

 **INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS** DESDE 1966
años Ilusión, Esfuerzo y Ambición




años

Impulsando el análisis

El Instituto Español de Analistas es una asociación financiera con 60 años de historia que aglutina y sirve de guía a los mayores expertos del país en el ámbito financiero.



Impulsando el análisis

El Instituto Español de Analistas es una asociación financiera con 60 años de historia que aglutina y sirve de guía a los mayores expertos del país en el ámbito financiero.

ISBN: 978-84-09-73595-2

Depósito Legal: M-14605-2025

Impresión: Reimpventa

Carta de la Presidenta



Celebramos el 60º Aniversario del Instituto Español de Analistas con este libro que recoge la experiencia y las reflexiones de los presidentes de la institución a lo largo de su historia. Una trayectoria marcada por el compromiso, la evolución y el legado compartido.

Desde sus inicios, el Instituto ha sabido responder a los nuevos tiempos con excelencia, innovación y unos valores que siempre han puesto en el centro de todo a las personas, y que siguen guiando su labor hoy en día. El Instituto ha impulsado el análisis, lo ha divulgado y lo ha llevado a cada rincón de España.

Durante seis décadas, presidente tras presidente, mandato tras mandato, nos hemos ido pasando la antorcha del análisis, cada uno a su manera, con su singularidad, pero todos manteniendo viva la llama, haciéndola más grande para que detrás de cada compañía haya siempre un analista para darle luz, para analizarla, para valorarla y para apoyarla. Porque al apoyar al analista y a las empresas, independientemente del tamaño, sector o región donde operen, apoyamos también a sus empleados, clientes y accionistas. En definitiva, apoyamos a nuestro país y a sus ciudadanos, por eso somos el **Instituto Español de Analistas**.

Estos 60 años no representan una meta, sino un nuevo punto de partida. Con ilusión, esfuerzo y ambición, miramos hacia un futuro aún

más prometedor, un futuro con desafíos como la automatización de procesos, la inteligencia artificial y otras nuevas tecnologías y tendencias que pueden servir como herramientas para hacer más fácil y eficiente la labor del analista, pero que nunca lo podrán sustituir.

Desde aquí quiero dar mi más sincero agradecimiento a D. Isidre Fainé, uno de nuestros socios más querido y antiguo por su prólogo y por su continuo apoyo a nuestro Instituto, a su fundador Rafael Termes, a todos los presidentes, miembros de la junta, colaboradores, patrocinadores, socios y empleados por la confianza, compromiso y entusiasmo que han depositado en nuestro Instituto durante estos 60 años, a todos ellos: ¡¡muchas gracias!! Vuestro trabajo ha dejado huella, ha dejado un camino por el que avanzarán las nuevas generaciones. Generaciones que recogerán la antorcha del análisis con la misma dedicación y el mismo entusiasmo que hemos tenido nosotros por este apasionante proyecto que es el **Instituto Español de Analistas**.

Lola Solana

Prólogo



Isidro Fainé Casas

*Miembro del Patronato de Honor
de la Fundación de Estudios Financieros*

Es un verdadero honor participar en este libro con motivo del 60 aniversario del Instituto Español de Analistas. Desde su creación, esta institución ha sido un auténtico faro para el análisis y la toma de decisiones. Fundado por el prestigioso Rafael Termes, ingeniero industrial y apasionado de la organización empresarial, el Instituto ha publicado numerosos estudios valiosos sobre economía, mercados financieros y sociedades cotizadas. Estas publicaciones se han convertido en fuentes de información esenciales y herramientas de consulta indispensables.

Rafael Termes, además de ser consejero del Banco Popular y presidente de la Asociación Española de Banca, participó en la fundación del Instituto de Estudios Superiores de la Empresa (IESE) en 1958, donde fue profesor de Finanzas y presidente del Centro Internacional de Investigación Financiera (CIIF). Su pasión por la excelencia en el conocimiento y la enseñanza ha sido la guía para todos los que han dirigido y gestionado el Instituto. A todos ellos, quiero expresar mi más profundo agradecimiento por su labor.

A lo largo de sus seis décadas de existencia, el Instituto ha reunido a numerosos profesionales del análisis para responder a las necesidades y tendencias del mercado y la profesión. Cuenta con delegaciones en Cataluña, Andalucía, País Vasco, Galicia, Valencia y Canarias. Además,

en 1975, creó los premios Rafael Termes y Antonio Dionis Soler, que reconocen y estimulan la investigación en el ámbito del análisis financiero.

Mi vinculación con el Instituto ha sido muy estrecha durante más de cuarenta años como socio. En 2010, bajo la presidencia de Xavier Adserà, fui invitado a ser Patrono de Honor de la Fundación. Durante esa época, destacaron trabajos como “Instrumentos financieros para la jubilación”, que analiza y aporta soluciones sobre la financiación a la tercera edad y la situación del sistema bancario. También fue enmienable el Anuario del Euro, otra obra de referencia.

A Xavier Adserà le sucedió Juan Carlos Ureta, prestigioso analista y defensor de la reducción de la pobreza desde las finanzas. Ureta tuvo que afrontar momentos críticos para la eurozona y España, caracterizados por un exceso de los niveles de endeudamiento que iban mucho más allá de los límites de la prudencia, tanto de familias, como de empresas, así como del sector bancario. Una situación agravada por un sector público cuyo déficit se resistía a ser corregido tras haber alcanzado niveles récord en los registros históricos. No se veía luz al final del túnel. Habíamos perdido posiciones competitivas y Ureta, como buen analista y autor de excelentes estudios, tenía claro que seguiríamos perdiéndolas si España tardaba en hacer los ajustes y las reformas estructurales pertinentes. De este modo también opinaba Juan José Toribio, probablemente el último economista español que tuvo trato con Milton Friedman, el director de su tesis, y que también dejó su legado en el Instituto con valiosos estudios.

Ser analista no es fácil. Solo los profesionales altamente preparados pueden gestionar satisfactoriamente los riesgos e imprevistos. La capacidad pedagógica, los conocimientos financieros, el talento para explicar inversiones complejas y la paciencia son cualidades esencia-

les. Y en la medida en que el analista ayude a los inversores a entender el riesgo, a medirlo, a cubrirlo o diversificarlo, contribuirá a reducir la aversión estructural al riesgo de la sociedad en general, que debe saber asumirlo con coraje y templanza. Como bien resaltaba Rafael Termes, “el riesgo, correlato ineludible de la libertad, tiene un inmenso poder creador. El razonable amor al riesgo favorece la aventura empresarial, a través de la cual se logra la mejora colectiva. La seguridad tiene claros efectos paralizantes. Tener cubiertos, sin esfuerzo, todos los aspectos de la vida producen el desinterés e inhibe la contribución del individuo al desarrollo de la sociedad”.

El Instituto, consciente de estos riesgos y siguiendo la pasión que tuvo su impulsor por la formación y por la necesidad de confiar en profesionales bien preparados, cuenta con tres entidades incardinadas: la Fundación, la Escuela y un servicio de Análisis con el objetivo de guiar al analista a adoptar las decisiones de ahorro e inversión más adecuadas y a elevar su nivel de capacitación en el análisis financiero y de inversiones. En esta misma línea, creo importante mencionar la creación del primer Observatorio del Buen Gobierno Corporativo desde donde se impulsó la implementación de las prácticas de Responsabilidad Social Corporativa en la empresa. La iniciativa, promovida bajo la presidencia de Aldo Olcese, pionero en RSC y buen gobierno, contó con la participación de todas las empresas del ICEX, junto a sus dirigentes, con la finalidad de mejorar la gobernanza empresarial. Sin duda, otro gran ejemplo del trabajo de divulgación aplicado al ámbito corporativo realizado por la entidad.

Vivimos tiempos convulsos. La economía mundial está cambiando radicalmente debido a nuevas políticas económicas y tensiones geopolíticas. Europa enfrenta retos estratégicos importantes y necesita actualizar sus herramientas para abordarlos. El Instituto sabe bien que las herramientas actualmente disponibles no serán suficientes

para abordar eficientemente estos retos, por lo que sigue apostando por la formación en otros ámbitos no estrictamente financieros. Contar con profesionales altamente cualificados y ágiles representa un activo muy importante sobre los que basar la toma de decisiones y el análisis.

Por un lado, el entorno financiero está transformándose con la irrupción de la Inteligencia Artificial (IA) y herramientas cuantitativas avanzadas. La IA tiene el potencial de alterar profundamente nuestras vidas, pero debemos avanzar preservando los valores humanos. Los inversores deben integrar las nuevas tecnologías en sus análisis para obtener una ventaja competitiva y mantener a las personas en el centro de la ecuación, evitando sesgos discriminatorios. No podemos olvidar que la innovación debe servir para construir una sociedad más justa.

Por otro lado, la capacitación en sostenibilidad ha irrumpido con fuerza en el ámbito no estrictamente financiero. Las empresas deben cumplir con una serie de normas de sostenibilidad que abarcan objetivos económicos, ambientales y sociales. En respuesta a la creciente importancia de la ESG para los departamentos de relación con inversores, el Instituto ha lanzado la iniciativa de los “Clubes”. Este proyecto refleja los intereses en el ámbito ESG, el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas, la gestión de la relación con los inversores y la incorporación de jóvenes profesionales, algo muy oportuno en una situación donde las capacidades y competencias son cruciales. Conocer las políticas ESG de los inversores, los estándares de reporting y las estrategias de inversión es fundamental.

Entidades como el Instituto Español de Analistas, siempre a la vanguardia en la divulgación del conocimiento, marcan el nivel de excelencia y autoexigencia para formar a nuestros profesionales. Ampliar

sus investigaciones y oferta formativa a nuevos campos es estratégico en el escenario actual. Sin embargo, dominar el conocimiento no es suficiente; los profesionales deben liderar el cambio en sus organizaciones y afrontar los nuevos retos con templanza, moderación, capacidad de servicio y ejemplaridad.

Bajo la presidencia de Lola Solana, una de las analistas mejor valoradas en Europa, el Instituto celebra sus 60 años de existencia. Durante este tiempo, la Institución ha sido un referente en la profesión, en un período clave de la historia moderna de España en el ámbito económico y financiero. Me hubiera gustado mencionar a todas las personas que han contribuido al éxito durante estos primeros 60 años, a las que desde esta tribuna quiero felicitar por su dedicación, esfuerzo y gran labor. Auguro como mínimo otros 60 años llenos de éxito y estoy seguro de que seguirá aumentando la relevancia del Instituto y su función en la sociedad.

Índice

Carta de la Presidenta	3
Prólogo. Isidro Fainé	5
Rafael Termes Carreró.....	15
Mariano Rabadán Forniés	25
Juan José Toribio Dávila.....	31
Juan Palacios Raufast.....	45
César Alierta Izuel.....	53
Luis Iturbe Sanz de Madrid.....	59
Aldo Olcese Santonja.....	65
Xavier Adserà i Gebellí.....	73
Juan Carlos Ureta Domingo.....	79
Jorge Yzaguirre Scharfhausen.....	85
Lola Solana Campíns	91
Junta Directiva actual del Instituto	98
60 Años en datos	99
60 Años en imágenes	103

La historia del Instituto Español de Analistas a través de sus Presidentes



Rafael Termes

PRESIDENTE 1965-1973



**Por José Luis Sánchez
Fernández de Valderrama**

*Exsecretario general del
Instituto Español de Analistas*

El 18 de septiembre de 1965 se crea el Instituto Español de Analistas de Inversiones (IEAI), que posteriormente cambió su nombre en 1992 por el de Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y recientemente por el de Instituto Español de Analistas (IEA), con el objetivo de agrupar a los profesionales del análisis, de la inversión, de la gestión y dirección financiera y, en general, a todos los ejecutivos y directivos de entidades financieras.

Su fundador y primer presidente fue Rafael Termes Carreró una de nuestras grandes figuras del mundo financiero de la segunda mitad del siglo XX. La creación del Instituto por Rafael Termes Carreró supuso el nacimiento de un foro de reunión e información entre los profesionales que trabajaban en el mundo de la inversión hasta ese momento sin un medio de comunicación entre ellos mejorando la práctica profesional que facilitó la mejora de la calidad de la información ofrecida al mercado, la homogeneización de criterios y la normalización de los informes de los analistas financieros.

Rafael Termes Carreró, presidente de honor del Instituto, fue consejero delegado del Banco Popular, Presidente de la Fundación Española de Banca (AEB), miembro de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas y de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, profesor de Finanzas del IESE, del que fue presidente de

honor, y miembro del Opus Dei. Poseía numerosas condecoraciones entre ellas la gran Cruz de la Orden del Mérito Civil y la Encomienda con Placa de la Orden de Alfonso X el Sabio.

Entre otras instituciones fue el impulsor de la Fundación Fomento de Fundaciones con el objetivo de llevar ayuda al desarrollo humano y profesional de los estudiantes preuniversitarios, universitarios y graduados, así como otras actividades de carácter sociocultural.

Autor de numerosas obras referidas no solamente al mundo financiero sino sobre todo aportando sus ideas sobre la necesidad de incorporar el humanismo cristiano al capitalismo. Coincidió con otros grandes prohombres de la época como Ramón Trías Fargas, José Barea Tejeiro, Laureano López Rodó, José Ángel Sánchez Asiain o John Sarda Dexeux.

No solamente fue una mente privilegiada del humanismo cristiano sino también una figura pionera en el desarrollo de las nuevas formas de manifestarse las finanzas anticipándose a los cambios fundamentales que se produjeron en su época con el proceso de reforma de la Bolsa, y, en general, de los cambios profundos en el comportamiento y desarrollo de las entidades financieras, además de crear un cauce de relación humana y profesional entre los miembros del colectivo de profesionales del mundo financiero a través del Instituto de Analistas.

El acto de fundación del Instituto, que tuvo lugar en Barcelona, y cuya sede se estableció en Madrid, en la calle de Cedaceros 11, incorporó como presidente a Rafael Termes Carreró, y a Ignacio Hernando de Larramendi y Juan Luis de Urquijo y de la Fuente como vicepresidentes, Mariano Rabadán Forniés como Secretario General, Eduardo Tolosa María como tesorero y a Jorge Lloverá Poquet, José Manuel

Núñez Lagos, Javier Ribó Rius, Fernando de Roda Casinello y Francisco Ruiz Jarabo Ferrán como vocales.

Se establecía en los estatutos del Instituto que tenía como objeto toda actividad que tiende directa o indirectamente a:

- Agrupar a los especialistas dedicados al análisis de inversiones financieras, facilitar las relaciones de las mismas con las empresas e instituciones que son objeto de sus estudios y desarrollar los lazos de confraternidad que deben unir a los miembros de una misma disciplina intelectual coma tanto en España como en el extranjero.

- Facilitar a sus miembros los medios de perfeccionar su formación a través de la organización de cursos, conferencias, difusión de publicaciones técnicas y cualesquiera otros destinados a este fin al objeto de mejorar las prácticas de la inversión financiera.

Poniendo el énfasis en que el Instituto no tenía por objeto la defensa de intereses económicos de sus miembros ni cualesquiera otros que correspondan a organismos oficiales, siendo su finalidad exclusiva de carácter técnica y cultural. Como curiosidad cabe comentar que el importe anual de los recursos ordinarios del instituto se fijó inicialmente en 150.000 pesetas.

El 17 De diciembre de 1966 se celebró una Asamblea General extraordinaria donde se llevó a cabo la modificación de algunos artículos de los estatutos iniciales. A título de curiosidad a dicha asamblea asistieron 18 miembros y estuvieron representados otros 28.

Se organizó el cuerpo del Instituto mediante tres clases de miembros: numerarios, asociados y correspondientes. Con unos criterios de admisión muy exigentes consistentes en superar una prueba de

admisión mediante un concurso oposición, la entrega de un trabajo de investigación y una entrevista previa.

Los estatutos contemplaban la posibilidad de crear un Patronato del Instituto para contribuir al cumplimiento de sus fines y la posibilidad de otorgar el carácter de “miembro de honor” a aquellas personas que hubieran contribuido al progreso del mismo de forma destacada.

