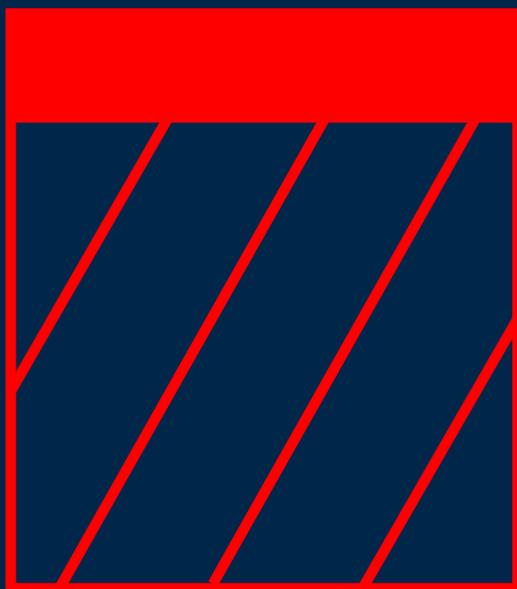


Premio de Investigación Contable
“José M^a Fernández Pirla” (IX Edición)



EL MERCADO DE INFORMACIÓN VOLUNTARIA DE LAS BOLSAS DE VALORES

Manuel Larrán Jorge

EL MERCADO DE INFORMACIÓN
VOLUNTARIA EN LAS BOLSAS
DE VALORES

Manuel Larrán Jorge

Trabajo galardonado con el Premio de Investigación Contable
«José M.^a Fernández Pirla» (IX Edición)

EL MERCADO DE INFORMACIÓN VOLUNTARIA EN LAS BOLSAS DE VALORES

Edita: © Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas
Ministerio de Economía y Competitividad

Edición en línea: Año 2012
NIPO: 724-12-017-7

Edición en CD: Año 2001
ISBN: 84-89006-89-X
NIPO: 376-01-016-9
D. L.: M-53.316-2001

SUMARIO

	<u>Págs.</u>
AUTOR	6
RESUMEN	7
AGRADECIMIENTOS	9
INTRODUCCIÓN	11
Capítulo I: LA ÉTICA EN EL MERCADO DE CAPITALS: ESPECIAL REFERENCIA A LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA	19
1.1. Introducción	19
1.2. Los códigos de conducta en los mercados de valores	23
1.2.1. <i>Introducción</i>	23
1.2.2. <i>El Código de Conducta Internacional</i>	24
1.2.3. <i>Los Códigos de Conducta en la Normativa Española</i>	28
1.3. La Información Privilegiada en los mercados de capitales	30
1.3.1. <i>Introducción</i>	30
1.3.2. <i>Definición de Información Privilegiada</i>	32
1.3.3. <i>La legislación sobre Información Privilegiada en el Reino Unido</i> ...	40
1.3.4. <i>La Información Privilegiada en Estados Unidos</i>	41
1.3.5. <i>Guías relativas al tratamiento de información privilegiada emitidas por Organizaciones Profesionales</i>	43
1.3.5.1. La Sociedad de Analistas de Inversores (The Society of Investment Analysts)	43
1.3.5.2. La Federación de Analistas Financieros (The Financial Analysts Federation)	45
1.3.5.3. La Asociación de Relaciones con Inversores (The Investor Relations Society)	46
1.3.6. <i>Medios para evitar el tráfico de Información Privilegiada</i>	47
1.4. Conclusiones	49
1.5. Bibliografía	50

