

El mercado de información en los mercados de capitales

Conflictos, costes y beneficios que se derivan de las relaciones informativas que se establecen entre las empresas, los analistas y los inversores de España

Es conocido que, dada la diferente naturaleza de las relaciones existentes entre los agentes que actúan en el mercado de capitales, coexiste una oferta mínima y regulada de información con un mercado de información voluntaria. Esta última se transmite y divulga, fundamentalmente, a través de canales privados de comunicación. Los demandantes de esta información estarían básicamente constituidos por analistas e inversores institucionales. Aunque la información divulgada a través de canales no públicos y selectivos no tuviera que ser calificada inicialmente como privilegiada, es indudable que existe en la actualidad una cierta preocupación sobre este particular, máxime cuando tras el pinchazo de la burbuja tecnológica y el escándalo de Enron han arreciado las reclamaciones de inversores solicitando una regulación más estricta cuando la información puede ser susceptible de manejarse en pro de intereses particulares, producto o no de conflictos internos de compañías que simultanean negocios de análisis y banca de inversión. El informe que se presenta¹ a continuación dibuja la situación del mercado de información financiera en España a través de las opiniones de los principales protagonistas que la manejan.

Manuel Larrán Jorge,
Catedrático de Universidad
(Economía Financiera y Contabilidad).
Universidad de Cádiz

La justificación de este estudio estriba en la necesidad de someter a análisis el mercado de la información voluntaria, y tomar conocimiento de cómo afecta este tipo de información al comportamiento de los mercados financieros. El estudio del mercado de información voluntaria implicaría someter a revisión una serie de cuestiones tales como quiénes son los actuantes en el mismo, es decir, oferentes y demandantes de la información contable voluntaria, qué tipo de información es la comerciada en este mercado, y cómo la misma es comerciada, es decir, los medios utilizados para divulgar información al mercado. El análisis conjunto de todos estos aspectos permitirá tomar conocimiento del modelo de comportamiento de la empresa española respecto a la revelación de información voluntaria a inversores institucionales y analistas financieros, pudiendo ello determinar posibles vías de reforma de la regulación contable española, siendo de interés su conocimiento, tanto para organismos emisores de normas contables, tal sería el caso del Instituto de Contabilidad

(1) El presente artículo pretende resumir las conclusiones más significativas de un trabajo más amplio, de similar denominación, que fue galardonado recientemente con el primer premio de investigación contable "José M^o Fernández Pirla", convocado en su novena edición por la Asociación Española de Profesores Universitarios de Contabilidad (ASEPUC) en colaboración con el ICAC, el cual está pendiente de publicación por parte del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC). El trabajo puede considerarse como uno de los resultados del proyecto PB98-112-C03-03 financiado por el Ministerio de Educación y Cultura.



y Auditoría de Cuentas (ICAC), como para organismos reguladores del mercado bursátil, tales como la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Un análisis basado en opiniones de los protagonistas

Para la realización del estudio, hemos llevado a cabo 26 entrevistas semiestructuradas con los responsables de las relaciones con inversores de grandes compañías españolas, y 18 con analistas y gestores de carteras, para lo cual fue fundamental la colaboración prestada tanto por la Asociación Española para las Relaciones con Inversores (AERI) como el Instituto Español de Analistas Financieros. Igualmente, fueron remitidos cuestionarios a todas las empresas que cotizan en el mercado continuo de la Bolsa de Madrid, y a todos los analistas inscritos en el Instituto Español de Analistas Financieros.

El mercado de información ha cambiado en la última década

En primer lugar, queremos subrayar el hecho de que los cambios en el entorno económico, social y legal español han podido influir de forma notable, en los últimos diez años, en los incentivos y prácticas relacionadas con la oferta y demanda informativa

en el contexto del mercado de capitales. Entre los factores que más han podido afectar a lo anterior, destacamos los siguientes:

- La Reforma del Mercado de Capitales.
- La Reforma Contable.
- La Globalización de la economía.
- La presencia y explotación de las nuevas tecnologías de comunicación.
- La mayor profesionalización del análisis financiero, tanto desde la óptica de los demandantes de información como de los oferentes.
- La mayor presencia de capital extranjero en el accionariado de las empresas y en las compañías de análisis.
- Una mayor presencia de inversores institucionales e individuales en el capital de las empresas españolas, en detrimento de la participación pública como consecuencia del fuerte movimiento de privatizaciones habido en los últimos años.