En un principio se planteó crear Secciones delegadas en Barcelona y Bilbao. Posteriormente se establecieron tres delegaciones: Centro, Cataluña y Levante con sus respectivas juntas directivas. Asimismo, se llevó a cabo la plena integración del Instituto en la Federación Europea de Analistas, a cuyo IV congreso Celebrado en Noordijk, Holanda, acudieron 34 analistas representando a España.

Durante estos primeros años a la Junta directiva del Instituto se fueron incorporando nuevos nombres como los de, Antonio Torrero Mañas, Manuel Martín Martín, Antonio Sáinz de Bremond, Carlos Grau Petit, Eduardo Fondevila, Ramon Trías Fargas, Álvaro García de la Rasilla, Mariano García Ponte, Luis García Esnaola, Antonio López López, Javier San Pio Sierra, Enrique Casany Cortada, Mariano García Ponte, Luis García Velarde, Marcial Jesús López Moreno, José Pamies Miranda, Jorge Petit Fontserre, Jorge Planasdemunt Gubert y Pedro Toledo Ugarte.

La labor de investigación del instituto se llevó a cabo mediante la creación de comisiones cuyos primeros presidentes fueron Antonio Pérez Bosch, Francisco Ruiz Jarabo, Antonio Saiz de Bremon, Fernando de Roda, y Máximo Fernández Roxas Otro tema de especial relevancia fue la creación en 1975 de un premio de investigación con la denominación de “Rafael Termes” dotado con 100.000 pesetas.

Es importante destacar la excelente labor realizada por los primeros secretarios generales, Javier San Pio y Eduardo Cebollero, en esta primera época que les exigió un gran esfuerzo para conseguir el reconocimiento y la integración de un mayor número de analistas después de las pruebas exigidas para ello. Asimismo, sin estar integrados en la Junta directiva, desarrollaron una excelente labor de colaboración Álvaro García de la Rasilla y José Antonio Santos Arrarte.

En esta primera época, donde se organizaron numerosas reuniones y almuerzos de trabajo con personalidades del mundo financiero y económico, fue decisiva la colaboración de las entidades de mercado más significativas. Nos estamos refiriendo a Banif, Banco Urquijo, Banco Popular, Banco Industrial Fierro o Ageco como referente.

La Junta directiva del instituto encargó a Antonio Torrero Mañas la organización del primer curso para analistas financieros que se iría celebrándose de forma continuada en los siguientes años con la dirección de José Luis Campos Echeverría. Cursos de los que posteriormente me hice cargo de la dirección y ampliación colaborando con la Bolsa de Madrid.

El gran momento de explosión social del Instituto Español de Analistas Financieros se produjo con la llegada de la Transición y la organización, en 1977, provida por el entonces presidente, Mariano Rabadán Fornier, de unas jornadas donde participaron principales líderes políticos de los partidos nacidos con la reciente democracia que expusieron las principales líneas de actuación futuras en relación la economía en general y el campo financiero en particular, editándose un libro con el contenido de todas las ponencias.

Durante tres días en el Palacio de Exposiciones y Congresos de Madrid, sus líderes: Felipe González, Manuel Fraga, Santiago Carrillo,

Ramón Tamames, los presidentes de UGT, Nicolás Redondo y de Comisiones Obreras, Marcelino Camacho, entre otras personalidades, presentaron sus programas consolidando la imagen del Instituto ante la prensa financiera y dando publicidad a la actividad desarrollada por el mismo.

Otro aspecto relacionado con la integración presencial fueron los congresos europeos de la EFFAS en los que España siempre ha participado con un número importante de asistentes y aportando trabajos de investigación. En 1974 en Torremolinos, en 1984 en Madrid y en 1996 en Barcelona, fueron organizados por España, destacando a la excelente labor que desarrolló en este campo Gonzalo Milán del Bosch que fue miembro directivo de la FEAAF.

En 1985 la Junta directiva a propuesta de su presidente Juan José Toribio me nombra director general, cargo que posteriormente se fusionaría con el de secretario general, con el objetivo de darle más visibilidad e incorporar a los analistas que en ese momento eran ajenos a la institución y cuyo número había crecido de una forma paralela al crecimiento del propio sistema financiero español. En ese momento la estructura administrativa del Instituto comprendía solamente una secretaria encargada de las labores de administración y un director.

Durante mis 20 años como secretario general, y tres años como vicepresidente los hitos más importantes fueron potenciar la labor de investigación mediante la revista “Análisis Financiero” que había sido creada por José Luis Campos Echeverría, en 1974, y de cuya dirección me hice responsable posteriormente, incorporando los habituales trabajos hechos por analistas profesionales que se generaban en los departamentos de las universidades responsables de temas financieros.

Una mención especial para el Consejo de redacción inicial de la revista pioneros del proyecto, que, además de integrar el Consejo, incorporaron un excelente número de artículos de investigación con los nombres de José Antonio Bernal, Rogelio Cañas, Enrique Casany Cortada, Antonio Torrero Mañas y José Antonio Santos Arrarte.

Asimismo, fui responsable de continuar con la dirección y organización de los cursos de formación que anualmente organizaba el Instituto en sus modalidades de “Análisis del mercado financiero”, “Análisis fundamental de los sectores cotizados en bolsa” y de “Dirección financiera”, que se celebraban en la Bolsa de Madrid. Y cuya culminación fue la creación de la Escuela de Formación, de la que fui su primer director, y a la que se la dotó de autonomía de medios y dirección. Escuela que tenía como objetivo prioritario impartir máster, cursos y seminarios especializados en el campo de la bolsa y sobre el sistema financiero en general tanto de forma presencial y actualmente como “in company”, que posteriormente se vio potenciada con la incorporación como nuevos directores de Antonio Dionis Soler y Jesús López Zaballos. Su primera aportación consistió en el desarrollo de un programa de contenidos que nos permitiera obtener el título CIIA de analista financiero europeo.

Otro instrumento que facilitó la transición al proceso de reforma de los mercados financieros fue la dirección y edición por la Bolsa de Madrid del libro “Curso de bolsa y mercados financieros” en el que colaboraron de forma desinteresada un grupo de expertos en los mercados de valores: analistas financieros, profesores universitarios y profesionales de las instituciones que operaban en el mercado, con una nota común: su cualificación técnica y experiencia profesional. En aquel texto participaron autores que posteriormente llegarían a la presidencia del instituto como César Alierta, Juan Carlos Ureta o Aldo Olcese.

Un acontecimiento de mi época como secretario general fue la organización, en enero de cada año, de un curso de tres días, que era un referente para el mercado, con el título de “Perspectivas financieras y tipos de interés” en el que los responsables de los departamentos de análisis de las empresas financieras de mercado y autoridades del Ministerio de Economía y del Banco de España exponían sus opiniones sobre lo que iba a ser el comportamiento del mundo económico y bursátil durante el año que comenzaba.

Los canales de comunicación entre los analistas eran muy diferentes de los actuales. Por ello el Instituto llevaba a cabo habitualmente presentaciones de empresas cotizadas y no cotizadas, celebradas habitualmente en la Bolsa de Madrid, en la que los responsables presidentes, director financiero y otros ejecutivos de las compañías exponían sus planes de futuro y compartían los análisis y preocupaciones sobre el presente y futuro en un foro abierto a todos los miembros del Instituto.

Entre estos merece destacarse el primer Congreso Nacional de Dirección y Gestión Financiera celebrado en noviembre de 1991 en Madrid en el Palacio de Exposiciones y Congresos, organizado por la revista Expansión con la colaboración del Instituto, participando en el comité de honor y en varias de sus ponencias.

Los ingresos generados por las cuotas de los miembros no eran suficientes para abordar otros proyectos de mayor envergadura. Por ello, en 1991 se crea la Fundación de Estudios Financieros como fundación cultural privada, benéfico-docente sin ánimo de lucro dependiente de un Patronato para desarrollar el contenido de lo establecido en sus estatutos y ser el instrumento para el cumplimiento de los fines del Instituto.

Con la actividad ordinaria y otras desarrolladas por la Fundación y la Escuela de Formación se llegó a superar la cifra de 150 actos anuales. Esta intensa actividad del Instituto tuvo su reconocimiento con la concesión del “Premio al fomento de la cultura financiera” de la revista “Inversión” en noviembre de 1996.

Por último, quiero resaltar que, en mi condición de académico y catedrático de la Universidad Complutense, representando al Instituto, fui incorporado a la comisión principal que elaboró el Plan General de Contabilidad para la Empresa Española de 2004 lo que me permitió defender las necesidades del analista financiero más encaminada a obtener contenidos económicos de la información sobre los meros aspectos formales de las normas.



Mariano Rabadán Forniés

PRESIDENTE 1977-1982



Por Ángel Martínez Aldama

Presidente de INVERCO

Celebramos 60 años de la constitución del Instituto de Analistas en España, asumo el reto que me lanza el Instituto para escribir este artículo, y aprovecho para poner en valor la dedicación y el entusiasmo de tantas personas que durante estas seis décadas han posibilitado no solo esta efeméride, sino también que el Instituto tenga hoy un papel relevante en el sector financiero y económico. Agradezco a su Presidenta y a su Director General que en esta publicación conmemorativa tan especial de artículos encomendados a los antiguos Presidentes, hayan pensado en mí para escribir este artículo sobre Mariano Rabadán Forniés, Presidente del Instituto de Analistas Financieros desde 1977 a 1982, y previamente Secretario General y Vicepresidente del mismo.

Son tres los perfiles que destacan en Mariano Rabadán, ninguno de los cuales se entendería sin el otro, y ambos se entrelazaron a lo largo de su vida: el profesional, el académico y el institucional, y comentaré algunos retazos de cada uno de ellos.

Sobre el primero, el profesional, Mariano fue un impulsor decidido del desarrollo del análisis financiero y de los denominados activos fuera de balance de las entidades financieras, cuestión que en los años

sesenta no contaba con muchos adeptos. Frases como “la banca se hace centimillo a centimillo” se las he oído pronunciar a Mariano de boca de ilustres Presidentes y Directores Generales de bancos de la época.

Su periplo en este mundo financiero se inicia en 1963 en el Banco Popular de la mano de Rafael Termes, su mentor y a quién profesó una gran admiración profesional toda su vida. No se entiende la trayectoria profesional de Mariano sin la de Rafael Termes, que se adelantó a su tiempo visionando que la Banca necesitaba una renovación y un nuevo enfoque, mediante la ampliación de su tradicional función con la creación de grupos financieros que pudieran desarrollar nuevas fórmulas de financiación. Mariano fue un pionero, con una estancia a principios de los sesenta en Ginebra en el banco Lombard Odier para aprender las nuevas tendencias del sector bancario en Suiza, ya por aquel entonces con una clara apertura hacia la gestión de activos.

Pero a lo que prestó una mayor atención fue al desarrollo de un área de mercado de capitales, por entender que ésta permitiría ampliar considerablemente la financiación de las empresas a plazos muchos más largos, por la vía de emisiones de acciones o de activos de renta fija. Ello suponía desarrollar en paralelo nuevos instrumentos que canalizaran el ahorro hacia los mercados (Sociedades y Fondos de Inversión, Fondos de Pensiones, etc...) y la implementación de departamentos de análisis y gestión que se desarrollaban por primera vez en España.

La legislación de 1964 creó la figura del Fondos de Inversión y fue el detonante del desarrollo de las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC, Fondos y Sociedades de Inversión). Las Sociedades de Inversión Mobiliaria (SIM) habían sido reguladas ya en los años 1952 y 1958, con resultados no muy relevantes, ya que a finales de 1965 se habían cons-

tituido solo 44 Sociedades de Inversión. Sin embargo, el gran impulso de las IIC vendría mediante la aprobación del Decreto-Ley 7/64, de 30 de abril, y posteriormente la Orden Ministerial de 30 de junio del mismo año, que no solamente mejoraron la regulación jurídica y fiscal de las SIM, sino que crearon en España la figura de los Fondos Mutuos (Fondos de Inversión Mobiliaria), sin pasar por la otra fórmula de capital abierto, las SICAV, que aunque estaban incluidas en la Orden Ministerial, fueron objeto de desarrollo muchos años más tarde.

Ya de vuelta a España, tuvo la encomienda de crear una gestora de Fondos de Inversión dentro del Grupo Popular. La actividad de la Gestora, a las que se permitía entonces tener sus propias redes de agentes al margen de las sucursales bancarias, causó no pocos recelos en su red de sucursales cuyos directores ante el éxito que tuvo la exitosa actividad de los agentes de la Gestora, con traslado de dinero de depósitos del banco a Fondos, remitían sus quejas a los servicios centrales con frases como “esto es un atentado al balance bancario”.

Diez años más tarde, a finales de 1975 se habían constituido en España 25 Fondos de Inversión con 206 millones de euros que en 2024, casi cuarenta años más tarde, se han convertido en casi 715.000 millones de euros.

Posteriormente, en su periplo profesional recaló en el Grupo March hasta 1993, con la creación de la Gestora de Fondos de Inversión, una Agencia de Valores y otra Gestora de Fondos de Pensiones.

El auge de los Fondos de Inversión desde 1964 le impulsó a constituir INVERCO, Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones en 1981, labor que simultaneó con sus responsabilidades ejecutivas en Gestemar. La gestación de INVERCO venía de

muchos años atrás, con las reuniones mensuales que organizaba Mariano con las gestoras entonces operativas, en su despacho de la calle Cedaceros de Madrid, en las que intercambiaban opiniones sobre los mercados y las carteras de los Fondos.

El recorrido profesional de Mariano no se entiende sin su perfil académico y docente. Fue profesor de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Autónoma de Madrid, donde coincidió con Enrique Fuentes Quintana o Emilio Ontiveros, y también Profesor del Área de Finanzas del IESE. De ambos centros salieron muchos alumnos suyos que fueron luego brillantes profesionales en el mundo financiero y de la gestión de activos. También fue profesor del CEU y de CUNEF, entonces adscritos a la Universidad Complutense de Madrid.

En esos años de crecimiento económico y de impulso de los mercados financieros de renta variable (los de deuda apenas tenían liquidez debido a las escasas emisiones de deuda privada y a las apenas existentes de deuda pública), la necesidad de contar con analistas financieros era notoria.

Y ahí surge su espíritu asociativo para generar economías de escala que permitirán el florecimiento de la figura del analista financiero, dirigiendo la Sociedad de Documentación y Análisis Financiero (DOFISA), promovida por seis Bancos de tamaño mediano y las Bolsas de Madrid y Barcelona, o constituyendo Agesban (sociedad de análisis económicos y asesora en colocaciones de emisiones de deuda), promovida por nueve Bancos medianos, CECA y Caja de Ahorros de Madrid, así como cinco bancos extranjeros.

La historia del Instituto de Analistas está íntimamente ligada al desarrollo de las IIC y a los Fondos de Pensiones. El impulso a la profesión

del analista financiero, además del desarrollo de las filiales financieras de los bancos, vino de la mano de la necesidad de formar profesionales para gestionar los vehículos de ahorro colectivo (Fondos de Inversión y Fondos de Pensiones) que estaban empezando a popularizarse, y se impulsaron posteriormente con las Leyes de reforma de 1990 y 1991 (con la reducción del tipo de gravamen en el Impuesto sobre sociedades de los Fondos del 13% al 1%, y el establecimiento de coeficientes de abatimiento a las ganancias patrimoniales en el IRPF), que permitían la exención en el largo plazo de los rendimientos en los productos de ahorro, además de las campañas de publicidad que protagonizaron entonces dos grandes bancos.

Desde entonces, existe un completo paralelismo entre el desarrollo del Instituto Español de Analistas Financieros y el de los mercados de valores, de la Inversión Colectiva y, posteriormente, de los Fondos de Pensiones en España, que fue enormemente fructífero ya que ha permitido que el número de miembros del Instituto haya aumentado considerablemente, de los cuales un importante número desarrollan su actividad en los mercados financieros, en las entidades financieras o en el ámbito de las Instituciones de Inversión Colectiva, de los Fondos de Pensiones y en la Banca Privada.