	<u>Págs.</u>
Capítulo II: LAS ESTRATEGIAS DE DIVULGACIÓN EN LAS GRANDES COMPAÑÍAS ESPAÑOLAS	53
2.1. Introducción	53
2.2. Antecedentes internacionales en las relaciones con inversores en las compañías cotizadas	55
2.3. Investigación previa	59
2.4. La comunicación financiera en las empresas españolas: Un estudio empírico basado en entrevistas a compañías miembros de la AERI . . .	63
2.4.1. Introducción	63
2.4.2. Las entrevistas	64
2.4.3. Perfil de la muestra utilizada	65
2.4.4. Análisis de las entrevistas	65
2.4.4.1. Origen de las Relaciones con Inversores en España y Causas Explicativas de la Creación de los Departamentos de Comunicación Financiera	65
2.4.4.2. Objetivos y beneficios de la comunicación	72
2.4.4.2.1. Objetivo básico	72
2.4.4.2.2. Beneficios de la comunicación	75
2.4.4.3. Costes y límites de la comunicación	79
2.4.4.4. Dependencia orgánica de los Departamentos de Relaciones con Inversores	83
2.4.4.5. El papel de la información contable	86
2.4.4.6. Canales privados de información	91
2.4.4.6.1. <i>Reuniones generales o presentaciones</i>	91
2.4.4.6.2. <i>Reuniones especiales</i>	96
2.4.4.7. Eficiencia y diseminación de la información	100
2.4.4.8. Clasificación de la información	107
2.5. Conclusiones	110
2.6. Bibliografía	112
2.7. Anexo: Listado de empresas que han colaborado en el estudio	116
 Capítulo III: CANALES PRIVADOS DE COMUNICACIÓN ENTRE COMPAÑÍAS, ANALISTAS E INVERSORES INSTITUCIONALES	 117
3.1. Introducción	117
3.2. Estudio empírico	120
3.2.1. Metodología	120
3.2.2. Diseño del cuestionario	121
3.2.3. Población y muestra	122
3.2.4. Análisis de resultados	122
3.2.4.1. La organización de la actividad de relaciones con inversores	122
3.2.4.2. Ejecución del programa de relaciones con inversores	125
3.2.4.3. Las estrategias de divulgación	136
3.2.4.4. Factores explicativos de la actividad de relaciones con inversores y las estrategias de divulgación	137

	<u>Págs.</u>
3.2.4.4.1. <i>Factores explicativos de la dedicación del responsable de relaciones con inversores</i>	140
3.2.4.4.2. <i>Factores explicativos de la estrategia de divulgación</i>	141
3.2.4.4.3. <i>Factores explicativos del número de informes recibidos de analistas</i>	142
3.2.4.4.4. <i>Factores explicativos del número de reuniones mantenidas con analistas</i>	142
3.3. Conclusiones	143
3.4. Bibliografía	144
3.5. Anexo: Listado de empresas que conforman la muestra	145
CONCLUSIONES	147

Manuel Larrán Jorge es Catedrático de Universidad en el área de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Cádiz. Obtuvo la licenciatura en Ciencias Económicas y Empresariales en la Universidad de Sevilla, leyendo la tesis doctoral en la Universidad de Cádiz en el año 94.

Es autor de un número importante de trabajos que han sido publicados en diferentes revistas, tales como la Revista Española de Financiación y Contabilidad; la Revista de Contabilidad; el Journal of International Finance, Management and Accounting; Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa; Boletín de Estudios Económicos; Actualidad Financiera; Análisis Financiero; Técnica Contable; etc. En las convocatorias de 1993 y 2000, obtuvo el primer y segundo premio, respectivamente, otorgado por el Centro de Estudios Financieros a trabajos en la modalidad de Contabilidad, que fueron publicados en la Revista de Contabilidad y Tributación.

Igualmente ha participado y dirige proyectos de financiación ministerial orientados al estudio e investigación del papel de la información contable en el Mercado de Capitales.

RESUMEN

El objetivo del presente trabajo ha sido poner de manifiesto, para el caso del mercado bursátil español, el funcionamiento del mercado de información voluntaria y cómo puede contribuir este mercado paralelo a la formación eficiente de los precios.

Una vez analizada la importancia de la ética en el mercado de capitales, se estudia a nivel nacional e internacional el tratamiento y definición que las diferentes legislaciones hacen de la información privilegiada, habida cuenta que la difícil distinción entre información privilegiada y privada puede condicionar y alterar las pautas de comportamiento entre los diferentes agentes que actúan en el mercado en lo que a divulgación y análisis de la información se refiere.

Por último, a partir de entrevistas y cuestionarios, que cubren las opiniones de las mayores compañías que cotizan en la Bolsa de Madrid, se obtienen evidencias sobre la política de divulgación de las compañías españolas, los objetivos, costes y beneficios asociados a la divulgación de información, las razones para las preferencias por canales privados sobre públicos de divulgación, así como los factores que explican las estrategias más proactivas sobre este particular y el papel de la información contable en el proceso global de comunicación.