Desde el punto de vista de la oferta informativa, habría que resaltar los mayores requerimientos de las empresas cotizadas con respecto al resto de empresas en los aspectos siguientes:

1. Publicación del Informe Anual en un plazo de tiempo más corto que en el resto de empresas.
2. Obligatoriedad de presentación de información intermedia: trimestral y semestral.

3. Obligatoriedad de presentación de información segmentada. Concretamente, la cifra de negocios distribuida por actividades y áreas geográficas.
4. Publicación puntual en la Comisión Nacional del Mercado de Valores de todo hecho o decisión que en el caso de hacerse público afectaría de forma sensible a la formación de precios.

En la práctica, y como refuerzo de lo anterior, el conjunto de información ofrecido por las empresas es superior al obligatorio. Lo anterior nos lleva a pensar que la regulación cumple con una función social y económica, al objeto de obligar a unos mínimos que puedan satisfacer unas mínimas, también, necesidades informativas de una amplia tipología de usuarios. No obstante, en el marco del mercado de capitales, dadas las relaciones y el nivel de sofisticación de los distintos agentes que actúan en el mismo, las empresas tendrán que ampliar la oferta y llevar a cabo procesos de elaboración de información a medida de determinados usuarios. Precisamente lo anterior ha constituido el objeto del presente trabajo, donde observamos como la regulación y el mercado para el suministro de la información se complementan e interactúan positivamente. Existe un mercado para la información voluntaria, donde las características que se le requieren bajo una perspectiva teórica al objeto de posibilitar la eficiencia del mercado, pudieran existir en este caso, tal como sería la existencia de incentivos por parte de la empresa para incrementar la cantidad de información voluntaria, la conjunción de intereses entre empresa y usuarios (por ejemplo en el caso de inversores institucionales y analistas), y el hecho de que esta información sea confiable para los propósitos de la toma de decisiones.

Al objeto de resumir nuestra visión de cómo funciona el mercado de información voluntaria, vamos a ir analizando las diferentes relaciones que existen entre los oferentes y demandantes de información; es decir, directivos de empresas cotizadas, inversores y analistas, así como las percepciones que tienen sobre los costes y beneficios que se derivan de la existencia de un mercado de información voluntaria. Vamos a comenzar nuestra reflexión por el último grupo constituido por los analistas financieros.

EL PAPEL DE LOS ANALISTAS FINANCIEROS

> El papel fundamental de los analistas financieros es el de explotar las anomalías del mercado, identificando aquellos títulos mal valorados, a través de la obtención de información de cada una de las compañías que siguen, procesarla y diseminarla entre los gestores de carteras y clientes. Lo anterior se lleva a cabo en un informe escrito, el cual suele incluir recomendaciones del tipo comprar/vender/mantener, así como pronósticos sobre diferentes variables, tales como el beneficio por acción. El **Análisis Fundamental es la técnica de valoración más utilizada por este grupo especial de usuarios, seguida del análisis de la beta y el análisis técnico**⁽²⁾. La información contable, al igual que en otros países, sería la más valorada por los analistas, no obstante muestran un nivel de insatisfacción importante con la misma, reclamando más información relativa a la calidad de la gestión, a intangibles, así como información orientada al futuro y de carácter previsorial. Un recurso ciertamente muy valorado, y como mecanismo para amortiguar las deficiencias de la información contable de carácter público y obligatorio, serían los contactos con las compañías. Su actividad está centrada, como señala-

mos anteriormente, en detectar las diferencias entre valor y precio. El beneficio de dicha actividad se materializa en las comisiones que generan las órdenes de compra/venta inducidas a partir de sus informes. Por otra parte, los costes de su actividad, entre otros, se ciñen a los relacionados con la búsqueda y acceso a la información, tanto pública como privada, y los derivados del propio proceso de análisis e investigación para llegar a la emisión de un juicio, que en este caso se plasma en una nota o informe.