Mariano tuvo para con el Instituto un cariño especial, viéndolo nacer y desarrollarse en el cumplimiento del papel para el que grandes profesionales dedicaron desinteresadamente su esfuerzo y conocimientos, entre ellos el de la promoción de la información que públicamente debían facilitar las empresas cotizadas en Bolsa, así como impulsar su estandarización, lo que llevó a la aprobación del primer Plan Contable español, elaborado por el Instituto de Censores Jurados de Cuentas.



Juan José Toribio

PRESIDENTE 1982-1988



Cualquier referencia al pasado del Instituto Español de Analistas ha de empezar forzosamente con un emocionado homenaje a los profesionales que, bajo el liderazgo de Rafael Termes, suscribieron la escritura fundacional de la entidad en septiembre de 1965.

Leer los nombres de las primeras juntas directivas suscita admiración y afecto, por la concentración de talento profesional y de calidad humana que aquel grupo de colegas representaba en una España que, por entonces, se abría tímidamente al mundo de las inversiones internacionales.

Pasaron los años iniciales, y en marzo de 1982, cinco de aquellas personas singulares agotaban su período de permanencia en la junta: Mariano Rabadán (por entonces, presidente), César Alierta, Juan Antonio Palacios, José Luis Campos y Eduardo Cebollero.

Fueron convocadas elecciones, y todavía no entiendo qué razones tuvieron algunos de ellos (especialmente, César y Mariano) para animarme a presentar mi candidatura a la presidencia. Que yo recuerde, el único mérito por mi parte era el afecto amistoso que nos unía y, quizá, la admiración que yo sentía hacia el trabajo que ellos y los

restantes miembros de la junta saliente habían venido desarrollando. Acepté, pues, su sugerencia porque pensaba que debíamos esforzarnos en seguir su ejemplo vivo y continuar su magnífica labor. Valía la pena intentarlo.

Las elecciones de 1982 se celebraron el propio 29 de marzo y, con el amable respaldo de César, Mariano y otros, salí elegido presidente por un estrecho margen (creo recordar que fueron solo 2 votos) sobre el candidato alternativo, Álvaro García de la Rasilla, de cuyo prestigio profesional veníamos beneficiándonos todos los miembros del Instituto. En su caballerosidad, Álvaro aceptó colaborar en todo lo que le pidiéramos e incluso aceptó trabajar como vicepresidente de la junta directiva, que se vio, así, fuertemente reforzada. El resto de la junta lo componían también nombres de sólido prestigio.

No resulta fácil elaborar recuerdos de hace cuarenta años, y más aún seleccionar aquellos referidos a eventos objetivamente importantes para separarlos de los que se refieren a temas más triviales, aunque sean estos últimos (o algunos de ellos) los que, a veces, quedan grabados en la mente. Puede que éste sea mi caso y pido disculpas por ello.

Como nueva junta directiva iniciamos, pues, nuestra andadura en el mundo de los ochenta. No eran años menos inciertos que los actuales, pero en lo económico configuraban un entorno muy singular. ¿Cómo eran las cosas entonces?

En el ámbito internacional, los mercados financieros se habían abierto a un horizonte de esperanza con el nombramiento de Ronald Reagan como Presidente de los Estados Unidos (1981) y con el de Margaret Thatcher como Primer Ministra británica (1979). Ambos habían irrumpido en la escena mundial con una defensa firme de la democracia liberal, la economía de mercado, la reducción de aranceles u

otros obstáculos al comercio exterior, el apoyo a la inversión privada y la libertad de movimientos internacionales de capital. Todo ello auguraba una nueva era económica, que suponíamos habría de generar un espíritu innovador en el ámbito de las finanzas.

Bien es cierto que, por el momento, esas esperanzas deberían aplazarse. En la mayoría de los países avanzados se sentía una urgencia por reducir las fuertes presiones inflacionistas heredadas de años anteriores. En lógica consecuencia, se planteaba en todo el mundo la cruda necesidad de mantener altos tipos de interés. En los Estados Unidos -por ejemplo- las tasas de inflación de aquellos años se movían por encima los dos dígitos, lo que motivó que Paul Volcker, entonces presidente de la Reserva Federal, elevara el tipo de interés de referencia (federal funds rate) hasta el ¡20%! Con ello, la primera economía del mundo entró en recesión, y sus tasas de desempleo superaron el diez por ciento de la población activa.

Las restantes economías occidentales siguieron también la misma política, con idénticos resultados: éxito final en la lucha contra la inflación, pero a costa de recesión económica, desempleo y atonía financiera durante casi dos años.

El entorno español, en el que nosotros nos movíamos, participaba de esas mismas características, aunque con importantes matices propios. Nuestra renta per cápita apenas superaba los tres mil dólares y la tasa de inflación se había elevado por encima del 28% pocos años antes. Durante algunos ejercicios todavía osciló en torno al quince por ciento, a pesar de que las autoridades monetarias mantenían los tipos de interés en cotas muy elevadas. Todo ello, unido a la inquietud política generada el año anterior por el golpe del 23 F y las incertidumbres propias de una transición apenas consolidada, hizo que la formación bruta de capital resultara en España prácticamente parali-

zada. De hecho, la tasa de crecimiento real de la inversión (descontada la inflación) fue negativa en 1982. Nadie parecía dispuesto a invertir en nuestra economía.

El ámbito financiero se resintió gravemente. Aunque cinco años antes España había solicitado ya su adhesión a la Comunidad Europea, ésta no se formalizó hasta junio de 1985. En el ínterin, se venía manteniendo un control estricto en los movimientos de capital, mientras seguía en vigor la Ley de Delitos Monetarios que dificultaba seriamente la alternativa de invertir en el exterior.

Como resultado, la bolsa española, que mantenía un sistema de correos y en la que solo cotizaban unas decenas de valores, resultó casi paralizada, con muy pocas transacciones. En 1982, el volumen total negociado (en pesetas) equivaldría hoy a 1.500 millones de euros, frente a los 318.000 millones registrados en 2024.

* * *

En ese entorno de atonía, aunque no exento de esperanza, ¿qué podrían hacer profesionalmente los analistas y en qué podría ayudarles nuestro Instituto?

En la primera reunión celebrada por la nueva junta directiva (1982), ésta decidió comprometer sus mejores esfuerzos en:

- Incrementar la formación de los analistas.
- Acentuar su profesionalización.
- Mantener la independencia y profesionalidad del Instituto.
- Sanear sus presupuestos.
- Impulsar su internacionalidad.

- Mejorar la calidad y difusión de sus publicaciones.
- Colaborar con otras instituciones de carácter similar.
- Apoyar a las delegaciones regionales.
- Intensificar el contacto con empresas cotizadas, para obtener información financiera relevante.
- Celebrar reuniones periódicas con personas significadas en la Administración Pública y en el ámbito social, que nos permitieran estar al tanto de los proyectos regulatorios que pudieran afectarnos.

Para avanzar en tan loables propósitos, se decidió crear sendas comisiones de trabajo, presididas por distintos miembros de la junta directiva, que informarían mensualmente a la misma sobre los resultados obtenidos. Se concretaron, así, seis comisiones: a) Formación. b) Publicaciones. c) Actos públicos. d) Finanzas del Instituto. f) Internacional. c) Relaciones institucionales.

Empezamos a trabajar. Y lo hicimos a fondo durante los seis años que duró el mandato de la junta.

Repasando la labor desarrollada por esas comisiones en un entorno tan singular, no cabe sino admirar la dedicación de trabajo y expresar un profundo agradecimiento a muchos colegas, entre los que podrían destacarse algunos como Jorge Planasdemunt, Luis Castresana, Amando Mayo, José Antonio Santos, Luis Olazábal, Rafael Oliva, Joaquín Herrero, Javier Oraá, Alfonso Torrecilla, Paco Úbeda, Jesús Lladó, Saturnino Anfosso, Gonzalo Milans, Montse Arqué, y otros cuya cita haría interminable esta relación. Algunos de ellos todavía comparten nuestras inquietudes profesionales y nos distinguen con su amistad; otros llegaron ya al final de su vida terrena, pero permanecen en ese rincón espiritual de nuestros mayores afectos.

En cuanto a medios de formación, se había acordado ya que, para acceder a la condición de miembro del Instituto, sería obligatorio seguir un curso, al término del cual, los participantes habrían de presentar un resumen de las ponencias impartidas. Todas las sesiones del curso se celebrarían presencialmente en Madrid y ocasionalmente en otras ciudades con actividad bursátil. Los candidatos no residentes en ellas podrían sustituir el curso por un trabajo sobre temas financieros seleccionados, con una extensión mínima de treinta folios y sujetos a la aprobación del propio Instituto.

Esperemos que muchos de esos trabajos y resúmenes se mantengan todavía en los archivos correspondientes. Su lectura sería una buena oportunidad de recordar y valorar lo que la pertenencia al Instituto históricamente implicaba.

Pero tales cursos, de frecuente celebración en los propios locales de la Bolsa de Madrid, no estaban solo abiertos a profesionales que desearan incorporarse al Instituto, sino a todos los miembros de éste, quienes podrían participar con bonificación en la matrícula como modo de actualizar su formación permanentemente. También se celebraron sesiones en Barcelona y Bilbao, cuyas juntas regionales recibieron el pleno apoyo de la directiva nacional.

En las actas de la junta puede verse el número total de cursos convocados en el período 1982-88. La mayoría de ellos trataron de la nueva instrumentación del control monetario y sus consecuencias financieras, las nuevas fórmulas de emisión de renta fija y variable, las entidades e instrumentos de los mercados financieros (incluyendo el hipotecario), las innovaciones en el mercado bursátil, las sociedades mediadoras en el mercado del dinero, la negociación de letras, la gestión de la deuda pública, y los mercados internacionales.

El detenido repaso a esos temas puede otorgarnos un mejor conocimiento sobre lo primario de las instituciones, mercados y regulaciones de aquel período histórico. También puede hacernos comprender cuáles eran entonces las inquietudes y actividades propias de la profesión de analista financiero, tan distintas de las de la época actual.

Puede, por ejemplo, comprobarse que no se impartía en aquellos cursos ninguna sesión dedicada a la tecnología digital, el uso de ordenadores personales y la utilización de internet, que por entonces no existían o estaban dando sus primeros balbuceos. Tampoco disponíamos de telefonía móvil, ni de sistemas eficientes de comunicación instantánea, aunque -como gran novedad- empezaban ya a utilizarse servicios de fax. Pero con tan escasos recursos disponibles, en el Instituto se trabajaba a fondo y desinteresadamente.

Otro recuerdo entrañable del IEA, relacionado con la formación profesional de sus miembros, se refiere a los almuerzos que mensualmente celebrábamos con algunas personalidades del mundo financiero, empresarial, o de la Administración Pública, que pudieran aportarnos información relevante sobre empresas cotizadas, y/o sobre regulaciones (en vigor o proyectadas) que resultaran de especial interés para la actividad profesional de los analistas. Se pensaba que tales contactos personales suponían también un medio de formación, que complementaba la impartida a través de los cursos académicos.

Por supuesto, los almuerzos eran abiertos a la totalidad de los miembros del Instituto, quienes podrían intervenir en el coloquio con la persona invitada, en principio a mano alzada, aunque más tarde se concretó en preguntas escritas. Los almuerzos se celebraban en algún hotel o palacio de congresos y creo recordar que su precio para los asistentes rondaba en torno a mil pesetas (seis euros), lo que no resultaba entonces un importe tan desdeñable. La asistencia era casi

siempre masiva, y desde la presidencia no era extraño ver a muchos comensales bolígrafo en mano, tomando nota de cuantos temas se trataban con las personalidades invitadas.

Ante la escasa actividad de los mercados, la junta anterior (presidida por Mariano Rabadán) había ya organizado almuerzos de este tipo con representantes de los distintos partidos políticos, especialmente si se encontraban en período electoral y habida cuenta de la transición institucional que España estaba viviendo. El éxito de tales almuerzos resultó notorio, aunque fue perdiendo parte de su excepcional novedad a medida que la democracia se asentaba.

Cabe destacar el último de ellos, que tuvo precisamente lugar durante el traspaso de funciones de la anterior a la nueva junta, por lo que se me dio el privilegio de compartir con Mariano la presidencia del acto. El invitado de honor fue Felipe González, quien por entonces dirigía la oposición en el Congreso de los Diputados, pero cuya victoria electoral, ya inminente, era descontada negativamente por los mercados, que recelaban del primer gobierno de la izquierda política en más de cuarenta años. Nos impactó la actitud templada y sincera del personaje, que pidió abiertamente la ayuda del ámbito financiero para poner al país por encima de cualquier interés de partido. Lo sucedido en el almuerzo se difundió y la Bolsa subió notablemente en los días siguientes, por lo que el Instituto de Analistas (y en especial, Mariano Rabadán) podría hoy jactarse de haber participado activamente en un episodio singular de la historia del país.

Entre otros invitados en aquellos almuerzos mensuales, deben ser destacadas varias personalidades que configuraron decisivamente la España económica y financiera del momento. Podemos recordar con agradecimiento la participación del gobernador del Banco de España (Álvarez Rendueles), el subgobernador (Ruiz de Alda) el director ge-

neral (Aristóbulo de Juan), el Ministro de Economía (Miguel Boyer), sucesivos Secretarios de Estado de Hacienda (Josep Borrell y Miguel Ángel Fernández Ordoñez), presidentes de grandes bancos de la época (José M^a López de Letona, Emilio Botín, Mario Conde, Alfonso Escámez, etc.), Presidente de Telefónica (Luis Solana Madariaga), síndicos de las cuatro bolsas españolas, así como una gran parte de altos ejecutivos de sociedades eléctricas y de infraestructuras, con destacada presencia en el mercado de valores.

No existía aún el IBEX35, ni apenas cotizaban empresas del sector manufacturero, pues éste se encontraba de hecho nacionalizado a través del Instituto Nacional de Industria (INI). Para su privatización hubo que esperar más de una década.

Los esfuerzos de formación se complementaron, a partir de 1983, con la celebración de Jornadas sobre “Política Económica y Financiera”, de ocho o diez días de duración, en los que, de seis a nueve de la tarde, se impartían sesiones dirigidas por profesores universitarios invitados o por personalidades del mundo financiero. Abiertas a muchos otros profesionales, las jornadas fueron ganando en importancia, a la vez que llegaron a constituir una fuente no desdeñable de recursos para sanear las finanzas del Instituto.

En cuanto a publicaciones, se vio pronto la necesidad de modernizar la edición del Boletín (por entonces, única existente), al que se añadió una “revista de revistas” encomendada a José Antonio Santos, una “reseña de actividades del Instituto” (a cargo de Luis Olazábal) y traducciones de artículos extranjeros de las que se responsabilizó Juan Martín Lucas.

Ya en 1983 se pensó, además, en el diseño de una revista de periodicidad trimestral que, de acuerdo con el proyecto inicial, constaría de

82 páginas divididas en cuatro cuerpos, que incluirían un editorial, temas de actualidad, artículos de fondo, cronología de acontecimientos del trimestre, cifras, cuadros y reseñas de legislación. Tal diseño incluía también 16 páginas de publicidad para hacer económicamente viable la revista, aunque ello exigió un esfuerzo notable de gestiones por parte de todos los miembros de la junta.

Tanto las actividades formativas como las de actualización de las publicaciones experimentaron nuevo impulso a partir de 1985, gracias a la incorporación de José Luis Sánchez Fernández de Valderrama como nuevo gerente del Instituto, del que ya era miembro desde hacía algunos años. José Luis era catedrático de Contabilidad en la Universidad de Alicante y más tarde se incorporó como profesor al Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF) en Madrid.

Su dedicación supuso también una gestión más rigurosa de la evolución financiera del Instituto, básicamente a través de los cursos de formación, de la incorporación de nuevos miembros y del ajuste de las cuotas a la tasa de inflación. Así, mientras en 1982 se había registrado un déficit total próximo a cien mil pesetas, seis años más tarde pudimos obtener excedentes netos superiores a dos millones, lo que dotó a la entidad de una base suficiente de recursos propios, que permitiría lanzar nuevos proyectos de futuro.