AGRADECIMIENTOS

Querría dejar constancia de mi más sincero agradecimiento hacia todas las personas e instituciones que han contribuido y apoyado la realización de este trabajo de investigación.

Sin que el orden signifique prioridad alguna, en primer lugar destacaría la colaboración y apoyo prestado por la Asociación Española para las Relaciones con Inversores (AERI) y el Instituto Español de Analistas Financieros. En concreto, a Francisco Blanco Bermúdez y David López Orland, Presidente y Director de AERI, respectivamente, así como al profesor José Luis Sánchez Fernández de Valderrama. Su colaboración ha sido fundamental para poder dirigirme a los responsables de las relaciones con inversores y analistas financieros, a los cuales, de igual forma, agradezco la colaboración prestada.

A los profesores Holland, Marston y Moizer, por facilitarme sus experiencias, trabajos, así como los cuestionarios empleados en sus estudios relativos al Reino Unido, lo cual ha posibilitado comparar nuestros resultados con los trabajos llevados a cabo en mercados de capitales distintos al español.

Mi gratitud y mi afecto a William Rees, maestro y amigo, con el que he tenido la posibilidad, tanto en Glasgow como en Cádiz, de mantener largas conversaciones académicas y no académicas, y de tener el honor de colaborar conjuntamente en diversas publicaciones, algunas de las cuales han servido de referencia obligada en capítulos del presente trabajo. Mi gratitud y cariño, también, para todos los compañeros de Contabilidad, especialmente para Angel, Amalia, Emiliano, Estíbaliz, Nieves y Quina.

Igualmente, quisiera hacer constar que el presente trabajo se inserta en el Proyecto PB98-I12-C03-03 financiado por el Ministerio de Educación y Cultura. Secretaría de Estado de Universidades, Investigación y Desarrollo. Dirección General de Enseñanza Superior e Investigación Científica.

Obviamente, la responsabilidad de cuantos errores e imprecisiones contenga este trabajo es exclusivamente mía.

Mi agradecimiento, y de forma muy especial, a Elena, Laura y Cristina, por su entrega y paciencia, tanto en el desarrollo de este periplo como en otros anteriores. Constituyen mi principal activo y pasivo, también, difícilmente podré saldar la deuda acumulada con ellas. Por último, mi recuerdo y dedicatoria para Tano, que no ha podido ver finalizado este trabajo, pero que seguro lo ha animado.

INTRODUCCIÓN

La revelación de la información contable obligatoria por las empresas viene determinada, bien de forma explícita o implícita, por la existencia de un Marco Conceptual. Dicho Marco Conceptual tiene por objeto determinar el volumen de información que deben emitir obligatoriamente las empresas, para lo cual se crea una estructura argumental de naturaleza deductiva en la que partiendo de una serie de asunciones se llega a determinar de forma concreta, la naturaleza y cantidad de información contable obligatoria. En esta estructura argumental adquiere especial relevancia el concepto de usuario potencial de la información contable y las necesidades informativas de éste. Es decir, el desarrollo de un Marco Conceptual descansa en una teoría normativa sobre el uso de la información contable.

No obstante, en los últimos años se ha asistido a una intensa polémica sobre las limitaciones del Marco Conceptual tradicional para generar cuanta información relevante desean los usuarios de la información contable, polémica ésta que viene a cuestionar las asunciones sobre las cuales se ha construido la estructura teórica del Marco Conceptual. En especial, hemos de señalar que la estructura del Marco Conceptual parte de una definición un tanto ambigua del usuario de la información y de sus necesidades. Partiendo de la existencia de múltiples decisores, con conocimiento, sofisticación en el uso de la información y necesidades diversas, se produce un contexto de atomización de los usuarios y una incapacidad de hacer frente a todas las necesidades informativas. Estas cuestiones explican que la información contable generada por esta teoría normativa del uso de la información pueda ser cuestionada, atendiendo tanto a la naturaleza del usuario de la información, como a la definición de sus necesidades de información, siendo en los últimos tiempos cuando se ha hecho más patente la estrechez de este sistema y la existencia de una amplia área de insatisfacción de las necesidades de información de usuarios específicos. Lo anterior ha sido puesto de manifiesto en diferentes documentos, y propuestas de cambio, emitidos por distintos organismos de naturaleza contable, tales como el AICPA, FASB, ICAS, ICAEW o el IASC.