Los pronósticos de beneficios: hipótesis del sesgo optimista

Las evidencias de éste⁽³⁾ y otros trabajos, muestran que uno de los principales outputs del proceso de investigación y análisis efectuado por los analistas son los pronósticos de beneficios, los cuales distan mucho de ser perfectos. Podríamos obtener pronósticos más exactos del beneficio por acción si utilizamos adicionalmente otros modelos. Una forma sería unir a los pronósticos de los analistas, aquéllos obtenidos a

través de series temporales de resultados. Otra forma sería combinarlos con pronósticos basados en el precio de las acciones. Un tercer procedimiento sería combinar pronósticos de los analistas con medidas y ratios procedentes de los estados financieros. La existencia de errores sistemáticos, o sesgo, en los pronósticos que realizan los analistas parece fundarse en las relaciones de agencia y de colaboración que mantienen aquéllos con las empresas que le suministran información no contenida en los estados financieros⁽⁴⁾.

No es, precisamente, la exactitud de los pronósticos lo que afecta en mayor medida a la remuneración de los analistas, sino que, por el contrario, la experiencia, el nivel de acierto en las recomendaciones y el volumen de negocio estarían más relacionados con la compensación. En consecuencia, y en orden a incrementar las comisiones, realizan más recomendaciones de compra que de venta y, por tanto, con objeto de reforzar las primeras existe un estímulo para inflar intencionadamente los pronósticos de beneficios por acción.



(2) Véase al respecto: Larrán, M. y Rees, W. (1999): *Técnicas, Recursos Informativos y Prácticas seguidas por los Analistas Financieros: Un estudio empírico*. Instituto Español de Analistas Financieros. Documento nº 1.

(3) Véase al respecto: Larrán, M. y Rees, W. (1999): "Propiedades de los Pronósticos de Beneficios realizados por los Analistas Financieros: Una aplicación al caso español". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. XXVIII. Nº 101. Septiembre.

(4) Véase al respecto: Larrán, M. y Rees, W. (2000): "Incentivos de los analistas financieros para pronosticar con sesgo optimista". *Revista de Contabilidad*. Vol. 36. Nº 6.



<Uno de los recursos informativos más valorados por los analistas españoles, es la comunicación con los directivos de las compañías analizadas. El riesgo o temor a dañar las relaciones con las direcciones ejecutivas de las empresas que cotizan en el mercado, las cuales controlan el acceso a la información privada, puede explicar el sesgo optimista de las recomendaciones.>

Existen diferentes razones, basadas en relaciones de agencia entre los analistas y los directivos de las compañías, y entre los analistas e inversores, que justifican o soportan la hipótesis del sesgo optimista en los pronósticos. Para ser exactos, uno de los recursos informativos más valorados por los analistas españoles, tal como señalamos anteriormente, es la comunicación con los directivos de las compañías analizadas. A través de establecer buenas relaciones con los directivos de dichas compañías analizadas, los analistas crean una ventaja competitiva con respecto a otros profesionales. El riesgo o temor a dañar las relaciones con las direcciones ejecutivas de las empresas que cotizan en el mercado, las cuales controlan el acceso a la información privada, puede explicar también el sesgo optimista. La necesidad de actuar con oportunidad en términos temporales, para aprovechar transitorias situaciones donde el mercado no ajuste los precios con suficiente rapidez, y el hecho de que la reputación esté más basada en el acierto de las recomendaciones que en la exactitud de los pronósticos, pueden ser los dos factores adicionales que expliquen la falta de exactitud y sesgo optimista en el caso español.