En el esfuerzo por impulsar la internacionalización del Instituto, se otorgó prioridad a nuestra relación con EFFAS y la mayor participación posible en sus actividades. Con frecuentes viajes y contactos, contribuimos a la consolidación de la Federación Europea y a la organización de sus congresos en Mainz (1982), Florencia (1986) y Zurich (1988), en los cuales presentamos diversas ponencias. También compartimos la dirección de los primeros Encuentros Luso-Españoles de Economía Empresarial.

Con todo, el acontecimiento más importante para intensificar nuestra presencia internacional fue la celebración en Madrid del congreso de la Federación Europea de Analistas Financieros, en octubre de 1984. Su preparación absorbió la dedicación plena de varios miembros de la junta y de otros miembros del Instituto y un esfuerzo notable por elaborar ponencias. Con la colaboración de Juan Palacios, se logró (si no recuerdo mal) que la sesión del último día fuera dirigida y presentada por William Sharpe, bajo cuya dirección Juan había escrito en Stanford, años atrás, su tesis doctoral. Sharpe no había sido todavía laureado con el premio Nobel de Economía (lo logró en 1990, junto a Merton Miller y Harry Markowitz) pero su prestigio internacional le hacía un candidato favorito al galardón.

El evento supuso un éxito indudable con una asistencia que desbordaba el Palacio de Congresos en el que se celebró. Gracias al alto número de inscripciones, se cerró, incluso, con un superávit económico que no hizo necesaria la aportación de fuentes financieras ajenas. La internacionalización del Instituto quedó reforzada y plenamente reconocida.

Finalmente, parece obligado cerrar esta colección de recuerdos con algunos de especial resonancia humana.

En 1985, la lista de admitidos como nuevos socios del IEA aparece encabezada por un candidato destacado: Isidro Fainé Casas, quien habría de jugar después un papel tan importante en el Instituto.

Tres años más tarde (1988) se agotó el turno de mi presidencia. Tras las elecciones correspondientes, me cupo la satisfacción personal de saberme sucedido por un personaje como Juan Palacios Raufast, en la plenitud de su prestigio profesional, y que se esforzaría con éxito en elevar el Instituto de Analistas a nuevas cotas de reconocimiento.

Para entonces, también se había incorporado a la junta directiva el propio Isidro Fainé y (por segunda vez) César Alierta, junto con Manuel Martín, Antonio Negre Villavechia y Javier Zoido. Ciertamente no era fácil encontrar tal concentración de talento humano dispuesto a trabajar por propia iniciativa en una institución, sin más compensación que la derivada de haber contribuido al mejoramiento profesional de sus socios y al reconocimiento de la actividad que estos desarrollan.

Pero ese espíritu, cuidadosamente mantenido, es precisamente el mejor activo del Instituto. Así se explica el auge que se produjo en décadas sucesivas y el alto nivel alcanzado a día de hoy, bajo el impulso de nuevas juntas directivas y la contribución de nuevas generaciones de analistas. Cuantos les precedimos nos sentimos orgullosos de sus logros.



Juan Palacios Raufast

PRESIDENTE 1988-1991



A petición del Instituto, compartiré con mucho gusto algún recuerdo de mi etapa como presidente. Guardo un profundo cariño por esta institución y sus profesionales.

Nunca imaginé que llegaría a presidir el Instituto. Fue Pedro Toledo -entonces presidente del Banco de Vizcaya y mi mentor en el área de Tesorería- quien me pidió que me presentara a la elección convocada en 1988. Toledo conocía muy bien el Instituto pues fue uno de sus primeros miembros y había formado parte de su Junta Directiva.

Me costó aceptar su petición porque mi amigo César Alierta ya había anunciado su candidatura y —para mí— era el candidato ideal. Pero decidí presentarme y César fue la primera persona a la que informé de mi decisión. Poco después se celebró la elección y salí elegido.

Para comprender como era el Instituto de entonces, conviene recordar dos hechos notables que lo configuraron desde su inicio y que se van olvidando con el paso del tiempo. El primero fue que Rafael Termes tuvo el atrevimiento de fundar el Instituto Español de Analistas Financieros en 1965, cuando esta profesión no existía en España. Podía haber una docena de buenos profesionales capacitados para ser analistas, pero ninguno de ellos podía desempeñar esta labor por la escasa información que ofrecían nuestras empresas de entonces.

Esta situación se prolongaría durante bastante tiempo como pude comprobar cuando buscaba datos para mi tesis doctoral seis años más tarde. Entre otras fuentes recurrí a las memorias de empresas cotizadas en Bolsa para descubrir que —en ocasiones— solo contenían tres o cuatro páginas de un texto irrelevante, un balance con diez asientos contables y su correspondiente cuenta de resultados aún más escueta.

Termes se empeñó en cambiar esta lamentable situación y lo consiguió. Para ello —y entre otras iniciativas— fundó la sociedad Dofisa que preparaba y distribuía información financiera de nuestras empresas con un detalle y fiabilidad ausente en sus memorias. Además, inició las reuniones informativas anuales del Banco Popular —del que era consejero delegado— celebradas siempre en enero tras cerrar el ejercicio. Estas reuniones, rupturistas y modélicas, se convirtieron en la referencia que siguieron más tarde otras empresas.

Otra iniciativa de Rafael Termes fue la creación de los primeros fondos de inversión en España a la vez que el Banco Urquijo. Sin duda fue la innovación más importante de nuestro sistema financiero en décadas. Los fondos permitían al pequeño inversor diversificar sus ahorros —algo hasta entonces imposible— y además ofrecían salidas profesionales para nuestros incipientes analistas financieros. El trabajo de estos analistas fue decisivo para transformar nuestra Bolsa en un mercado más racional y eficiente, reduciendo el carácter fuertemente especulativo que tenía desde su fundación.

Nadie ha hecho tanto como Rafael Termes por modernizar nuestro sistema financiero, y la fundación de nuestro Instituto hay que verla como una iniciativa más en este sentido. No fue un hecho aislado. Su esfuerzo innovador tuvo que superar con frecuencia muchos obstáculos. Por ejemplo, un legislador incompetente obstaculizó el buen trabajo de los analistas en los primeros fondos, y hasta llegó a provocar una burbuja imparable en nuestra Bolsa con su correspondiente desplome posterior

de los precios. Su torpeza ahuyentó a muchos partícipes de los fondos y cortó de raíz su crecimiento que tardaría en recuperarse.

El segundo hecho notable al que me refería fue la organización del VII Congreso de la Federación Europea de Analistas Financieros, celebrado en Torremolinos en 1972. Fue un congreso memorable que sorprendió muy gratamente a sus asistentes. El éxito de este evento supuso la irrupción en tromba de nuestro joven Instituto en Europa. Nuestros colegas europeos descubrieron con admiración y respeto la figura de Termes, y empezaron a considerar a nuestro Instituto como una referencia por su capacidad y dinamismo.

El Instituto que yo me encontré había crecido mucho desde entonces y gozaba de buena salud. Si recuerdo bien, ya era el mayor de Europa en número de miembros después del del Reino Unido. Los presidentes que sucedieron a Termes —en su conjunto— habían gestionado bien su legado, y el Instituto mantenía su buena imagen entre nuestros colegas europeos. Así las cosas, no parecía el momento de hacer grandes cambios, aunque sí de impulsar algún proyecto para consolidar el análisis financiero en nuestro país. Comentaré dos intentos en este sentido.

El primero fue un cambio radical en la revista del Instituto. Teníamos entonces una revista que no pasaba por sus mejores momentos. Su contenido acabó siendo bastante mediocre, a pesar de los esfuerzos que hacía su editor para conseguir contribuciones de calidad. Pero estas no llegaban y su contenido empeoraba día tras día sin remedio. Pero una solución bastante sencilla cambió esta situación.

La mejor revista de nuestra profesión era entonces el Financial Analysts Journal, la revista de los analistas americanos. Daba gusto leer sus artículos claros y bien escritos. Además, las finanzas atravesaban entonces una época dorada —como no ha vuelto a ocurrir— plena de

innovaciones que cambiaron por completo y para siempre la forma de invertir. Por ello, sus artículos eran inestimables para difundir los nuevos conceptos entre los profesionales. Entonces, ¿por qué no tomar esta revista como modelo para cambiar la nuestra?

No costó mucho conseguir que los americanos nos permitieran —sin contraprestación alguna— traducir al español una selección de sus mejores artículos para sacarlos en nuestra revista. Muchos de aquellos artículos siguen siendo hoy clásicos plenamente vigentes. También cambiamos el formato de la revista -inspirándonos en el de la suya- para resaltar el cambio producido.

Estas medidas surtieron efecto y —en poco tiempo— nos vimos en una situación opuesta a la que habíamos sufrido antes: llegaban espontáneamente buenos artículos de autores españoles con ruego de publicación. Empezamos a publicar los mejores, pero carecíamos de un procedimiento formal para seleccionarlos. Ello requería crear un comité editorial competente como tenían otras publicaciones de prestigio.

Al pensar en cómo hacerlo, apareció la posibilidad de emprender un proyecto mucho más ambicioso. Nuestra revista podría incluir artículos en inglés para convertirse así en una publicación con difusión internacional. No había entonces ninguna publicación de estas características en Europa, y se necesitaba en un momento tan singular como aquel pleno de innovaciones. Nosotros podíamos crear esta revista como una extensión de lo que ya estábamos haciendo en España y era el momento de hacerlo.

Para poder publicar artículos de buena calidad desde el primer número necesitábamos tener un comité editorial formado por los mejores expertos del momento, y esto estaba a nuestro alcance. Pocos

años antes había escrito una tesis doctoral sobre la Bolsa Española en la Universidad de Stanford dirigida por el profesor William Sharpe, Premio Nobel de Economía. Mi tesis despertó cierto interés ya que demostraba —en contra de la creencia general— que los nuevos modelos funcionaban en mercados imperfectos y estrechos como los de nuestra bolsa. Presenté mi tesis en dos congresos y apareció publicada en un libro editado por la Universidad de Nueva York, y esto me sirvió para estar bien relacionado con algunos profesores de las mejores universidades americanas y europeas.

Al sondear con algunos de ellos nuestra idea de la revista nos animaron a crearla. Unos se ofrecieron desinteresadamente para ayudarnos como posibles miembros de nuestro comité editorial, mientras que otros parecían interesados en enviar alguno de sus trabajos para su publicación. El proyecto era pues viable y solo faltaba emprenderlo. Pero nunca pudimos llegar a completar esta iniciativa ilusionante. Cuando estábamos en ello, se produjo el inesperado fallecimiento de Pedro Toledo y, sin su apoyo, ya no podría disponer de la dedicación necesaria para ponerlo en marcha.

Otro proyecto interesante, también inacabado por el mismo motivo, era la creación un sistema de calificación de bonos y obligaciones —similar a los de Moody's y Standard & Poor's— pero más accesible para las empresas españolas. Algunas investigaciones habían demostrado que estas calificaciones se podían obtener de forma simple —con datos disponibles— usando la técnica conocida como análisis discriminante. El procedimiento era sencillo y fiable, y sus resultados coincidían en un 95% con los de las agencias calificadoras. Su ventaja principal era que evitaban los altos costes que estas cargaban por sus servicios, prohibitivos para la mayoría nuestras empresas. Esta información —además de ser muy útil para el inversor— podía contribuir desarrollar y hacer más transparente nuestro mercado de renta fija.

Diez años antes había publicado un artículo en nuestra revista que describía con detalle este sistema, pero ahora teníamos la posibilidad de ponerlo en marcha desde el Instituto. Rafael Termes se interesó por la idea y —después de conocerla en detalle— nos animó a emprenderla con su pleno apoyo, incluso económico si era preciso. Pero a pesar de su interés el proyecto no pudo seguir adelante. Por alguna razón, mi recuerdo de este proyecto inacabado -y del anterior- es mucho más vivo que el de otros que pudimos completar.

Sin el apoyo desinteresado de Pedro Toledo poco era lo que yo podía aportar al Instituto, y no tenía ningún sentido pensar en mi reelección. Como hiciera antes, César Alierta fue el primero en conocer mi decisión. Seguía convencido de que era la persona idónea para este cargo, y poco tiempo después salió elegido.

Durante el mandato de César tuve la oportunidad de asistir a un Congreso Europeo celebrado en el Reino Unido. Allí mantuve una grata conversación con la presidenta de los analistas ingleses, responsable de su organización. Sentía un gran respeto por nuestro Instituto, pero además tenía un gran concepto de César Alierta. Recuerdo muy bien sus palabras. Me dijo textualmente: César es el Indurain de los analistas. César era un gran presidente y el Instituto parecía conservar la iniciativa y vitalidad de sus comienzos.

Termino esta nota recordando con agrado la celebración del entonces 25º aniversario de la fundación del Instituto. Entre los actos organizados para conmemorarlo sobresale la Audiencia que la Junta Directiva tuvo en el Palacio de la Zarzuela con su S.M. el Rey Juan Carlos I. Fue un acto entrañable, y el Rey sorprendió a todos los miembros de la Junta con sus conocimientos sobre nuestra profesión y sobre la marcha reciente de los mercados. Estaba muy bien informado y ninguno de nosotros lo había anticipado.



César Alierta

PRESIDENTE 1991-1996



Por Juan Uguet de Resayre

Analista.

Socio de Augustus Capital Asset Management

Ha pasado ya más de un año desde que el 10 de enero del 2024 César Alierta nos dejaba. Durante todo este año los homenajes y muestras de agradecimiento han sido enormes. La Sociedad sigue intentado devolver todo lo que él, de forma desinteresada le ha aportado durante tantos años. El caso más reciente, ha sido la puesta en marcha en Zaragoza del Distrito Aragonés de Tecnología bautizado con el nombre de DatAlierta. Un área de 79 hectáreas y donde el gobierno de Aragón va a invertir más de 100 millones de euros. El nombre ya anticipa las características del enclave, un espacio que como César, destacará por la innovación y transformación tecnológica.

Además de por la digitalización y transformación tecnológica, la figura de César Alierta estará siempre estrechamente ligada al desarrollo del mercado de capitales en España y a la expansión de la economía española en el exterior.

Reconocido por sus coetáneos como uno de los mejores analistas del mercado, supo aplicar esos conocimientos adquiridos para proyectar la imagen de España a nivel internacional, a través de las empresas que presidió; Tabacalera / Altadis y Telefónica, y gracias también a esa inteligencia innata que conquistó a colegas y mandatarios internacionales.

Aquellos años 70 del pasado siglo, que vieron aterrizar a César en el Banco Urquijo recién terminada su formación en Estados Unidos, contemplaban unos mercados estrechos; de pocos actores y menos liquidez, que con visión y altas dosis de entusiasmo, profesionales como César lograron desarrollar.

De su paso por la dirección de Mercado de Capitales del Banco Urquijo, César dejó una estela de buenos profesionales, con los que compartió su afición por el análisis fundamental. Muchos de ellos aún le recuerdan como su mejor profesor y más firme amigo.

Esta primera aportación al crecimiento de los mercados financieros y a la formación de una verdadera cantera de expertos se hizo mucho más visible en Beta Capital, sociedad de valores y Bolsa que creó en 1985 y que se convirtió en un auténtico líder en el panorama de la intermediación en España. No les falta razón a quienes piensan que, con una regulación avanzada y si el mercado hubiera sido más abierto, Beta se habría convertido en un gran banco de inversión, siguiendo el modelo de los grandes conglomerados americanos del momento.

Las circunstancias no eran propicias y pronto Alierta se vio tentado a adentrarse en el mundo de la empresa, donde aplicó todos sus conocimientos para favorecer el crecimiento tanto orgánico como a través de adquisiciones, fusiones y segregaciones industriales.