Como cuestión fundamental que ha provocado limitaciones sobre la relevancia de la información obligatoria, hemos de señalar las evidencias contrastadas de un incremento importante en la concentración del accionariado, apareciendo en los mercados financie-

ros, con mayor o menor intensidad, la figura de los inversores institucionales que dominan la base del accionariado de grandes compañías que cotizan en bolsa, así como otras figuras, analistas de inversiones y gestores de carteras, cuya función incide de manera importante en el comportamiento del mercado. Por ejemplo, para el caso español, el accionariado de las empresas que cotizan en bolsa se concentra en un 60%, aproximadamente, en inversores institucionales.

Lo anterior implica, por una parte, que no pueda hablarse de usuario atomizado, sino que resulta más fácil su identificación, y por tanto la estricta delimitación de necesidades informativas, y, por otra parte, que estos usuarios tienen, dada su importancia, cierta capacidad para influir de forma institucional en el control de las empresas, así como en el proceso de divulgación de la información contable. Si bien, dado que los organismos reguladores de la contabilidad tienen cierta resistencia al cambio en profundidad de los marcos conceptuales, es esta demanda de información insatisfecha la que explica la aparición de un mercado de información voluntaria, cuyo estudio, para el caso español, es el objeto principal de este trabajo de investigación.

El presente estudio, aunque pretenda analizar el mercado de información voluntaria, se va a centrar fundamentalmente en el comportamiento empresarial o, lo que es lo mismo, en la oferta informativa. Lo anterior queda justificado por la existencia de trabajos, tanto a nivel internacional como en el caso español, que muestran evidencias sobre las preferencias y necesidades informativas de los demandantes de información en el mercado de capitales, facilitándonos el enlace de resultados relativos a la oferta y demanda, las cuales trataremos de resumir a continuación.

Tanto las Agencias y Sociedades de Valores, como Inversores Institucionales, cuentan con profesionales, analistas financieros, que se van a constituir en los usuarios prioritarios y más sofisticados de la información contable en el contexto del mercado de capitales. 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. Las evidencias obtenidas de diferentes trabajos empíricos, muestran que 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. La información contable, tanto en España como 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 previsional. 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 o, lo que es lo mis-

mo, el acceso a información continua y privada, lo cual va a constituir nuestro principal objeto de atención¹.

Su actividad está centrada, como señalamos 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.

Las evidencias muestran² 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 combi-

¹ Los siguientes estudios empíricos, entre otros, evidencian las anteriores afirmaciones:

ARNOLD, J. y MOIZER, P. (1984): « A survey of the methods used by U.K. investment analysts to appraise investments in ordinary shares». *Accounting and Business Research*, vol. 14, pp: 195-217.

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

DAY, J.F.S. (1986): «The use of Annual Reports by UK Investments Analysts». *Accounting and Business Research*, autumn, pp: 295-307.

LARRÁN, M. y REES, W. (1999): Técnicas, recursos informativos y prácticas seguidas por los ananlistas financieros: Un estudio empírico. Instituto Español de Analistas Financieros. En Documento n.º 1.

LEE, T.A. y TWEEDIE, D.P. (1981): « The institutional investor and financial information». London: The Institute of Chartered Accountants in England and Wales.

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

OLBERT, L. (1994): «Stock Valuation Methods of Financial Analysts in a thin Stock Market in Sweden, with comparisons to the United Kingdom and the United States». *The International Journal of Accounting*, 29, pp: 123-135.

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

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

WILLIAMS, P.A., MOYES, G.D. y PARK, K. (1996): «Factors affecting earnings forecast revisions for the buy-side and sell-side analyst». *Accounting Horizons*, 10, (3), septiembre.

² Véase entre otros:

LARRÁN, M. y REES, W. (1999): «Propiedades de los Pronósticos de Beneficios realizados por los analistas financieros. Una palicación al caso español». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XXVIII, n.º 101, julio-septiembre.