Aunque la independencia del análisis y la aplicación estricta de códigos generales de conducta, así como reglamentos internos, puedan minorar en un futuro, en el caso español, la acusada existencia de optimismo

en las recomendaciones y pronósticos de beneficios efectuados por los analistas, quisiéramos poner de manifiesto que esta situación pudiera ser extrapolable a otros mercados. Así, recientemente, la Securities Exchange Commission, en Estados Unidos, en la propuesta de norma titulada: "Selective Disclosure and Insider Trading", la cual ya se hizo definitiva, en los considerandos hace alusión a lo siguiente: "Estamos muy preocupados con la falta de independencia del análisis, y la dependencia que tienen los analistas de las compañías, fundamentalmente, para poder tener acceso selectivo a la información que les proporcionan (...). En este contexto, los analistas son presionados para llevar a cabo recomendaciones favorables que no pongan en peligro el acceso a información, y a ser invitados a canales privados de comunicación, tales como presentaciones, tele conferencias, etc. Pensamos que estas presiones debieran reducirse, por parte de las compañías, y podrían eliminarse si se prohíbe la divulgación selectiva de información que favorezca a los analistas".

Colaboración analistas-empresas y la teoría de agencia

Siguiendo con el grupo de analistas pertenecientes a Agencias y Sociedades de Valores, no existe una relación formal de agencia entre los directivos de las compañías y aquéllos. Los directivos proveen al analista de in-

formación porque creen estar obligados a ello y en pro de los intereses de la valoración apropiada de la compañía. Esta información es esencial para los analistas, al objeto de desarrollar su trabajo y realizar las recomendaciones oportunas sobre cada una de las compañías que analizan. Por tanto, la relación es mutuamente beneficiosa para ambos, por lo que podríamos hablar, en este caso, de una "relación de colaboración". No obstante, pudieran existir, en algunos casos, ciertas relaciones que pueden ser explicadas mediante la teoría de agencia. Por ejemplo, gran parte de la cifra de negocios de las agencias y sociedades de valores se derivan de proveer servicios financieros a las firmas cotizadas, tales como la colocación de nuevas acciones en bolsa, colocar deuda o asesorar sobre nuevas inversiones o desinversiones. Por tanto, las relaciones entre otros departamentos de las agencias y sociedades de valores con los analistas se convierten en especialmente interesantes, dado que sería concebible pensar que las relaciones de los analistas con los directivos de las compañías que analizan se pueden ver influenciadas por la necesidad de atraer negocio a otras secciones o departamentos (Corporate Finance) de la sociedad de valores. Precisamente, estas injerencias y falta de independencia son contempladas en nuestra normativa relativa a códigos de conducta, cuando se refiere al establecimiento de "murallas chinas".

EL PAPEL DE LOS GESTORES DE CARTERAS

> **E**l segundo grupo que hemos considerado es el de los gestores de carteras e inversores institucionales. Este grupo especial y particular de analistas estará especialmente interesado en identificar acciones mal valoradas, pero no en estimular la contratación. Igualmente, estarán preocupados en que los gerentes y directivos actúen en congruencia con los intereses de los accionistas, por lo que deben estar preparados para incurrir en costes contractuales a tal fin.

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

cia y de colaboración cobran un sentido muy acusado en este caso. Igualmente, tenemos la relación entre los analistas financieros y los gestores de carteras. Otra vez, no existe una relación formal de agencia. Los analistas proveen de información y asesoran a los gestores de carteras porque esperan que éstos estimulen la contratación y, por tanto, las agencias y sociedades de valores se benefician de las comisiones que pesen sobre las órdenes de compra y venta inferidas. En este caso, los gestores de carteras van a estar interesados en mantener buenas relaciones con los analistas financieros pertenecientes a Agencias y Sociedades de Valores (Analistas sell-side), al objeto de asegurarse un fácil y rápido acceso a sus informes, pronósticos de beneficios, aunque éstos sean cribados sistemáticamente a la baja, y recomendaciones. Esta necesidad se reduciría en el caso de que los inversores institucionales dispusieran de sus propios analistas, lo cual no está muy desarrollado en el caso español. Por las mismas razones que en el caso anterior, pudiéramos denominar, igualmente, esta relación como una "relación de colaboración". No obstante, los gestores de carteras pueden tener una relación de agencia con las agencias y sociedades, cuando estas últimas compran y venden acciones en representación de los fondos. Por tanto,

