las opiniones son coincidentes básicamente con el caso anterior, basando el optimismo y su corrección en la excesiva credibilidad en las empresas por una parte, y en el hecho de que el volumen de negocio generado depende básicamente de las compras, por otra.

Por último, preguntados todos los gestores sobre que aspecto valoraban más de un analista o de una compañía de análisis, coinciden al igual que en el caso de los analistas del tipo *buy-side* en destacar la calidad del informe. Igualmente, señalan algunas otras cuestiones como las siguientes:

- En general no se controla a posteriori la exactitud de pasados pronósticos y recomendaciones.
- Se valora el que organicen visitas a compañías o reuniones con directivos
- Se valora igualmente la capacidad de reacción y la rapidez en el traspaso de información.

## 6. CONCLUSIONES

La investigación sobre análisis financiero ha utilizado, normalmente, el mercado de capitales como marco de referencia, y ha ignorado totalmente los juicios y decisiones que realizan los analistas, y cómo este grupo especial de usuarios los llevan a cabo. Este tipo de estudios se ha caracterizado por usar el pronóstico de beneficios por acción como un sustituto o subrogado de las expectativas que el mercado tiene para tal variable. Por otra parte, también ha existido en la investigación empírica un especial interés por estudiar las propiedades estadísticas y la calidad de tales pronósticos. No obstante, el énfasis y la orientación de este tipo de trabajos ha comenzado a cambiar, por lo que se empieza a considerar el contexto, incentivos y motivaciones que los analistas tienen cuando hacen y publican los pronósticos. Entre los resultados del presente trabajo, quisiéramos destacar los siguientes:

No es, precisamente, la exactitud de los pronósticos lo que afecta en mayor medida a la remuneración de los analistas, sino que, por el contrario, la experiencia, el nivel de acierto en las recomendaciones y el volumen de negocio estarían más relacionados con la compensación. En consecuencia, y en orden a incrementar las comisiones es conveniente realizar más recomendaciones de compra que de venta, y, por tanto, con

objeto de reforzar las primeras se inflan intencionadamente los pronósticos de beneficios por acción.

Existen diferentes razones, basadas en relaciones de agencia y de colaboración entre los analistas y los directivos de las compañías, y entre los analistas e inversores, que justifican o soportan la hipótesis del sesgo optimista en los pronósticos. Para ser exactos, uno de los recursos informativos más valorados por los analistas españoles es la comunicación con los directivos de las compañías analizadas. A través de establecer buenas relaciones con los directivos de dichas compañías analizadas, los analistas crean una ventaja competitiva con respecto a otros profesionales. El riesgo o temor a dañar las relaciones con la gerencia de las empresas que cotizan en el mercado, los cuales controlan el acceso a la información privada, puede explicar también el sesgo optimista.

La necesidad de actuar con oportunidad en términos temporales, para aprovechar transitorias situaciones donde el mercado no ajuste los precios con suficiente rapidez, y el hecho de que la reputación esté más basada en el acierto de las recomendaciones que en la exactitud de los pronósticos, pueden ser los dos factores adicionales que expliquen la falta de exactitud y sesgo optimista en el caso español.

## BIBLIOGRAFÍA

ABARBANELL, J. S. y BERNARD, V. L. (1992): "Test of Analysts' Overreaction/Underreaction to Earnings Information as an Explanation for Anomalous Stock Price Behaviour", *Journal of Finance*, Vol. XLVII, No. 3, July, p. 1.181-1.207.

ALI, A.; KLEIN, A. y ROSENFELD, J. (1992): "Analysts' Use of Information about Permanent and Transitory Earnings Components in Forecasting Annual EPS", *Accounting Review*, p. 183-198.

ARNOLD, J.; MOIZER, P. y NOREEN, E. (1984): "Investment Appraisal Methods of Financial Analysts: A Comparative Study of US and UK Practices", *International Journal of Accounting, Education Research*, 19(2), p. 1-18.

BARKER, R. G. (1998): "The Market for Information-Evidence from Finance Directors, Analysts and Fund Managers", *Accounting and Business Research*, Vol. 29, No. 1, Winter, p. 3-20.

BENCE, D.; HAPESHI, K. y HUSSEY, R. (1995): "Examining Investment Information Sources for Sophisticated Investors Using Cluster analysis", *Accounting and Business Research*, Vol. 26, No. 1, p. 19-26.