LARRÁN, M. y REES, W. (2000): «Incentivos de los Analistas Financieros para pronosticar con sesgo optimista». *Revista de Contabilidad*, vol. 36, n.º. 6.

narlos 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.

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 se inflan intencionadamente los pronósticos de beneficios por acción. 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, al igual que en otros países, 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 español³, 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 una propuesta de norma titulada: «*Selective Disclosure and Insider Trading*»⁴, en los considerandos hace alusión a lo siguiente: «Estamos muy

³ En el caso español, y si nos atenemos al anteproyecto de Ley Financiera, elaborado por el Ministerio de Economía en su versión de 7 de marzo de 2001, se refuerzan los criterios para prevenir y penalizar la divulgación selectiva de información material o privilegiada.

⁴ Esta propuesta puede obtenerse en: <http://www.sec.gov/rules/proposed/34-44259.htm>. Con independencia de lo anterior, la SEC una vez constatada la presencia de divulgación de información relevante en los encuentros privados entre empresas y analistas, y aun a pesar del fuerte rechazo de organizaciones privadas que aglutinan a empresas e inversores profesionales en Estados Unidos, dicha propuesta la convirtió en definitiva en octubre de 2000 (Puede consultarse en <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>). El objetivo de la norma no es otro que el incrementar los flujos públicos de información, con la pretensión de que la información que se comunique en encuentros privados y de carácter relevante o material, esté disponible en la red, de forma simultánea o inmediata dependiendo del carácter de intencionada o no intencionada que tenga dicha divulgación.

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». Lo anterior puede evidenciar que los resultados anteriores no son exclusivos del mercado español. Por otra parte, una encuesta realizada, recientemente, también, en los principales mercados bursátiles europeos, por *Tempest Consultants Ltd.*⁵, evidencia que cuando se producen recomendaciones de venta, un 53% de los analistas opina que se le restringe la comunicación y la accesibilidad a canales privados de información; opinión que se corrobora con el 24% de las compañías encuestadas.

Todo lo anterior pone de manifiesto la importancia del acceso a información, voluntaria y privada de las empresas cotizadas, y justifica 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 y Auditoría de Cuentas (ICAC), como para organismos reguladores del mercado bursátil, tales como la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

El marco teórico en el que se puede fundamentar esta investigación, es el de la teoría de los costes de transacción. Ello queda justificado por la coexistencia de dos sistemas de información: el sistema de información obligatorio y el sistema de información voluntario, los cuales forman una unidad. La teoría de costes de transacción sugiere, sobre este particular, que el sistema de información voluntaria surge como respuesta a los costes de transacción que genera la insuficiencia del sistema de información obligatorio; dichos costes toman la forma de mayores costes de capital debido a la desinformación, posibles pérdidas de reputación de las empresas, etc. El sistema de información voluntaria surgirá como una forma de reducir los costes de transacción que se producen debido a la desinformación, pudiendo igualmente determinar el volumen óptimo de información voluntaria a divulgar, que quedará situado en aquel punto donde la reducción de costes de agencia,

⁵ Esta encuesta puede consultarse en:

REUTERS (2000): The 2000 Reuters Survey of European Smaller Companies. Investment Research, Sales & Trading Investment Banking. Editada por Tempert Consultants Ltd.

fundamentalmente los ligados al capital, se igualen a los costes que genera el sistema de divulgación de información voluntaria, tales como los derivados de costes legales y aquellos que pudieran reducir la ventaja competitiva de la empresa, entre otros.

Aunque existen otras teorías adicionales que pueden utilizarse, tales como la eficiencia del mercado, teoría de la agencia, teoría de las señales, así como teorías basadas en el comportamiento de los agentes económicos, etc., estas estructuras teóricas ofrecen escasa orientación acerca de cómo se disemina la información en el mercado, así como el efecto que las relaciones entre los agentes del mercado puedan producir en la existencia equilibrada de dos sistemas de información: uno obligatorio y otro voluntario; e incluso, uno público y otro privado o selectivo. Dado que las teorías anteriores sólo pueden explicar parcialmente este fenómeno, pensamos que la teoría de los costes de transacción puede dar una visión más comprensiva, sin obviar las anteriores teorías, contemplando todos los costes y beneficios que se producen en cada una de las fases del proceso de divulgación.