las instituciones de inversión pueden tener tal relación de agencia si, además, contraen algún tipo de servicio financiero con las agencias y sociedades de valores, tal como lo hacen las compañías cotizadas. Las relaciones más simples son aquéllas que afectan directamente a los inversores individuales. Para los inversores con una participación directa en la compañía, los gerentes de las compañías son sus agentes y aquéllos que le suministran la información contable que prescribe la regulación (información obligatoria), de otra información regulada legislativamente o por requerimientos del mercado de valores y, ocasionalmente, de información con carácter voluntario. Para aquellos inversores que invierten vía Fondos, la relación es algo más compleja que la anterior, y los flujos de información, probablemente más simples. En este caso, los gestores de carteras son los agentes de los inversores, y periódicamente proveerán a éstos de información relativa a la rentabilidad de sus fondos y posiblemente, para ciertas carteras gestionadas, detalles sobre la rentabilidad de cada uno de los activos que componen los mismos.



EL PAPEL DE LAS COMPAÑÍAS

Por último, y con relación a los oferentes de información, podríamos señalar que los incentivos, por parte de los directivos, para incrementar la oferta informativa van en orden a estimular una correcta valoración, lo cual permitirá, entre otras cuestiones, la satisfacción de los objetivos de los accionistas, el eliminar la atención de posibles compradores no deseados, minimizar el coste actual del capital, así como el derivado de una posible ampliación y la utilización del precio de las acciones como un indicador de la gestión.

Al contrario, los directivos estarán preocupados por controlar los costes derivados de la elaboración y publicación de la información, incluidos los costes que se derivan del conocimiento de información confidencial, la cual podría ser perjudicial desde el punto de vista de la competitividad; no obstante, al reducirse las asimetrías informativas entre los directivos y el mercado, aquéllos verán reducidas sus posibilidades de llevar a cabo operaciones rentables o manipular los precios de forma oportunista.

En España, aunque nos hemos incorporado más tarde que el Reino Unido o Estados Unidos a las prácticas organizadas y planificadas en materia de divulgación, la importancia que la comunicación financiera tiene como factor estratégico se ha materializado en la creación, casi mayoritaria, de departamentos de Relaciones con Inversores en las compañías que cotizan sus acciones en mercados organizados.

<En España, aunque nos hemos incorporado más tarde que el Reino Unido o Estados Unidos a las prácticas organizadas y planificadas en materia de divulgación, la importancia que la comunicación financiera tiene como factor estratégico se ha materializado en la creación, casi mayoritaria, de departamentos de Relaciones con Inversores en las compañías que cotizan sus acciones en mercados organizados.>

Auge de la comunicación financiera

Los factores generales que han motivado la incorporación de la comunicación financiera en los organigramas empresariales han sido, entre otros: la búsqueda de inversores, fundamentalmente, provocada por el fuerte movimiento de privatizaciones surgido en los últimos años; la búsqueda de financiación en otros mercados distintos a los españoles; la mayor presencia institucional en el capital de las empresas españolas; así como la mayor presión, o demanda informativa realizada por determinados usuarios, tales como los analistas financieros, cuya presencia antes de la Reforma del Mercado de Valores

era prácticamente nula. Precisamente, la no existencia de esta actividad planificada en las compañías se materializa en los casos de alta concentración de la propiedad y/o bajo free-float.

El objetivo básico, asignado a las actividades de comunicación financiera, es el de mejorar la capacidad financiera, o de obtener financiación, de la compañía por la vía de fomentar la confianza, el conocimiento y la credibilidad entre los diferentes agentes que actúan en los mercados.

Los beneficios que se perciben como fruto de esta actividad se ciñen al acortamiento del gap existente entre el valor intrínseco >