En 1996, César accede a la presidencia de Tabacalera, una sociedad que languidecía en un entorno cada vez menos propicio al tabaco y cuyas estructuras y futuro vino a revolucionar con, entre otras actuaciones, la primera fusión transfronteriza que se registraba en nuestro país; la unión al 50% con la francesa Seita. Y en la compañía resultante, él se reservó la copresidencia y la sede española e incluso un voto de calidad en el Consejo de Administración.

Era evidente que el tamaño de ambas empresas y las reformas que había establecido Alierta para mejorar las cuentas de Tabacalera, hacían a esta empresa objetivo de los líderes europeos y americanos del sector.

Crecer fue siempre la receta de Alierta para evitar operaciones hostiles o no deseadas. Y durante solo cuatro años de mandato al frente de la sociedad, convirtió a Tabacalera, una empresa cuya privatización completó, en el líder mundial del segmento de cigarrillos. Y lo hizo gracias a un acuerdo con la Cuba de Fidel y compras en Estados Unidos.

El año 2000 marcó un hito importante en la carrera de Alierta con su llegada a la presidencia de Telefónica, donde se vio obligado a revertir operaciones malogradas por la crisis sectorial y reposicionar a la compañía en su negocio tradicional, que potenció con fuertes inversiones hasta colocar la compañía a la cabeza del sector en Europa.

Solo cinco años después, Telefónica fue la primera compañía española (y una de las pocas europeas) en formar parte del Dow Jones Global Titans 50, el índice que aglutina a las 50 mayores empresas del mundo, y su presidente era valorado por distintas instituciones españolas y europeas como el mejor CEO de España y un verdadero líder internacional.

Alierta abrió nuevos mercados en Latinoamérica y puso un pie firme en Europa. Para Telefónica, pero también para España, cuyo crecimiento económico siempre propició y defendió.

Firme partidario de la internacionalización de la economía española y de la captación de inversiones extranjeras para facilitar el desarrollo del tejido empresarial, César Alierta, apoyado y respaldado sin fisuras por el entonces presidente del Grupo Santander, Emilio Botín, supo aglutinar a los primeros espaldas de la empresa española para crear el Consejo Empresarial para la Competitividad.

Fue en el año 2011, cuando nuestro país enfrentaba una crisis de credibilidad en los mercados, con un déficit por encima del 9% del PIB y una prima de riesgo disparada, que alcanzó los 639 puntos en julio de 2012. Entonces, el CEC se lanzó con fuerza a la defensa de los fundamentos de la economía española y sus perspectivas y realizó un verdadero *road show* por las capitales financieras del mundo para captar inversiones y mejorar la imagen de España, al tiempo que recorría nuestra geografía para dar confianza a los empresarios.

Durante toda esta dilatada carrera, César siempre encontraba tiempo para estar cerca de su gran pasión, el análisis. Fue miembro del Instituto de Analistas desde el año 1974 y ocupó la Presidencia desde 1991 a 1996. Alejado del día a día en el análisis de los mercados, seguía con curiosidad y con cierta inquietud algunas de las nuevas tendencias del mercado como la gestión pasiva, indexada, cuantitativa, concentración sectorial, el foco en los criterios ESG, etc.

De manera destacada, le preocupaba el creciente peso de la gestión pasiva sobre la activa por el poco valor añadido que aporta y sin vocación de permanencia, lo que suponía la antítesis de sus principios de analista. César era un firme creyente en el análisis detallado de la empresa, del sector y de sus tendencias con el objetivo de descubrir oportunidades de inversión que claramente son imposibles en los enfoques pasivos de inversión. La búsqueda de ineficiencias en el mercado y la gestión del riesgo han sido siempre puntos fuertes en toda su trayectoria. El cortoplacismo y la falta de visión de largo plazo de los inversores eran también temas que siempre comentaba durante los últimos años con elevada preocupación.

Así era César Alierta; emprendedor, empresario y analista. Como persona brillante, carismático y generoso.



Luis Iturbe Sanz de Madrid

PRESIDENTE 1996-2000



Me piden en mi querido Instituto que describa mis recuerdos del tiempo en que presidí esta institución. Aunque han pasado ya 25 años del fin de mi mandato trataré de hacer memoria y espero no olvidarme de lo principal.

Presidí el Instituto del año 1996 al año 2000, sucediendo en el cargo a mi muy querido amigo y brillante profesional César Alierta, desgraciadamente hace poco fallecido.

César que presidía una Junta de la que yo era miembro me dijo que le gustaría que yo le sucediera lo que acepté encantado y sin celebrar elecciones, ante la ausencia de otros candidatos, fui elegido por unanimidad por la Junta Directiva.

Yo empecé a trabajar en estas áreas en 1971 en Gesbancaya, la gestora de patrimonios del antiguo Banco de Vizcaya), y para un profesional de mi generación el Instituto era una institución querida y respetada. Gracias a sus abundantes presentaciones societarias conocimos más profundamente las sociedades que analizábamos y sus equipos directivos. Estas, más alguna Junta informativa para analistas, entre la que hay que destacar las del desaparecido Banco Popular donde Rafael Termes, expresidente y uno de los fundadores del Instituto, exponía

de forma magistral los resultados del banco, suponían un complemento de formación para todos los miembros del IEAF.

El Instituto ha sido siempre una institución absolutamente independiente donde coincidíamos personas que éramos competidores en lo profesional pero siempre nos respetamos y de hecho considero a bastantes de ellos que como yo trabajaban en otras compañías (Bco. Urquijo, Bco. Popular, Bca. March, Gestisa, Ahorro Corporación, Banif, Apsa, Safei, Ageco, ,.....) extraordinarios amigos.

Pero volviendo a mi mandato como Presidente que no fue, como ahora lo es, compartido por el del Patronato de la Fundación de Estudios Financieros que siguió ostentando César. Asistí a la constitución de esta Fundación creada cinco años antes por Manuel Pizarro y César Alierta, que siempre me ha parecido un gran acierto.

En 1996 era Presidente Ejecutivo de BBV Interactivos, la Sociedad de Valores del Grupo BBV, además de consejero de la Bolsa de Madrid y miembro de su Comisión Permanente. Todo ello absorbía mi tiempo de forma casi absoluta por lo que advertí a la Junta que mi mandato no sería largo. De hecho, poco antes del vencimiento de igual forma a la que yo había accedido, traspasé la Presidencia a Aldo Olcese, con el ruego de que no dilatase su mandato fuera de lo habitual pues siempre he creído que lo importante son las instituciones y no las personas que temporalmente las dirigen.

Bien es verdad que durante mi presidencia tenía de Secretario General del IEAF a José Luis Sánchez Fernández-Valderrama, que con otros colaboradores, Gonzalo Milans del Bosch, Antonio Dionis ..., llevaban el día a día.

En 1996 el primer año de mi mandato, se celebró en Barcelona el 19º

Congreso de la Federación Europea de Analistas Financieros con un notable éxito de organización y contenido, gracias a la inestimable colaboración de la Delegación de Cataluña y en especial a Montse Arquer gran profesional y persona que espero que siga con nosotros pues he perdido su pista. Hay que señalar que este éxito se vio acrecentado al inaugurar el Congreso el entonces Príncipe de Asturias, hoy nuestro querido y apreciado Rey Felipe VI, que Dios guarde.

El principal problema al que me enfrenté fue que los ingresos del Instituto decrecían. Sus fuentes principales eran dos: las cuotas de los miembros y las aportaciones que hacían las empresas cotizadas por las presentaciones. La escuela aún era incipiente y compartir algunos gastos con la Fundación, pues los equipos servían a ambas instituciones, aún no eran gran cosa y no resolvía el problema.

Los miembros decrecían y las presentaciones tendían a disminuir, anticipando su casi desaparición posterior, por la sorprendente interferencia y oposición de la CNMV que las consideraba privilegiadas.

La causa fundamental de la disminución de los miembros no era la cuota, pues la mantuve congelada durante mi mandato. Era el examen de admisión de entonces pues además de suponer un engorro para el aspirante ignoraba su trayectoria y desempeño profesional.

Por ello planteé a la Junta, que aprobó sin demora, la suspensión del examen sustituyéndolo por un CV que acreditara los conocimientos profesionales del interesado. Además, impulsé la adhesión al Instituto de personal especializado de las grandes instituciones financieras. Gracias a estas medidas, logramos aumentar significativamente el número de miembros y asegurar una fuente de ingresos estable.

Una de mis asignaturas pendientes, que lamentablemente se mantie-

ne aún en la actualidad, es que a pesar de ser la nuestra una institución independiente de cualquier grupo financiero, a la que han pertenecido y pertenecen gran parte de los principales profesionales del análisis financiero, la gestión de activos y demás actividades afines, no hemos logrado que muchos en los llamados grupos “independientes”, en mi época: Asesores Bursátiles, F&G, Benito&Monjardín, ... y hoy Cobas, AZvalor, Bestinver..., se impliquen con nosotros aportando su presencia para que nuestra institución creciera en importancia y prestigio en Europa y en el Mundo.

Durante mis bastantes años de presidencia de una Sociedad de Valores, y por tanto supervisada por la CNMV, he conocido a bastantes Presidentes de este organismo. Me estrené con Croissier y me prejubilé recién nombrado Conthe, en mi opinión el mejor Presidente que ha tenido la CNMV.

Llama poderosamente la atención que durante toda su historia no haya ocupado ningún profesional de mercado un puesto de consejero en esta institución. Quizás sea una de las causas de sus muchas discutidas decisiones, a lo largo de su historia como supervisor, en materia de OPAs y casos de supuesta manipulación de los mercados.

En los cuatro años de mi mandato como Presidente del IEAF tuvimos como Presidente de la CNMV a Juan Fernández-Armesto, que aportó sus célebres cartas circulares. Reconociéndole su gran categoría como abogado mercantilista, y ser uno de los primeros en tratar de implementar las necesarias “murallas chinas” en las empresas de inversión, no puede decirse que apoyara y entendiera la labor que desarrollaba el Instituto de entonces, al demonizar las presentaciones societarias que se hacían para los analistas.

En el mercado hubo de 1996 al 2000 cerca de 40 salidas a bolsa en

cuyas presentaciones tuvo cierto protagonismo nuestro Instituto. La mayoría se celebraron en la sede de la Bolsa de Madrid, donde también tenían lugar nuestras presentaciones societarias gracias al especial trato de que siempre nos deparó la Bolsa de Madrid y posteriormente BME, instituciones a las que hay que agradecer sus atenciones con nosotros.

Los resultados de la RV de esos años fueron espectaculares, coyuntura que nos benefició. Subidas en los años 1996, 1997 y 1998 de entre el 38% y el 42% anual para el IBEX35 y del 18% en 1999, gracias a la buena marcha e internacionalización de nuestra economía, Y también, por qué no decirlo, a la burbuja de las llamadas puntocom que se pinchó en el 2000 con caídas muy significativas ese año (-22%) que siguieron acrecentándose hasta principios del 2023.

Varios años después de finalizado mi mandato, la Junta Directiva de entonces me encargó presidir una comisión para investigar si en el traspaso de Presidencia de Aldo Olcese a Xavier Adserá, acto al cual asistí, se habían producido presiones o interferencias por parte de entidades ajenas al Instituto, algo que por algunos se especulaba.

Acepté su encargo de buen grado pues en caso de que fuera así podía poner en cuestión la independencia y buen nombre del Instituto. Me alegró que esta Comisión ad hoc comprobara que el traspaso se había ajustado a las normas del Instituto y que esas supuestas interferencias no llegaron a producirse con lo que la independencia de la institución quedaba de nuevo constatada.

Solo me queda felicitarnos por este 60 aniversario que ahora celebramos y que gracias a sus Presidentes, Juntas directivas y equipos profesionales sigue gozando de buena salud y un merecido prestigio que acrecienta el de nuestros mercados.



Aldo Olcese Santonja

PRESIDENTE 2000-2006



Mi valoración sobre mi experiencia como presidente del Instituto solo puede ser tremendamente positiva y de agradecimiento por la oportunidad que se me dio al elegirme para esa responsabilidad por el conjunto de mis compañeros de profesión.

Fueron seis años tan apasionantes, como trepidantes, llenos de experiencias, desafíos, y grandes oportunidades que pudimos entre todos vivir y disfrutar.

Vivimos entonces momentos muy delicados, tanto para la profesión de analista financiero, como para la economía y los mercados, y fue un periodo de transición profunda, tanto en nuestra profesión como en el funcionamiento de las actividades empresariales y financieras.

Tengo que destacar especialmente la colaboración comprometida que conseguimos tanto de los grandes decisores empresariales y económicos, como de los líderes políticos del centro derecha y del socialismo de nuestro país, para afrontar un periodo de reformas profundas en el ejercicio del poder económico y de la ética de los negocios.

Así mismo, debo destacar, el excelente apoyo que obtuve de todos

mis compañeros de profesión representados en las dos Juntas Directivas que tuve el honor de presidir, y del equipo de trabajo que tuvimos la suerte de poner en pie para acometer todos nuestros compromisos y retos.

LOS GRANDES RETOS AFRONTADOS

Tres fueron los grandes desafíos con los que tuvimos que enfrentarnos en la época, tanto por la necesidad del momento, como por las iniciativas reformistas que decidimos impulsar:

1. El fortalecimiento de la profesión de analista financiero, y su dignificación.
2. La regeneración funcional y ética de los mercados.
3. La apertura hacia un nuevo capitalismo humanista y una forma diferente de valorar las empresas y su proyección financiera y bursátil.

1. Fortalecimiento de la profesión de analista financiero

En aquella época estábamos viviendo los efectos devastadores de los grandes escándalos financieros de las primeras compañías de telecomunicaciones avanzadas y de la nueva economía.com, que habían producido una debacle bursátil sin precedente y que tuvo como consecuencias la pérdida de confianza, no solo en los empresarios, sino y muy especialmente en los auditores y analistas financieros, que fueron acusados de ser cómplices de aquellos desmanes.

Es por ello que, tuvimos que esforzarnos en dignificar la profesión mediante la creación de nuestro primer código de ética y conducta que desde España fue ejemplo para toda la Unión Europea. De la

misma manera afrontamos un proceso de mayor profesionalización y especialización a través de las nuevas titulaciones financieras para nuestros profesionales con el lanzamiento de la certificación CEFA (Certified European Financial Analyst), y extendiendo al asesoramiento una nueva certificación de European Financial Planner Advisor (EFPA). Todo ello fue posible gracias a la enorme potenciación de la Escuela de Formación bajo la dirección de Jesús López Zaballos, que pronto se convirtió en una institución formativa de excelencia y de enorme prestigio en el mercado, así como en un importante centro de ingresos para el Instituto.

2. Regeneración funcional y ética de los mercados

Nuestra contribución en este importante cometido se estableció en dos grandes iniciativas:

- La primera fue la creación de un gran centro de pensamiento económico y financiero sobre la percha de la Fundación de Estudios Financieros creada unos años antes y prácticamente inactiva, a la que decidimos dotar de la capacidad de estudio, análisis, y proposición de reformas y soluciones en el ámbito de la economía, las finanzas y los mercados, tanto a nivel español como europeo. Para ello invitamos a participar junto a los analistas financieros a todos los grandes empresarios y financieros de nuestro país, así como a los políticos más destacados. Conseguimos que el presidente del gobierno de entonces, José María Aznar, y posteriormente, José Luis Rodríguez Zapatero, presidieran de honor nuestra fundación, sentándose en la misma mesa de manera recurrente con los grandes líderes de las empresas cotizadas, como Emilio Botín, Ignacio Sánchez Galán, y no cotizadas, como Juan Roig, o Mariano Puig, presidente del Instituto de la Empresa Familiar.

También conseguimos ingentes cantidades de apoyo financiero por parte de los agentes del mercado que nos permitieron crear el Think Thank más influyente de la economía española, y una presencia activa en las grandes iniciativas económicas y financieras, mediante la creación de los grandes observatorios de los mercados financieros europeos, la economía internacional y el gobierno corporativo de las empresas, entre otros.