Una vez tomada la decisión de estudiar el comportamiento de los oferentes de información voluntaria en el mercado de capitales, el problema primero a resolver sería la elección del método de investigación a aplicar en nuestro trabajo. Hablando en términos amplios, existen dos posibles líneas disponibles.

La primera (estudios basados en el mercado) intenta identificar aquellos ítems contables o no contables, que son importantes para determinar el nivel o cambios en el precio de mercado de las acciones. Sin embargo, por su propia naturaleza este tipo de trabajos se concentra en el comportamiento agregado del mercado, cómo reacciona globalmente ante la información, y proporciona poca luz sobre los comportamientos más individualizados de los agentes que interactúan en el mismo.

La otra línea de investigación, la cual planteamos como aplicable a este trabajo, trata de estudiar el comportamiento individual, a un menor nivel de agregación que los estudios de mercado. Este tipo de investigación ha sido considerablemente menos popular que los estudios basados en el comportamiento agregado del mercado durante la pasada década. Al igual que la investigación de mercado, tiene dificultades metodológicas. Además, los datos de entrada son especialmente más difíciles y costosos de obtener, así como de analizar e interpretar.

Hay un número considerable de métodos que pueden ser aplicados al objeto de obtener evidencias empíricas de cómo funciona el mercado de información voluntaria, tales como cuestionarios, entrevistas estructuradas y semiestructuradas, experimentos de laboratorios, etc. Cada uno tiene sus ventajas e inconvenientes. Por tanto, una combinación de técnicas puede proveer de resultados más útiles.

En nuestro caso, hemos realizado 26 entrevistas semiestructuradas con los responsables de las relaciones con inversores de grandes compañías españolas, así como cuestionarios remitidos a todas las empresas que cotizan en el mercado continuo de la Bolsa de Madrid. En función de todo lo anterior, este trabajo de investigación quedará estructurado en tres capítulos.

Habida cuenta de los importantes cambios legislativos que se han producido en Europa, donde España no ha sido una excepción, relativos a proteger los intereses de los inversores y velar por el buen funcionamiento de los mercados de capitales, en el Capítulo I, hemos abordado el análisis de la legislación relativa a la implantación de códigos generales y reglamentos internos de conducta. En él se presta una especial atención al tratamiento que se le da a la información privilegiada, por cuanto pudiera condicionar, y ser una restricción importante, tanto la oferta voluntaria de información, como la demanda, también, y donde los límites y diferencias entre información privada y privilegiada tendrían que definirse.

Tomando como base las entrevistas mantenidas con responsables de la comunicación financiera, de un grupo significativo de empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid, en el Capítulo II hemos analizado las estrategias de divulgación llevadas a cabo por las compañías españolas. En concreto, hemos encontrado evidencias relativas al porqué y cómo se produce el proceso de diseminación de información voluntaria, las asimetrías informativas que provoca dicho proceso, sus costes, sus beneficios, así como los canales de comunicación empleados, sus ventajas e inconvenientes, el papel que la información contable cumple en el proceso y los usuarios considerados como prioritarios.

Para reforzar lo anterior, y al objeto de profundizar en los canales privados de comunicación que se emplean para divulgar selectivamente información a analistas e inversores institucionales, remitimos un cuestionario a todas las empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid. El análisis de los resultados derivados de los cuestionarios recibidos se muestra en el Capítulo III, donde, entre otras, obtendremos evidencias sobre la frecuencia y preferencias por algunos canales sobre otros, así como del tipo de información que se divulga en los mismos. Igualmente, analizaremos qué tipo de factores (tamaño, concentración del accionariado, porcentaje de participación de capital extranjero, endeudamiento, rentabilidad financiera y cotización en mercados extranjeros) puede condicionar tanto el nivel de actividad divulgativa desarrollada por los Departamentos de Relaciones con Inversores, como las estrategias de divulgación practicadas.

Por último, y aunque se haya ido concluyendo en cada capítulo, resumimos, finalmente, las principales evidencias y conclusiones obtenidas como fruto de la totalidad del estudio, así como las posibles líneas de trabajo que se pudieran acometer en el futuro.