> de la compañía y el valor que analistas y mercado le asignan, a fomentar la entrada de inversores institucionales en la estructura de propiedad, y el de crear valor por la vía de comunicar al mercado, de forma convincente, aquellas actividades, decisiones y hechos que modifican el valor de la empresa para los accionistas. La conjunción de estos beneficios producirá no sólo mejoras en la liquidez de la empresa, sino también reducciones en su coste de capital, o reducciones de la prima por riesgo, al eliminar incertidumbres asociadas a la falta de información. Otras razones se basan en que de esta forma los directivos (agentes) demuestran que están actuando de acuerdo con los intereses de los accionistas (principales); e igualmente reducen los riesgos de costes políticos cuando la administración y las autoridades gubernamentales pudieran ser hostiles al negocio y a la actividad desarrollada. Se observa, igualmente, una alta implicación en las actividades de divulgación de la Presidencia y la Dirección Financiera de las compañías. En general, evidenciamos una significativa dependencia entre la concentración del accionariado y el tamaño, con el nivel de dedicación del responsable de Relaciones con Inversores. Las estrategias más proactivas aumentan con el tamaño y la participación del capital extranjero.

Adicionalmente, sería destacable el importante volumen de recursos humanos y no humanos dedicados a esta actividad en las compañías. En general, aunque existen costes tangibles asociados a la actividad de comunicación, como los del personal dedicado a la misma, así como el tiempo que dedica el equipo directivo en el proceso de divulgación, los más relevantes, de acuerdo con las evidencias aportadas por nuestro trabajo, se refieren a la vigilancia y control de posibles fugas de información privilegiada, así como los derivados de la divulgación de información, pública o privada, que pueda dañar la competitividad de la empresa.

Esfuerzos por mejorar la regulación en este ámbito

Los escándalos financieros en los últimos tiempos, así como nuestra necesaria adaptación a la normativa europea, han propiciado que nuestra normativa haya dedicado considerables esfuerzos para regular aspectos relativos a la información privilegiada, así como para el establecimiento de códigos

y reglamentos internos de conducta, aplicables a aquellas entidades que operan en el Mercado de Capitales. En este sentido, habría de destacarse, también, la escasa iniciativa hasta fechas muy recientes, por parte de organizaciones profesionales tendentes a recomendar a sus miembros un comportamiento profesional en el ámbito de lo ético, así como guías clarificadoras de lo que pueda entenderse o no como información privilegiada, tal como lo han llevado a cabo otras organizaciones profesionales en el Reino Unido y Estados Unidos. En España, al igual que en otros países, no se clarifica de una forma cuantificada cuál ha de ser el movimiento de los precios y/o volumen de contratación, para considerar una información como material. De igual forma, aunque la legislación hace referencia a las cautelas que deben tomarse en los encuentros que mantienen las compañías con in-

La relevancia de la información contable y los canales privados de comunicación

En cuanto al papel de la información contable en este proceso, se percibe que facilita la comunicación y la tenencia de un lenguaje común entre empresa y usuarios. Su publicación, tanto anual, trimestral o semestral, marca el calendario de otras actividades de comunicación, así como la referencia base para ampliar la información a usuarios sofisticados, tales como analistas e inversores institucionales. La falta de información cualitativa, información sobre riesgos e información orientada a futuro, así como las dificultades de su comparabilidad internacional, son señaladas como sus principales debilidades. En general, todos los grupos afectados, oferentes y demandantes, coinciden en señalar su insuficiencia en aras a una co-

<Los gestores de carteras tienen cierto poder, por lo que los directivos estarán más incentivados para suministrarles información adicional. Por eso en algunas ocasiones, los gestores de carteras pueden influir en las decisiones empresariales relativas a inversiones de ciertas dimensiones, compras de empresas, nombramientos de directivos, etc. Las relaciones de agencia y de colaboración cobran un sentido muy acusado en este caso.>

versores institucionales y analistas, en ningún caso, y a diferencia otros países, se declara lo conveniente de estos flujos de información para el buen funcionamiento del mercado.

La práctica de mantener registros de la información divulgada a través de canales informales está muy extendida en el caso español, la cual se hace menos presente cuanto mayor es el carácter privado del canal. Nuestra opinión nos llevaría recomendar el fomento de esta práctica, al objeto de controlar la información transmitida, acompañada de un anuncio inmediato a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el caso de detectar una divulgación no intencionada, selectiva y sensible a la formación de precios.

recta valoración de la compañía. Por tanto, se hacen necesarios otros canales selectivos para la divulgación de información voluntaria.