- La segunda fue una apuesta disruptiva y enormemente comprometida, además de pionera, por la buena gobernanza de las empresas cotizadas, la transparencia informativa y contable, y los códigos de ética y conducta. Promovimos desde la FEF la creación del primer Observatorio del Buen Gobierno Corporativo de las empresas cotizadas del IBEX 35, en el que participaron todas ellas y sus altos dirigentes con la finalidad de mejorar la gobernanza empresarial. Fuimos convocados como parte importante en las tres comisiones especiales para la reforma del gobierno corporativo que tanto con el gobierno de José María Aznar, como con el de José Luis Rodríguez Zapatero, y posteriormente con el de Mariano Rajoy, se crearon a tales efectos, y nuestra contribución fue estratégica y determinante en el contenido de los códigos resultantes. Tuve el privilegio personal de formar parte de ese delicado y trascendental camino. La incorporación de Alfredo Jiménez proveniente de la CNMV para hacerse cargo de los análisis y estudios de la Fundación fue tan acertada, como esencial para el buen fin de todas nuestras actividades. El apoyo de Ramiro Martínez Pardo, de Manolo Martín, Fermín Zancada, María Bescos, Antonio Dionis padre e hijo, y tantos otros que están en las memorias tanto del Instituto, como de la FEF, de aquellos años, y que no puedo citar por economía de espacio, fue esencial para la consecución de nuestros objetivos.

3. Capitalismo humanista

Nuestra contribución a este gran desafío global puede considerarse estructural y esencial por el impulso que le dimos a la inclusión de la responsabilidad social corporativa en los elementos a tomar en consideración en la creación de valor empresarial y en el valor intrínseco de las empresas. Los primeros conceptos de la cuenta social y su importancia en la valoración financiera de las empresas y la solución al dilema entre el valor económico y financiero, los intangibles vinculados a la gobernanza, la transparencia, la responsabilidad social, y la sostenibilidad, fueron lanzados desde nuestro Instituto y nuestra Fundación, aunque he de reconocer que este tránsito no fue pacífico y me creo no pocos problemas. Bien valieron las dificultades por el propósito y los beneficios finalmente alcanzados, en un proceso evolutivo que a día de hoy puede considerarse razonablemente avanzado en el contexto económico y financiero global.

LA APORTACIÓN DE NUESTRO INSTITUTO A LA SOCIEDAD EN QUE VIVIMOS

En estos últimos años, y justo sería decir desde su creación, el IEA, antes IEAF, ha contribuido de manera significativa a todas las reformas financieras y económicas, tanto españolas, como europeas, con un protagonismo destacado por sus aportaciones fundamentadas en la seriedad de sus propuestas, la profundidad de sus análisis, y la certeza de sus proyecciones y previsiones, que para eso hemos sido entrenados y forma parte esencial de nuestras actividades.

La reforma de los mercados financieros europeos y la nueva gobernanza empresarial europea, así como la sostenibilidad empresarial que hoy son la esencia de nuestra sociedad económica, no pueden concebirse sin nuestra aportación, de lo que podemos sentirnos muy

orgullosos y enormemente satisfechos. Ello ha aumentado la credibilidad de nuestra institución y el valor de nuestros profesionales al tiempo que hemos contribuido a mejorar el funcionamiento de los mercados, de la economía, y la vida de los ciudadanos.

La función financiera es esencial para cualquier ser humano, y es por ello que los profesionales que nos dedicamos a ello, y las instituciones que nos representan, hemos jugado y jugaremos un papel esencial en la mejora del nivel de vida de la gente, en la seguridad de los mercados y en el incremento de las actividades y resultados de las empresas, así como en su internacionalización.

PROYECCIÓN DE FUTURO

La dinámica de cambio vertiginosa que se impone en los mercados y en el mundo en general por el advenimiento de la inteligencia artificial y la nueva geopolítica del caos (así definida por nuestro ex presidente del gobierno, Felipe González), va a obligar a nuestra profesión y a nuestro Instituto a dedicar mucho tiempo y esfuerzos al análisis del impacto de la IA en el valor de las empresas y el funcionamiento de la economía, y al análisis de los equilibrios geopolíticos que van a condicionar enormemente y de manera casi siempre sorpresiva nuestras vidas. La antítesis de los postulados esenciales de nuestra profesión y actividad, siempre fundamentada en el análisis, la planificación, las estimaciones y la visión del valor a largo plazo, desde el conocimiento certero de lo que ocurre en la inmediatez.

Me parece imperativo que, igual que se acaba de crear un Observatorio de la Sostenibilidad, se creen otros dos Observatorios sobre la Economía Artificial, y sobre la Geopolítica Mundial. Siempre se ha dicho que la economía mueve a la política, dándole una estabilidad fundamentada en la racionalidad de los números y el impacto y cuan-

tificación de los resultados por las decisiones adoptadas, pero hay que rendirse a la evidencia que los populismos crecientemente imperantes en la política mundial, tanto de la izquierda como de la derecha, beben en las fuentes de la inmediatez, el oportunismo y la improvisación, dándole un peso mayor a la política con minúsculas dirigida en muchos de los casos por personajes que no hacen del mundo de la economía el flotador y el estabilizador necesario del funcionamiento político y social. Y es por ello que debemos dedicarnos a crear antidotos fuertes y positivos ante estas circunstancias.

Quiero terminar expresando toda mi gratitud a todos aquellos que desde la Junta Directiva del IEAF, y del Patronato de la FEF, así como de los equipos directivos que me apoyaron, facilitaron mi trabajo y me dieron la fuerza moral necesaria para emprender y avanzar en todos los proyectos que afrontamos. Agradezco especialmente su entrega, su lealtad y su sacrificio por todos nuestros compromisos y desafíos afrontados, y por todas las metas alcanzadas.



Xavier Adserà i Gebellí

PRESIDENTE 2006-2010



2006-2010: NO SOLO FUERON CUATRO AÑOS.

En los últimos días de mi presidencia al frente del IEAF, tuve la ocasión de compartir mi visión sobre el impacto de la crisis financiera en la economía española en una conferencia organizada por ESADE en Barcelona. ESADE fue mi escuela, donde descubrí mi pasión por las finanzas, y donde fui profesor de Estrategia Financiera a Largo Plazo durante quince años. Al final de mi intervención, uno de los asistentes me preguntó si creía que los españoles éramos más pobres que antes de la crisis. Mi respuesta fue que no éramos más pobres, sino que nos habíamos dado cuenta de que no habíamos sido tan ricos como creíamos.

Cuando España fue invitada a formar parte de la Unión Europea, los agentes económicos en su conjunto acordaron, como uno de los pilares de esta integración, convertir a España en la “California Europea”. Un lugar donde los europeos podrían veranear, tener su segunda residencia y pasar los meses de invierno tras la jubilación. Para poner en marcha este plan se requerían tres pilares: una red de infraestructuras

para mover personas; mano de obra para el sector servicios; y un sistema sanitario de calidad.

Durante aquellos años se creó una de las mejores redes de infraestructura que existen en el mundo, a través de los trenes de alta velocidad, autopistas y aeropuertos; se abrió la puerta a la inmigración de países latinoamericanos que, por lengua y religión comunes, era más fácil de integrar; y se desarrolló una red sanitaria pública y privada, tanto de asistencia primaria como de grandes centros hospitalarios.

Por todo ello, el crecimiento económico de España se basó en dos elementos fundamentales: a) el sector inmobiliario y b) el turismo y servicios relacionados.

Estos son dos sectores económicos que se complementan perfectamente, ya que el turismo da a conocer las distintas zonas geográficas donde los visitantes pueden decidir adquirir una propiedad, y además proporciona conexiones áreas frecuentes y asequibles para disfrutar de estas segundas residencias.

España se volcó en el desarrollo de esta estrategia, con el sector inmobiliario en plena ebullición, todo ello favorecido por una política monetaria expansiva de bajos tipos de interés, más pensada para los países del norte de Europa que para los del sur. Estas políticas se plasmaron mediante la expansión del crédito privado a través de bancos y cajas de ahorros, que vivieron su momento dorado. En el año 2007 el presidente del Gobierno anunció que España había adelantado a Italia en renta per cápita por primera vez desde la entrada en el Mercado Común Europeo y emplazaba, como siguiente objetivo, a superar a Francia.

Con todo este campo abonado de progreso económico, en 2006, cuando me propusieron la presidencia del Instituto de Analistas, la economía española evolucionaba de forma saludable, con un crecimiento real del PIB de alrededor del 3%.

Mi mandato estuvo claramente marcado por los acontecimientos que se sucedieron sin tregua en los cuatro años posteriores, durante los cuales el Instituto y la Fundación volcó todos sus esfuerzos en una gran labor analítica, divulgativa y de apoyo a la administración pública y al mercado financiero sobre lo que vino a denominarse “la tormenta perfecta”:

Tras haber registrado España una aceleración del crecimiento en torno al 3,8% en 2007, impulsado en parte por el auge inmobiliario y el crédito barato, en 2008, el estallido de la burbuja inmobiliaria dio el pistoletazo de salida a una crisis financiera global, que motivó una desaceleración hasta niveles del 2,2%. Tras ello, en el año 2009 la economía entró en recesión. El PIB se contrajo un 3,5% reflejo del fuerte impacto de la crisis y la caída de la demanda interna y externa. En el año 2010, se inició una recuperación moderada, con un crecimiento que se situó en el 1%, un ritmo muy inferior al del periodo precedente a la crisis. La deuda pública alcanzó en ese año el 60% del PIB, frente al 35% antes de la crisis.

El impacto de la crisis financiera fue catastrófico para el sistema financiero español y mucho más relevante que para el resto de grandes economías europeas, debido al enorme peso de la actividad inmobiliaria en las carteras de deuda.

La expansión del crédito había llevado a que la deuda de los hogares creciera de forma acelerada. Algunos indicadores del Banco de España muestran que la relación entre la deuda hipotecaria y el PIB se situó en niveles nunca vistos. Agrupando el endeudamiento de los hogares y de las empresas, el apalancamiento total del sector privado alcanzó niveles sin precedentes, llegando, en algunos análisis, a superar el 150% del PIB en el pico previo a la crisis.

La crisis obligó a muchas empresas a reestructurar sus balances y a reducir sus niveles de deuda. Sin embargo, la combinación de un ele-

vado apalancamiento previo y la tensión en el crédito provocó dificultades financieras en un amplio número de sectores de actividad.

El colapso del mercado inmobiliario y la restricción en el crédito afectaron notablemente tanto a la inversión privada como al consumo de los hogares, elementos claves que agravaron la recesión.

Como no podía ser de otro modo, la crisis tuvo un impacto drástico en el mercado laboral, elevando la tasa de desempleo a cifras superiores al 20% en 2010, y del 43% en menores de 25 años, frente al 8% en el año 2006.

Una vez asumida la magnitud del problema había que reestructurar y recapitalizar el sistema financiero. La mitad de éste lo sustentaban cajas de ahorros que, por su naturaleza jurídica, no podían acceder a la captación de recursos propios (equity).

Había que realizar un gran ajuste, sin capacidad de influir sobre los tipos de interés o la moneda, por lo que solo quedaba mejorar la productividad a través del recorte de los salarios.

Entre 2006 y 2010 no transcurrieron solo cuatro años. El Instituto de Analistas, por sí mismo y a través de su Fundación de Estudios Financieros, fue capaz de dar una visión independiente de la situación a través de múltiples estudios y eventos organizados durante aquellos cuatro años. Fueron especialmente relevantes los trabajos publicados sobre el sector financiero español y el sector del seguro, ambos íntimamente ligados especialmente en aquellos años de ajustes, desempleo y presión sobre el sistema de pensiones.

Sin embargo, tras la crisis, estas medidas permitieron a España tener una mayor capacidad de crecimiento que sus socios europeos.

En primavera de 2011 trasladé mi residencia a Reino Unido, desde

donde observé las crisis de los países del sur de Europa (Grecia e Italia). Recuerdo en aquellos años no cesar de explicar a la comunidad financiera que España no sería el problema de Europa, sino parte de la solución ya que, desafortunadamente, ya había realizado un doloroso ajuste, algo que no se había producido en el resto de las grandes economías europeas.

España creció por encima de la media europea en los años posteriores hasta que, a inicios de 2020, el COVID-19 afectó fuertemente durante dos años al segundo pilar de la economía: el turismo. Las consecuencias de ello, especialmente para la economía española, requerirían otro capítulo.

No quisiera finalizar este escrito sin hacer especial mención a otro aspecto relevante de modernización económica que quisimos impulsar durante los años de mi presidencia: la promoción de la filantropía como signo de país desarrollado.

Para ello tuvimos el honor de contar con Rodrigo Uría como director de un trabajo sobre esta materia. Desafortunadamente nos dejó a mitad del mismo, pero sus ideas fueron desarrolladas por su equipo de colaboradores. La presentación del trabajo en el Auditorio de Uria Menéndez sirvió como homenaje público en el primer aniversario de su fallecimiento.

Quiero agradecer sinceramente a todos aquellos que desde dentro y fuera del Instituto me apoyaron en el desempeño de mis funciones, en unos años en los que reafirmé la importancia de la mirada de largo plazo, como irónicamente veinte años antes había ya intentado inculcar a mis alumnos de ESADE.



Juan Carlos Ureta Domingo

PRESIDENTE 2010-2016



El Instituto de Analistas, testigo y protagonista de los grandes cambios de la economía española en los últimos sesenta años

Las instituciones tienen vida propia, y quienes de forma temporal asumimos responsabilidades en ellas nos limitamos a trasladar a esa vida algo de nuestro saber y de nuestra visión, pero siendo conscientes de que, al final, somos intérpretes de una historia que nos trasciende.

Por unas u otras razones la vida del Instituto Español de Analistas ha estado siempre ligada a las grandes transformaciones y a los grandes retos de la economía y de la sociedad españolas. Cuando Rafael Termes fundó el Instituto en 1965 España estaba empezando a salir de su aislamiento tras el Plan de estabilización de 1959, e iniciaba un despegue hacia la modernidad y hacia la europeización. Demostrando una gran visión de futuro, Rafael Termes y quienes le acompañaron en esa etapa inicial pensaron, con acierto, que esa profunda transformación no iba a ser de verdad fuerte y sostenible si no contaba con una base potente de análisis financiero.

Esa base la dio el Instituto, muchos de cuyos miembros iniciales pilotaron los cambios en los sesenta y en los setenta. Tuve ocasión de comprobarlo de forma muy directa cuando entregamos, durante mi mandato, las insignias a los miembros con mayor antigüedad, muchos de ellos personas a las que, cuando era estudiante o luego en los inicios de mi vida profesional, había admirado por su talento y por sus logros. No puedo dejar de mencionar en este apartado a César Alierta, que me precedió como Presidente del Instituto y que fue uno de los que recibió la insignia.

La etapa en la que tuve el honor de presidir el Instituto, entre 2010 y 2016, no fue una excepción a ese destino histórico del Instituto de ser testigo y protagonista en los grandes cambios de nuestro país, y de contribuir a configurarlos. De nuevo el Instituto vivió momentos muy intensos, llenos de retos para la economía española. Al inicio de mi mandato, en el 2010, la crisis financiera e inmobiliaria que siguió a la quiebra de Lehman había golpeado de lleno a España, dando lugar a una crisis inmobiliaria sin precedentes que inevitablemente acabó en crisis bancaria. Desde el Instituto trabajamos en entender bien las causas últimas de la crisis y sobre todo en aportar soluciones. Y creo que algo conseguimos, con nuestros informes sobre las Cajas de Ahorro o sobre el sector inmobiliario, entre otros. Al final del mandato, en 2016, se atisbaba ya la salida del túnel, una salida que ya habían anticipado acertadamente algunos de los informes del Instituto.

Dedicamos también un esfuerzo especial a la moneda común europea, en un momento en el que el euro no estaba ni mucho menos asentado, y en el que muchos dudaban de que su creación hubiese sido una buena idea. Se empezó a extender en la opinión pública una idea muy errónea, según la cual el euro era el causante de nuestros problemas, al privarnos de la herramienta de la devaluación para ganar competitividad y poder exportar. Me siento especialmente satisfecho de haber reunido a un excepcional conjunto de economistas para profundizar en las implicaciones de la moneda común, y en su

viabilidad, y para intentar trasladar a la opinión pública, de forma simple pero efectiva, que salir del euro era no solo imposible sino además perjudicial. Creo que conseguimos trasladar a la opinión pública española que nuestro futuro estaba en el euro y no fuera de él.