BEAVER, W. H. (1989): *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, Prentice-Hall, Internacional, 2ª Edition, London.

BENEISH, M. (1991): "Stock Prices and the Dissemination of Analysts' Recommendations", *Journal of Business*, Vol. 64, No. 3, p. 393-416.

BERNSTEIN, L. (1995): *Análisis de Estados Financieros*, Irwin, 1ª edición a Castellano de la 5ª en inglés.

BROWN, L. D. (1993): "Earnings Forecasting Research: Its Implications for Capital Market Research", *International Journal of Forecasting*, Vol. 9, p. 295-320.

\_\_\_\_\_ (1996): "Analysts Forecasting Errors and Their Implications for Security Analysis: An Alternative Perspective", *Financial Analysts Journal*, January-February, p. 40-47.

BUTLER, K. C. y LANG, L. H. P. (1991): "The Forecast Accuracy of Individual Analysts: Evidence of Systematic Optimism and Pesimism", *Journal of Accounting Research*, No. 29, p.150-156.

CAPSTAFF, J.; PAUDYAL, K. y REES, W. (1995): "The Accuracy and Rationality of Earnings Forecast by UK Analysts", *Journal of Business Finance and Accounting*, January, 22(1), p. 69-87.

\_\_\_\_\_ (1997): A Comparative Analysis of Earnings Forecasts in Europe, Working Paper, University of Glasgow.

CHANG, L. S. y MOST, K. S. (1981): "An International Comparison of Investor Uses of Financial Statements", *The International Journal of Accounting*, No. 1, p. 43-60.

DAY, J. (1986): "The use of Annual Reports by UK Investment Analysts", *Accounting and Business Research*, Autum, p. 295-307.

DE BONDT, W. F. M. y THALER, R. H.(1990): "Does the Stock Market Overreact?", *Journal of Finance*, p. 793-805.

\_\_\_\_\_ (1991): "Do Security Analysts overreact?", *American Economic Review*, 80, p. 52-57.

DORFMAN, J. R. (1991): "Analysts Devote more Time to Selling as Firms Keep Scorecard on Performance", *Wall Street Journal*, 29, October, C1-2.

\_\_\_\_\_ y McGOUGH, R. (1993): Some Question if Analysts are Worth Their Pay, *Wall Street Journal*, September 15, R11.

DREEMAN, D. N. y BERRY, M. A. (1995): "Analysts Forecasting errors and their implications for security analysis", *Financial Anaysts Journal*, May-June, p.30-41.

DUGAR, A. y NATHAN, S. (1995): "The effect of investment banking relationships on financial analyst' earnings forecasts and investment recommendations", *Contemporary Accounting Research*, No. 12, p. 131-160.

ECCLES, R. G. y CRANE, D. B. (1988): *Doing Deals: Investment at Work*, Harvard Business School Press.

FRANCIS, J. y SOFFER, L. (1994): "The Relative Informativeness of Analysts' Stock Recommendations and Earnings Forecast Revisions", Working Paper, University of Chicago, Chicago.

FRIED, D. y GIVOLY, D. (1982): "Financial Analysts Forecasts of Earnings. A Better Surrogate for Market Expectations", *Journal of Accounting and Economics*, p. 85-107.

GARCIA DIEZ, J. (1992): "La utilidad de la información financiera para los analistas de inversiones (un estudio empírico)", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXI, nº 70, enero-marzo, p. 29-55.

GINER, B. (1999): "La Vuelta al Análisis Fundamental en la Investigación relacionada con el Mercado de Capitales", *Vª Jornada de trabajo sobre Análisis Contable*, ASEPUC, octubre, Cádiz.

GIVOLY, D. y LAKONISHOK, J. (1984): "Properties of Analysts Forecast of Earnings: A Review and Analysis", *Journal of Accounting Literature*.

GNIEWOSZ, G. (1990): "The Share Investment Decision Process and Information Use: An Exploratory Case Study", *Accounting and Business Research*, Vol. 20, No. 79, p. 223-230.

HOLLAND, J. (1998): "Private Corporate Disclosure, Financial Intermediation and Market Efficiency", *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 25, p. 29-68.

KAHNEMAN, D. y TVERSKY, A. (1973): "On the Psychology of Prediction", *Psychological Review*, Vol. 80, p. 237-250.