Los canales privados de comunicación con analistas e inversores institucionales son considerados como beneficiosos para el buen funcionamiento del mercado por todos los agentes que actúan en el mercado. En ningún caso se opina que la reciente legislación relativa a códigos generales de conducta, a protección de los intereses de los inversores y a información privilegiada, merme el flujo de información con el mercado. Por otra parte, la utilidad de cada uno de los canales de divulgación utilizados va a depender de la finalidad asignada.

Reuniones públicas y privadas: otra manera de comunicar

Con relación a las reuniones generales, se suelen realizar con motivo de la presentación de resultados anuales e intermedios, así como eventos especiales, tales como el anuncio o explicación de un proyecto de fusión, estando dirigidos, fundamentalmente, a los analistas del lado vendedor. Este tipo de encuentros permiten transmitir a una audiencia amplia, las estrategias y razones que explican los cambios de las principales magnitudes de la empresa, tienen un papel educativo, y permiten una más rápida diseminación de la información. Igualmente, este tipo de encuentros le permite a la compañía obtener una percepción rápida sobre el sentimiento del mercado acerca de la misma. Entre los inconvenientes, estarían los riesgos de divulgar de forma no intencionada, información que pudiera dañar la competitividad, o que pudiera ser sensible a la formación de precios.

Las reuniones específicas, con miembros de una misma organización, fundamentalmente con inversores institucionales, permiten crear y fomentar relaciones de colaboración beneficiosas para la empresa con este tipo de inversores. Este tipo de encuentros posibilita a inversores y analistas preguntar y obtener información más detallada, que en público no lo harían para no divulgar sus posiciones, o su interés especial en determinados aspectos de la compañía, no detectados por el resto de miembros de la comunidad financiera. Este clima de confianza crea la atmósfera necesaria para que la empresa comunique información, que aunque no fuera relevante, está orientada a futuro y podría dañar su competitividad. Este tipo de reuniones permite, en función de la naturaleza de la relación, así como del conocimiento de la compañía y de la capacidad de análisis del usuario, que unos inversores gocen de un mayor conocimiento, que aunque no privilegiado para obtener rentabilidades presentes, sí le permitirán obtenerlas en el futuro, si son capaces de explotar este conocimiento a la hora de interpretar hechos y decisiones futuras de la compañía. Lógicamente, los peligros y riesgos de divulgar selectivamente información que pudiera afectar sensiblemente al precio de la acción son mayores en este tipo de encuentros.



Contacto telefónico

Otro canal, que actúa fundamentalmente en los momentos previos y posteriores al anuncio de resultados, es la comunicación telefónica con analistas, al objeto de ampliar información o corregir errores en los informes que éstos emiten. Habida cuenta que en muchos casos se proporciona información sobre el tamaño y dirección del error en el pronóstico de beneficio efectuado por el analista, los peligros y riesgos de divulgación selectiva de información material se ven incrementados aún más en este caso.

Igualmente, encontramos opiniones favorables a que el proceso de diseminación de in-

formación y su incorporación a los precios no es inmediato; el retraso se produce por un efecto copia o imitación de las posiciones y acciones tomadas de los segmentos mejor informados a los peor informados. La existencia de rentabilidades beneficiosas e intermedias pueden justificarse por el coste que asumen estos segmentos para estar mejor informados y tener mayor capacidad de análisis.

Rechazo a mayores requerimientos informativos obligatorios

Una cuestión que nos surgió de todo lo anterior, es si la existencia de una regulación >

> más estricta y con mayores exigencias informativas reduciría la actividad de algunos canales de comunicación. La respuesta de los entrevistados fue, casi por unanimidad, negativa. Los mayores requerimientos informativos podrían crear sobrecargas y más dificultades de comprensión para algunos segmentos, podrían aumentar los costes empresariales relacionados con la pérdida de ventaja competitiva, y no obviaría, dada la competencia entre agencias y/o inversores institucionales, que los segmentos mejor informados requirieran más detallada información, por un efecto de diferenciación. No obstante, lo anterior posibilitaría que los accionistas individuales participaran de la misma o similar cantidad de información. Sobre este particular, la norma de la Securities Exchange Commission, a la que aludimos con anterioridad, se encontró con un rechazo frontal por parte de organizaciones que aglutinan a profesionales tanto de la inversión como de las relaciones con inversores, las cuales opinan que este tipo de divulgación menos selectiva provocaría mayor volatilidad en el mercado y una reducción del flujo de información entre las compañías y los usuarios más sofisticados.