Por supuesto además de todo lo anterior el Instituto siguió con las líneas de trabajo tradicionales, como el tamaño de las empresas, los sistemas de cobertura para la jubilación, o los análisis sectoriales, como el del sector seguros o el inmobiliario o el turístico o el industrial, y también se introdujo la fórmula de las mesas de debate para tratar temas de actualidad que requerían una opinión más inmediata.

En lo que a la forma de funcionamiento se refiere, me siento especialmente satisfecho de dos iniciativas que se tomaron durante mi mandato y que han continuado bajo las dos presidencias posteriores. La primera es la implantación territorial del Instituto en toda la geografía española, sin excepción, ampliando la presencia del Instituto más allá de Madrid, Cataluña y País Vasco. Se ha demostrado que en todos los rincones de España hay analistas y hay necesidad de fomentar el buen análisis. La segunda iniciativa fue la de fomentar una colaboración permanente con otras Asociaciones o Fundaciones que persiguen objetivos similares a los del Instituto, una idea se ha demostrado muy acertada. Ahí está, como botón de muestra, el acuerdo con la Fundación ICO, que dio lugar al Anuario de Euro, un Informe que se sigue publicando cada año y que es ya una referencia en el sector.

Pero tal vez el enfoque más novedoso que se abordó durante mi mandato, y que después han continuado en sus respectivas presidencias tanto Jorge Yzaguirre como Lola Solana, fue la revisión misma del concepto de “analista financiero”. La gran crisis financiera había puesto de manifiesto que el tradicional análisis de empresas basado de forma casi exclusiva en los “ratios” financieros no era capaz de capturar toda la complejidad de la nueva sociedad global del conocimiento. Quedarse solo en el examen de los estados financieros de las empresas

sin analizar la gobernanza, o la responsabilidad social corporativa, o los cambios del entorno geopolítico, o los análisis de flujos de liquidez, era, sencillamente, quedarse en el mundo de ayer.

Había que ir a un concepto más amplio del análisis financiero para poder entender el mundo del siglo XXI, había que integrar en el análisis financiero otros ángulos, algo que es muy evidente en el 2025, pero que no lo era entonces, y que suscitó intensos debates hace una década y media, cuando empezamos a proponer la idea en la Junta del Instituto. Debo decir que me gustó mucho la valiente decisión de la actual Presidenta del Instituto, Lola Solana, de ir un paso más allá y simplificar el nombre de nuestra institución, sin añadir ya a los analistas, por innecesario, el adjetivo de “financieros”.

El Instituto, como decía al principio, tiene vida propia, pero esa vida es el resultado de los esfuerzos de muchas personas que día a día dan lo mejor de ellos mismos para el Instituto. Javier Méndez Llera, Alfredo Jiménez, Jesús López Zaballo fueron algunas de las personas que me acompañaron en mi etapa como Presidente del Instituto y gracias a las cuales el Instituto está hoy donde está. Hubo muchas más y lamentablemente no puedo citar a todas, son muchas y siempre correría el riesgo de dejar de mencionar a alguna de ellas, pero sí quiero decir que lo mejor del Instituto es que es una gran familia, una familia de personas que viven y que aman su profesión de analistas, y que a veces lo hacen, como sucedió tras la crisis de Lehman, en medio de un ambiente social no favorable.

Estamos entrando en un mundo nuevo, en una economía diferente, y no es fácil ver las señales que nos permiten orientarnos en ese escenario desconocido y en cierto modo inesperado. Estoy seguro de que el Instituto, bajo la presidencia de Lola Solana y con el equipo que ella ha formado, sabrá estar una vez más a la altura de las circunstancias, y sabrá poner su granito de arena y contribuir para que el futuro de todos, el futuro de las personas, sea un poco mejor.



Jorge Yzaguirre Scharfhausen

PRESIDENTE 2016-2022



Soy miembro del Instituto Español de Analistas desde hace más de 25 años y hace unos meses me impusieron la brújula de plata que lo acredita. Durante estos años he tenido una continua relación como alumno, ponente, colaborador en las publicaciones, miembro de la Junta Directiva y presidente en el periodo 2016-2022.

Siempre me han gustado los tres pilares que conviven en el Instituto: las publicaciones sobre el sistema financiero, la escuela de formación financiera y la asociación de los Analistas en España.

Las publicaciones del Instituto y de la Fundación de Estudios Financieros son un claro referente y se han convertido en clásicos en nuestro mercado. Además de los estudios recurrentes la Fundación de Estudios Financieros dirigida con mano diestra por Alfredo Jiménez ha estado atenta a la evolución de los temas importantes para los mercados Financieros, y las Notas de opinión que publica son seguidas con mucho interés en nuestro Sistema Financiero. La revista Análisis Financiero lleva muchísimos años recogiendo temas de interés para nuestro colectivo.

El Instituto ha sido y es la principal Asociación de Analistas Financieros, por ello estamos presentes en el Comité Consultivo de la Comisión Nacional de Mercado de Valores representando al colectivo de

los analistas. Esta figura es cada vez más importante en los mercados internacionales a medida que hay más datos financieros disponibles. El Análisis de calidad es necesario para todas las empresas, estén listadas en mercados financieros o no. Durante mi presidencia se publicó en Europa la Directiva sobre Mercados Financieros conocida como MiFID II. Entre otras novedades la citada directiva impedía agregar los servicios de ejecución de órdenes de compra y venta en los mercados financieros, y los servicios de análisis financieros de esas empresas cotizadas.

Desde el Instituto avisamos que esta normativa tendría un efecto negativo sobre el Análisis de empresas cotizadas en Bolsa de tamaño mediano y pequeño. Lamentablemente no nos equivocamos, el número de análisis realizados sobre estas empresas cotizadas se redujo significativamente. Muchas empresas quedaron sin análisis o vieron reducirse el número de analistas que los seguían. Desde el Instituto decidimos crear el servicio Lighthouse para dar cobertura independiente a empresas huérfanas de análisis a través de un equipo dirigido con maestría por Alfredo Echevarría. Nos pareció que el mejor lugar para un análisis independiente de empresas huérfanas era desde el propio Instituto. En la actualidad Lighthouse publica análisis de más de cuarenta empresas de la Bolsa española. El impacto sobre la liquidez de estos valores ha sido muy importante incrementando el volumen negociado y el número de órdenes de compra y venta, reduciendo significativamente las horquillas de compra y venta. El servicio Lighthouse se ha consolidado entre las Gestoras de Fondos internacionales como una fuente gratuita de conocimiento de estas empresas cotizadas. Las entidades europeas valoran esta iniciativa como una medida muy positiva para favorecer la financiación de empresas medianas y pequeñas.

Posteriormente la normativa europea se ha modificado para tratar

de paliar parcialmente este daño a los mercados financieros, pero el daño ya estaba hecho. Lighthouse va a seguir siendo necesario en los próximos años.

La Escuela de Formación ha tenido un peso económico y estratégico muy importante en la evolución del Instituto en los últimos años. La cercanía a los intereses y necesidades de nuestros asociados ha sido vital para conseguir la conexión de los alumnos y egresados con el Instituto.

Es un orgullo enorme compartir la lista de presidentes con personas que han sido muy importantes para la economía española como su fundador y primer presidente Rafael Termes hace ya 60 años. El IEA está, como todo lo que nos rodea, en constante cambio, pero estoy tranquilo porque estamos las mejores manos, la de su presidenta Lola Solana. En estos últimos años ha cambiado la imagen, la sede, el número de patronos, la edad media de los miembros e incluso ha mejorado el ratio entre hombres y mujeres, donde partíamos de una situación muy desequilibrada.

Me gustaría recordar el trabajo de las personas que han pasado por el Instituto en estos 60 años. Desde sus presidentes, sus delegaciones territoriales, trabajadores, directivos, profesores, colaboradores y alumnos. Todos nos hemos beneficiado de las actividades del Instituto. Estoy seguro de que se podrán celebrar más aniversarios del Instituto en el futuro. Será diferente, pero estará presente en el Sistema Financiero Español.

Recibí el relevo de la presidencia de Juan Carlos Ureta y se lo entregué seis años después a Lola Solana con la sensación del deber cumplido y con una pandemia que transformó en gran medida las actividades del IEA, pero sus motivos y principios de servicio a la sociedad per-

manecen inalterados. Hace unos meses la presidenta me concedió el honor de imponerle la brújula de oro a quien ha sido mi mentor en el Instituto, Antonio Zoido, a quien debo una parte importante de mi carrera dentro y fuera del IEA.

La labor de los analistas cada vez es más importante. El exceso de información disponible hace necesario una correcta valoración de la misma y separar lo que es importante y real de lo que no. El trabajo de un buen analista y su capacidad de relación va a necesitar de una excelente formación y de foros donde poder intercambiar opiniones y conocimiento. Todo esto lo ofrece el Instituto Español de Analistas.

Al cierre de la edición de este documento recibo la triste noticia del fallecimiento de Aldo Olcese. Aldo presidió el Instituto de Analistas desde el año 2000 hasta 2006 e impulsó la unificación del Instituto de Analistas con la Fundación de Estudios Financieros. Ha sido un pionero en Responsabilidad Social Corporativa y le vamos a echar de menos en todas nuestras actividades.



Lola Solana

PRESIDENTE 2022-ACTUALIDAD



DONDE TRADICIÓN Y EVOLUCIÓN SE UNEN PARA MEJORAR EL FUTURO

Cuando Jorge Izaguirre me propuso ser la presidenta del Instituto Español de Analistas sentí una emoción difícil de explicar. Emoción porque me lo proponía Jorge a quien siempre he admirado y respetado profundamente y emoción por lo mucho que significaba para mí. Después de más de tres décadas analizando y gestionando inversiones en la gestora del Banco Santander tenía la oportunidad de aportar mi experiencia para ensalzar y divulgar la importancia del análisis y de la figura del analista en la economía española... No podía decir que no.

El 23 de junio del 2022 tomé posesión de mi cargo después de unas elecciones en las que gané por mayoría absoluta. Desde ese mismo momento asumí el firme propósito de involucrarme y dar lo mejor de mí, no podía defraudar a Jorge Yzaguirre, a Juan Carlos Ureta, a Xavier Adserá... a ninguno de mis antecesores que tanto admiraba y tanto habían hecho por el Instituto y por la economía española.

Todos ellos habían contribuido de forma notable a que la historia económica de España y la historia del Instituto sea motivo de orgullo para las nuevas generaciones. Notaba el peso de la responsabilidad. Era la presidenta número trece y la primera mujer. Era un reto, pero un reto apasionante.

El año 2022 fue un año complicado, tras la invasión de Ucrania en febrero, empezaron las tensiones inflacionistas, el shock energético, la subida de tipos y el miedo a una recesión. Los estímulos después del Covid se habían acabado y se desplomaban las bolsas del mundo entero. Aunque España aguantó mejor, los inversores empezaron a salir de Europa y de las pequeñas compañías, los flujos solo iban a grandes compañías y especialmente a las grandes tecnológicas americanas. En Europa y en España estábamos perdiendo competitividad, nos faltaban empresas de crecimiento.

Teníamos que conseguir poner el foco otra vez en España y en los sectores que más contribuyen al crecimiento del PIB. El mundo había cambiado, la geopolítica era la palabra clave en todos los consejos de administración de las empresas cotizadas. Los analistas teníamos que demostrar que estos movimientos geopolíticos eran una oportunidad para España, teníamos que servir de reclamo para que el mundo volviera la mirada a nuestro país, a nuestros sectores, a nuestras compañías.

Aunque no teníamos la tecnología puntera que tenía EEUU, nuestro PIB crecía más que el resto de Europa y así lo ha hecho los últimos 3 años hasta este año 2025 donde esperamos crecimientos entre el 2,5 y el 2,8 % frente al 1% de Europa. Crecimiento impulsado por el incremento de los beneficios de la mayoría de las empresas cotizadas que se han visto favorecidos por la mayor inversión en vivienda y en bienes de equipo, el mayor gasto en defensa e infraestructuras, la

recuperación de flujos de crédito y un empleo creciendo por encima del 2%. Todo esto ha generado que la bolsa Española haya tenido en estos tres años rendimientos muy superiores a Europa. En tres años y medio (2022, 2023, 2024 y hasta Abril 2025) la rentabilidad acumulada del Ibex con dividendos ha sido del 77,4% frente a un 34,5% del Eurostoxx 50. Y sin dividendo 54,5% frente al 20,4% respectivamente.

Ante esta perspectiva teníamos que iniciar el proceso de renovación cuanto antes y empezamos por lo más cercano, lo más inmediato.

Lo primero que hicimos fue simplificar nuestro nombre. Instituto Español de Analistas Financieros era muy largo, daba pie al acrónimo de IEAF que no es fácil de pronunciar. Eliminamos la palabra financiero y ahora somos el Instituto Español de Analistas. De todos los analistas. Estamos en un mundo multipolar y esa multipolaridad se extiende a los analistas. Hay analistas cuantitativos, macroeconómicos, geopolíticos, analistas con criterios ESG. El análisis ahora es mucho más que la contabilidad de una empresa..., el análisis mide el impacto social y geopolítico, el humanismo, el buen gobierno corporativo, los datos. Nosotros representamos todo eso, no podemos limitar.

Lo segundo que hicimos es atraer a los analistas más jóvenes, necesitamos un recambio generacional, una continuidad en el tiempo y para ello era preciso un espacio donde convivan la experiencia y la templanza del talento senior, con la fuerza y el empuje del talento junior. Dinamizamos la oferta de valor, actualizando los debates y los estudios; incorporando los temas de interés del momento. Mejoramos y ampliamos nuestra bolsa de trabajo. Organizamos encuentros y reuniones entre analistas después de la jornada laboral para cambiar impresiones sobre compañías y tendencias. Y para que todo esto fuera posible cambiamos la sede a un sitio más céntrico y más grande, con amplias salas de reuniones y grandes aulas para impartir cursos y

para hacer networking. El lugar elegido fue Nuñez de Balboa 108, que ahora es vuestra casa y donde os esperamos para compartir iniciativas, inquietudes y soluciones. Ahora somos 1.400 socios y espero que pronto seamos 2.000.

Para impactar e inspirar a los más jóvenes cambiamos también la imagen de marca del Instituto, queríamos una imagen más inspiradora, con más magnetismo que nos ayudará a generar espíritu de pertenencia y adaptamos el logotipo hasta convertirlo en una Brújula. No se me ocurre un instrumento de navegación que inspire y que signifique más que una brújula. Una brújula interna que nos marque el camino, el rumbo y no nos deje caer en las modas externas que nos desvíen de nuestro objetivo. Y creamos los premios en los que cada año damos la Brújula del año al profesional que mejor ha guiado y más ha inspirado a los analistas.

Queremos ser el referente, el faro ante la constante volatilidad e incertidumbre del mercado. Y pocos faros han dado tanta luz como Lighthouse.

Lighthouse es nuestra división de análisis que Jorge Yzaguirre y Alfredo Echevarría instauraron en el 2018 con gran maestría y que ya ilumina 40 compañías que antes eran huérfanas, mejorando su conocimiento, su liquidez y su confianza. Hemos conseguido democratizar el análisis llevando nuestros informes hasta el último rincón de España a través de nuestras delegaciones.

Y como símbolo de nuestra escuela adoptamos un astrolabio, nuestras estrellas son nuestros alumnos, casi 15.000 alumnos se ilustran anualmente en nuestras aulas, alumnos que queremos que alcancen la excelencia. Pero cultivar la excelencia trae consigo enfrentarse con la tenacidad y la perseverancia capacidades que no todos quieren para

sí por lo que conllevan. La mayoría quieren el premio, pero sin pagar el precio. La excelencia no se consigue en un día y mucho menos sin esfuerzo y sin compromiso. Nuestra escuela marca un alto nivel de excelencia y autoexigencia para formar a los mejores profesionales y se sitúa en la vanguardia en la divulgación del conocimiento económico.