KEON, E. (1995): *Have Analysts Become Pesimists?*, I/B/E/S Innovator, September:1.

KLEIN, A. (1990): "A Direct Test of the Cognitive Bias Theory of Share Price Reversals", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 13, p. 155-166.

LADERMAN, L. C.; HAWKINS, C. y RECIO, I. (1990): "How Much You Should You Trust Your Analyst?", *Business Week*, July 23<sup>th</sup>, p. 54-56.

LARRAN, M. y REES, W. (1999a): *Técnicas, recursos informativos y prácticas seguidas por los analistas financieros en España: Un estudio empírico*, Documento nº 1, Instituto Español de Analistas Financieros.

\_\_\_\_\_ (1999b): "Propiedades de los pronósticos de beneficios realizados por los analistas financieros: una aplicación al caso español", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXVIII, nº 101, p. 675-729.

LIN, H. y McNICHOLS, M. (1993): Underwriting relationships and Analysts' Earnings Forecasts, Working Paper, Stanford University.

LLOYD, D. P. y CANES, J. (1978): "Stock Prices and the Publication of Second-Hand Information", *Journal of Business*, November, p. 43-56.

MOIZER, P. y ARNOLD, J. (1984): "Share Appraisal by Investment Analysts-Portfolio vs. Non-Portfolio Managers", *Accounting and Business Research*, Autumn, p. 341-348.

MORGAN, G. y SMIRICH, L. (1980): "The Case of Qualitative Research", *Academy of Management Review*, Vol. 5, No. 4, p. 491-500.

OLBERT, L. (1994): "Stock Valuation Methods of Financial Analysts in a thin Stock Market in Sweden, with comparisons to the United Kingdom and the United States", *The International Journal of Accounting*, No. 29, p. 123-135.

O'BRIEN, P. C. (1988): "Analyst's Forecast as Earnings Expectations", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 10, p. 53-83.

ORTI, A. (1992): *La Apertura y el Enfoque Cualitativo o Estructural: La Entrevista Abierta Semidirectiva y la Discusión de Grupo*. En GARCIA, M.; IBÁÑEZ, J. y ALVIRA, F. (1986): *El Análisis de la realidad social. Métodos y Técnicas de Investigación*, Alianza Universidad. Reimpreso en 1992, p. 171-203.

PATZ, D. H. (1989): "UK Analysts' Earnings Forecast", *Accounting and Business Research*, Summer, p. 265-275.

PIKE, R.; MEERJANSSEN, J. y CHADWICK, L. (1993): "The Appraisal of Ordinary Shares by Investment Analysts in the UK and Germany", *Accounting and Business Research*, Autumn, p. 489-499.

PULLIAN, S. (1995): Technology Stocks Tank: Time to fish?, *Wall Street Journal*, July 7, C1, C3.

RODRIGUEZ, J. L. (1993): *La entrevista en la empresa*, Eudema, Madrid.

SCHIPPER, K. (1991): "Commentary on Analysts' Forecasts", *Accounting Horizons*, December, p. 105-121.

SCINOLFI, M. (1992): "At Morgan Stanley, Analysts were Urged to Soften Harsh Views", *Wall Street Journal*, July 14, A1 y A6.

\_\_\_\_\_ (1995): "Many Companies Press Analysts to Steer Clear of Negative Ratings", *Wall Street Journal*, July 19, A1, C6.

TAYLOR, S. J. y BOGDAN, R. (1986): "Introducción a los métodos cualitativos de investigación", Buenos Aires, Paidós.

TERMES CARRERO, R. (1991): "El papel del analista financiero 25 años después", *Análisis Financiero*, nº 54, Segundo trimestre, p. 75-82.

TRUEMAN, B. (1990): "On the Incentives for Security Analysts to Revise their Earnings Forecasts", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 7, p. 203-222.

VERGOOSEN, R. (1993): "The Use and Perceived Importance of Annual Reports by Investment Analysts in the Netherlands", *European Accounting Review*, September, p. 219-244.

WILLIAMS, P. A.; MOYES, G. D. y PARK, K. (1996): "Factors Affecting Earnings Forecast Revisions for the Buy-Side and Sell-Side Analyst", *Accounting Horizons*, Vol. 10, No. 3, September, p. 112-121.