En síntesis, existe un claro conflicto entre la necesidad de cumplir con la regulación y el mantener un diálogo abierto y permanente con la comunidad financiera, para lo cual distintos organismos profesionales han emitido guías concretas para actuar correctamente en este sentido. Adicionalmente, los conflictos pueden venir por el tratamiento asimétrico, en lo que a divulgación de información se refiere, entre usuarios sofisticados de la información y los inversores individuales. No existen evidencias con relación a si los accionistas individuales perciben estar en

desventaja por no ser invitados a los encuentros que sí tienen acceso otros usuarios. No obstante, los costes y tiempo de atención que requerirían, podrían hacer este tipo de actividades poco aconsejables para este tipo de usuarios. La utilización de Internet como canal de comunicación podría ser un medio efectivo para eliminar, o reducir, considerablemente, estos conflictos.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

En resumen, y dada la diferente naturaleza de las relaciones existentes entre los agentes que actúan en el mercado de capitales, coexiste una oferta mínima y regulada de información con un mercado de información voluntaria, la cual se transmite y divulga, fundamentalmente, a través de canales privados de comunicación. Los demandantes de esta información, los cuales asumen los costes de su obtención, estarían básicamente constituidos por analistas e inversores institucionales. Aunque la información divulgada a través de canales no públicos y selectivos no tuviera que ser calificada inicialmente como privilegiada, existe en la actualidad una cierta preocupación sobre este particular. Dicha preocupación se materializa en las dudas sobre los posibles efectos nocivos que podrían provocar los flujos de información procedentes de este mercado paralelo, por cuanto produciría una distribución asimétrica de la información, aun cuando la distribución de los costes de su obtención sea asimétrica también, materializada en el no acceso a dicha información por parte de inversores individuales. Otra de las dudas, aun cuando son muchos los que piensan que este mercado de información voluntaria contribuye al mejor funcio-

namiento de los mercados y a la eficiencia en la formación de los precios, estriba en la posibilidad de divulgar información material de forma selectiva, contraviniendo la regulación que trata de evitar y prohibir la divulgación privada de información privilegiada. Que duda cabe que la utilización de las nuevas tecnologías de información pueden solucionar parcialmente estos conflictos, permitiendo, a tiempo real, ampliar la audiencia e información, hasta ahora reservada a inversores privilegiados.

De los resultados obtenidos, y de su análisis conjunto con las percepciones obtenidas en las entrevistas, se podrían inferir algunas recomendaciones:

- Los encuentros con analistas y gestores de carteras deben ser programados cuidadosamente con anterioridad, y efectuarse con el cuidado necesario para eliminar las posibilidades de divulgar información sensible a la formación de precios en los mismos y, por tanto, incumplir con la regulación al respecto.
- Aun a pesar de los riesgos implícitos que conllevan los encuentros, debieran ser recomendados por la CNMV, dada la utilidad que le asignan tanto los emisores de información, como los analistas e inversores institucionales.
- Las compañías deberían conservar registros detallados de todos los encuentros, y hacerlos públicos en la mayor brevedad posible, fundamentalmente las presentaciones generales y, cualquier otro encuentro, si existieran dudas sobre la divulgación selectiva de información material. No obstante, puede ser que el uso de Internet para divulgar información financiera tenga un efecto significativo en la naturaleza y periodicidad de los encuentros. □

Cursos de Bolsa en internet

Introducción a la Bolsa - Funcionamiento del Mercado Bursátil - Mercado de Opciones y Futuros
Análisis técnico y fundamental - Análisis de riesgo bursátil - La inversión colectiva - Fiscalidad - La estadística y la Bolsa

Formación

Para saber de Bolsa...

...sin moverse de casa

www.bolsamadrid.es