Y lo tercero que hicimos es aumentar los sectores de actividad que forman parte del patronato de nuestra fundación. El sector financiero tiene mucho peso y estamos a su servicio de una forma independiente y constructiva pero también queremos estar al servicio de otros sectores como son consumo, defensa, inmobiliario, energético o farmacéutico.

Cuando llegué en el 2022 había doce patronos muy concentrados en un sector ahora son veintisiete y están representados todos los sectores de actividad económica, cotizados y no cotizados. Y con ellos formamos el centro de pensamiento más importante y más influyente de España, donde ponemos en común aquellos temas que preocupan y que fortalecen a la economía y a la sociedad española. Nos encargamos de poner voz a esos temas a través de estudios y debates para generar conciencia social de lo que de verdad importa a nuestras empresas, que son las que forman nuestro tejido empresarial, que son la base del progreso de nuestra sociedad.

Y todo esto lo hemos hecho con un gran equipo, el equipo del Instituto Español de Analistas que liderado por el buen trabajo de Alfredo Jiménez son un ejemplo de Ilusión, esfuerzo y ambición para conseguir que el Instituto Español de Analistas siga siendo el referente económico que siempre ha sido.

Aprovecho estas líneas también para dar las gracias a la junta directiva actual y a todas las anteriores por su dedicación y por su compromiso

a la sostenibilidad y crecimiento del Instituto y por su contribución a que la transición de equipos cada seis años sea siempre tan fácil.

Nunca conocí a Rafael Termes, pero siempre he admirado su forma humanista de dirigir, su forma de liderar con valores, demostrando que cuando se cree que algo es posible, siempre se halla la manera de poder hacerlo realidad, de alcanzar un sueño. Me hubiera encantado decirle que la vida ha pasado, el tiempo ha pasado, los presidentes y los equipos cada uno con nuestra singularidad, con nuestra manera también pasamos. Pero el Instituto sigue fiel a su propósito, leal a su legado, a su compromiso con los analistas y con las empresas españolas. Y así seguirá otros 60 años, sin dejar vencerse por las dificultades porque cuando los sueños son tan grandes no pasan ni se olvidan jamás.

Gracias Rafael por crear este Instituto, el Instituto de todos los analistas, nuestro Instituto.



Junta Directiva Nacional

Presidenta

D^a. Lola Solana Campíns

Vicepresidentes

D^a. Margarida Gabarró Olivet
(Presidenta Delegación Catalana)

D. Enric Fernández Martínez

D. Ignacio Fernández-Montes Prieto

Tesorero

D. Javier Ruiz-Capillas Zarranz

Secretario General

D. Alfredo Jiménez Fernández

Vocales

D. Carlos Bocanegra Baquero
(Presidente Delegación de Andalucía)

D. Francisco Javier Torres del Castillo
(Presidente Delegación de Islas Canarias)

D. Gonzalo de la Peña Cifuentes
(Presidente Delegación de Valencia)

D. Manuel Martín-Muñío
(Presidente Delegación de País Vasco)

D^a. Inés Salcines Gayoso
(Presidenta Delegación de Galicia)

D. Oscar del Diego Ereza
(Presidente Delegación de Aragón, Navarra y La Rioja)

D. Francisco Javier Torrijo Merino
(Presidente Delegación de Islas Baleares)

D^a. Natalia Aguirre Vergara

D. Rodrigo Alberio Fuentes

D^a. Beatriz Alonso-Majagranzas

D. Cirus Andreu Cabot

D. Gregorio Arranz Pumar

D^a. Raquel Blázquez Alonso

D. Josep Jaume Fina Casanova

D. Rafael Garcés Beramendi

D^a. M^a José Gómez Yubero

D. Gregorio Izquierdo Llanes

D. Antonio Losada Aguilar

D. Diego Valero Carreras



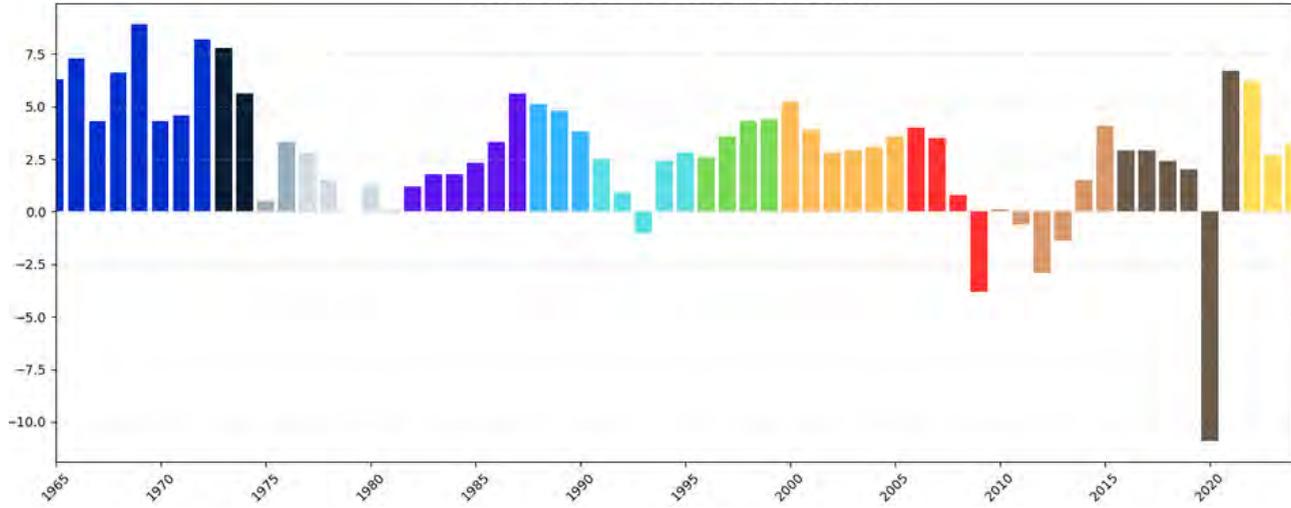
en datos

Listado y leyenda de Presidentes del Instituto Español de Analistas

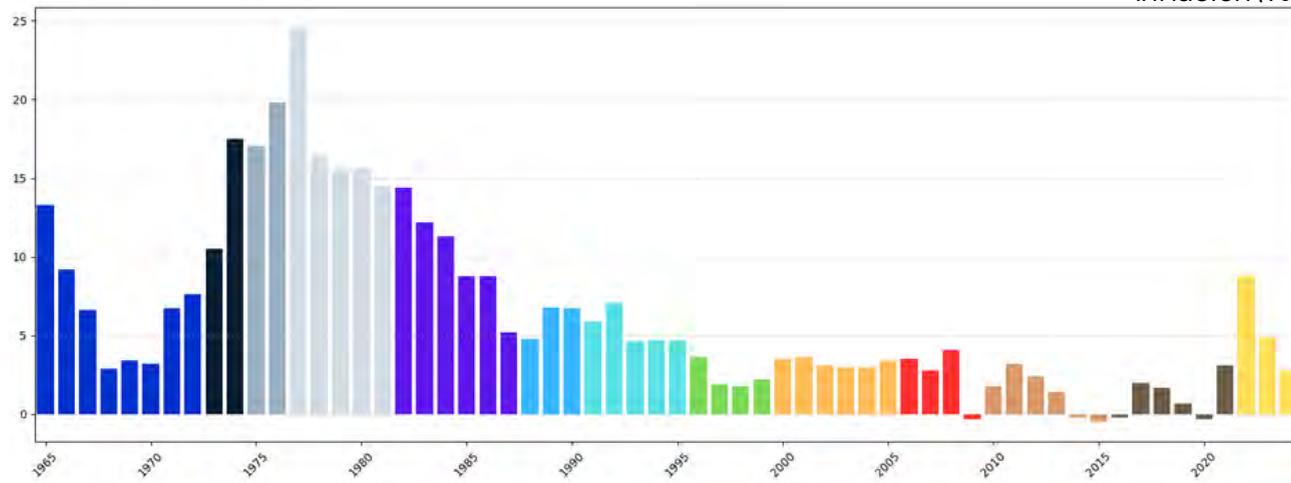
	Rafael Termes Carreró	1965-1973	
	Ramón Trías Fargas	1973-1974	
	Antonio Sanz de Bremond y Mira	1974-1977	
	Mariano Rabadán Forniés	1977-1982	
	Juan José Toribio Dávila	1982-1988	
	Juan Palacios Raufast	1988-1991	
	César Alierta Izuel	1991-1996	
	Luis Iturbe Sanz de Madrid	1996-2000	
	Aldo Olcese Santonja	2000-2006	
	Xavier Adserà i Gebellí	2006-2010	
	Juan Carlos Ureta Domingo	2010-2016	
	Jorge Yzaguirre Scharfhausen	2016-2022	
	Lola Solana Campins	2022-Act.	



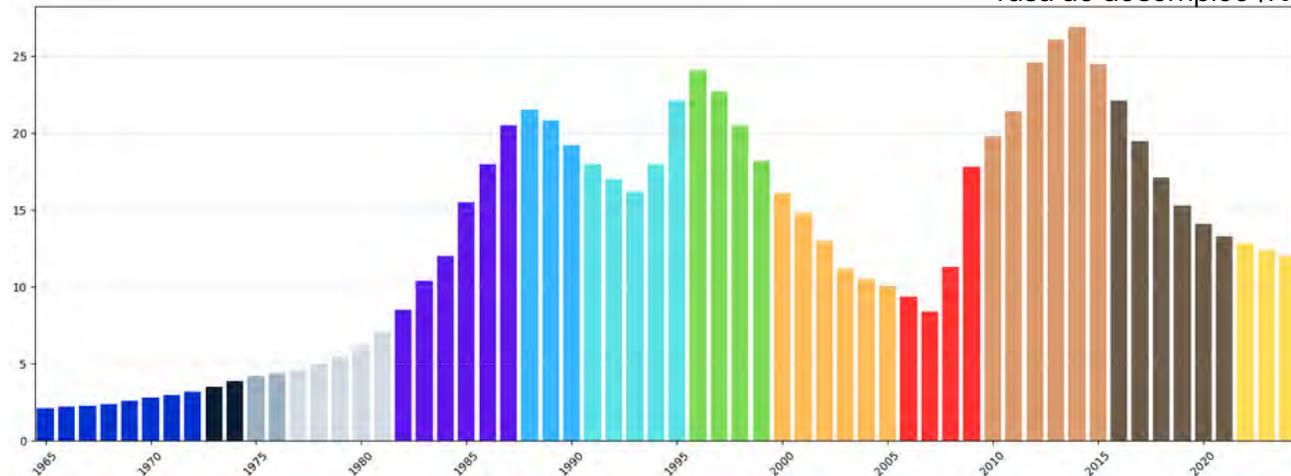
Crecimiento del PIB (Real)



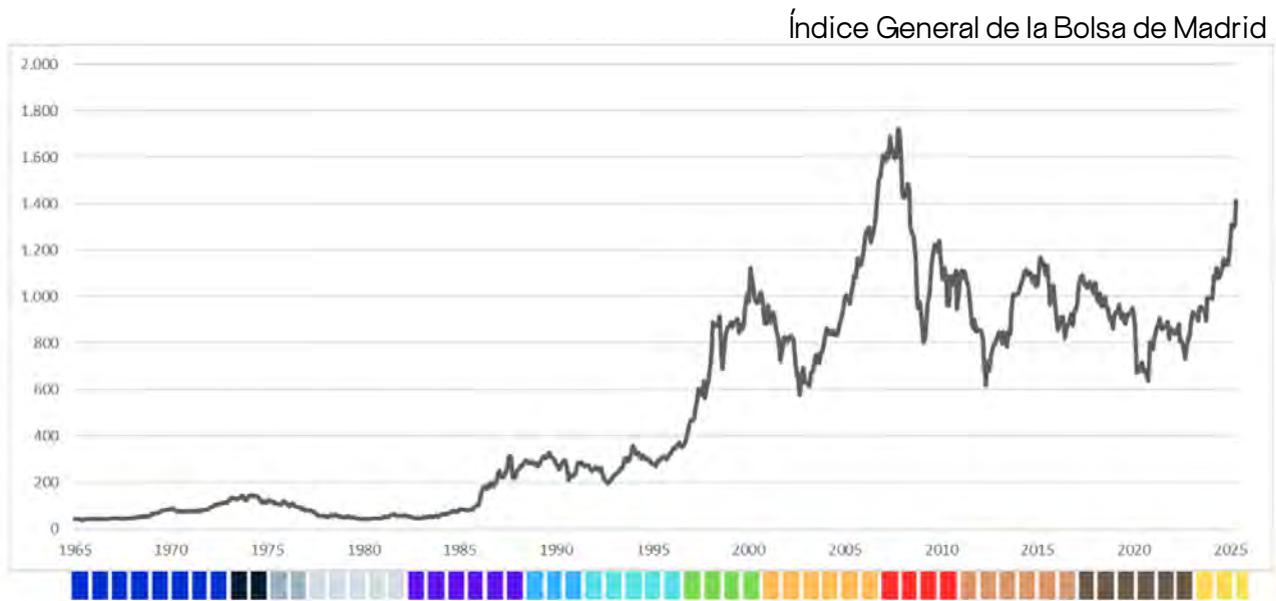
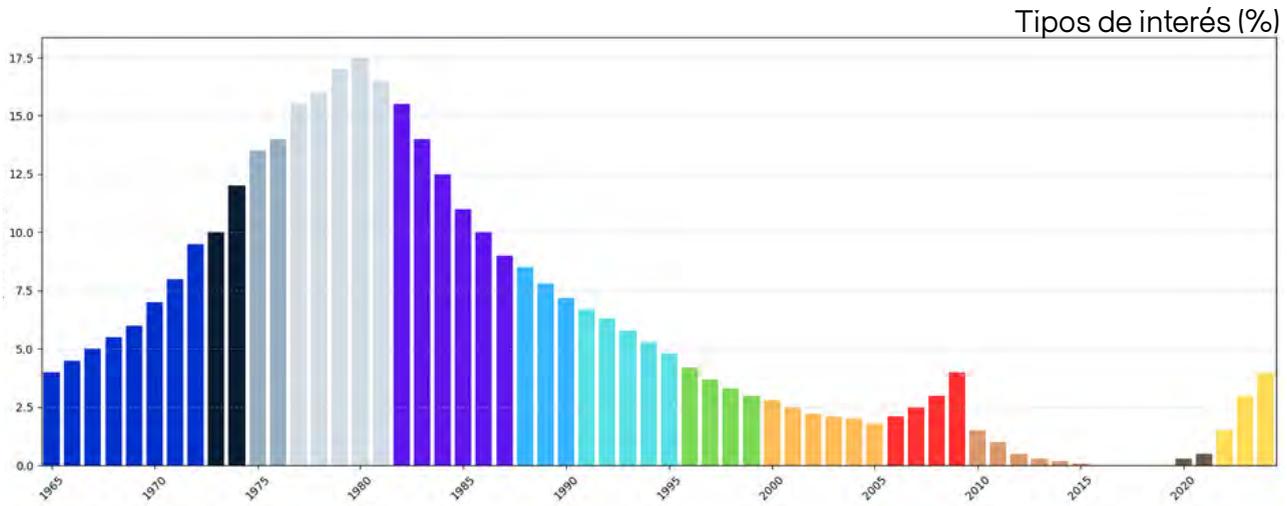
Inflación (%)



Tasa de desempleo (%)



- Termes
- Triás
- Sanz
- Rabadán
- Toribio
- Palacios
- Alieria
- Iturbe
- Olcese
- Adserà
- Ureta
- Yzaguirre
- Solana





en imágenes

















INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS

DESDE 1965

años Ilusión, Esfuerzo y Ambición



INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS

DESDE 1965

años Ilusión, Esfuerzo y Ambición