Capítulo I

LA ÉTICA EN EL MERCADO DE CAPITALES: ESPECIAL REFERENCIA A LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

1.1. Introducción

Si bien los aspectos éticos de aquéllos que actúan en el mercado de valores han cobrado especial relevancia en los últimos tiempos, fundamentalmente en la década de los ochenta y noventa, de acuerdo con Melé (1998, p. 487), no se trata de un fenómeno tan reciente. En este sentido, utiliza como referencias un trabajo de Conant (1904) para el caso de Estados Unidos, y un trabajo de Magurregui (1927) para el caso español.

Por definición, la ética se preocupa de las motivaciones que inspiran y explican el comportamiento humano. Se trataría de una motivación de carácter fundamental, y no puede ser confundida, o mal entendida, con una restricción o limitación a cómo lograr determinados objetivos individuales, o generales. Es decir, para enjuiciar si el comportamiento de un individuo es o no ético, no podríamos hacerlo a través de la observación de sus acciones, sino por la observación de las motivaciones que llevan a la ejecución de tales acciones. Sobre este particular, Dobson (1993, 1997) opina que el papel de la ética en el mundo actual, en general, y en la comunidad financiera, en particular, parece limitarse a la medida que pudiera tener dentro de la teoría económica. En opinión de dicho autor, los economistas consideran los aspectos éticos en el contexto del objetivo de la maximización de la riqueza. En este ámbito, los principios éticos funcionan principalmente como una restricción sobre su comportamiento, y sus objetivos. En función de lo anterior, se argumenta que la visión de la ética bajo esta perspectiva es tanto ilógica como ambigua. La falta de lógica se justifica porque puede estar sancionando positivamente comportamientos no éticos, si dichas actitudes nos muestran que pueden llevar a la obtención de ganancias materiales. Por otra parte, su ambigüedad se justifica en el hecho de que durante más de 2000 años de historia de la filosofía moral, la ética ha sido vista como una motivación que ha de explicar los comportamientos, y no como una restricción para lograr algún fin de tipo material.

El estudio de la ética en los negocios debe ser visto como una expresión práctica de las discusiones filosóficas sobre el contrato y el compromiso social de la empresa con la

sociedad. Henderson, después de analizar, en la práctica, las actitudes de los directivos hacia la ética en el mundo empresarial, concluía que «la ética en los negocios es el proceso continuo de redefinir los objetivos y las reglas de la actividad empresarial» (1984, p. 163). El citado autor ha definido tres niveles de actitudes hacia la ética, para permitir a los directivos que clarifiquen y defiendan, de mejor forma, las posturas que mantengan (p. 169):

1. Mínimo cumplimiento: Aplicación de la ley al pie de la letra. La restricción sería la orientación a la consecución del máximo beneficio empresarial.
2. Máximo cumplimiento: Aplicación del espíritu de la ley. Los métodos estarían orientados a la obtención de resultados empresariales conjuntamente con beneficios sociales.
3. Cumplimiento innovador: Más allá de la ley, con objetivos orientados a obtener menos resultados empresariales, y mayores beneficios sociales.

No obstante lo anterior, parece ser que la ética en los negocios ha cobrado un especial interés en los últimos tiempos, como lo ponen de manifiesto los siguientes hechos:

- En 1994, una encuesta titulada «Ethics in American Business: Policies, Programs and Perceptions», y publicada por el Ethics Resource Center en Washington, encontró evidencias relativas a que más del 60% de las compañías que habían respondido, tenían códigos de conducta de obligado cumplimiento para los empleados; cuyas normas cubrían aspectos relativos a cómo hacer negocio bajo la perspectiva ética⁶. La adopción de códigos de conducta, por parte de un gran número de sociedades mercantiles, es una respuesta a las crecientes exigencias sociales, no sólo de respeto a la legalidad, sino también de adopción de un compromiso real con un conjunto de principios éticos, aceptados con carácter general. Lo anterior incluye cuestiones, tan variadas y distintas, como la protección del medio ambiente, la no realización de inversiones y actividades mercantiles en países donde se violan los derechos humanos, adopción de políticas internas de lucha contra la discriminación sexual y el racismo en la contratación laboral, así como contra el acoso sexual, etc. (Fernández de Arauz, 1994).
- De acuerdo con Caccese (1997), el mismo interés por la ética se está dando en gran parte de las escuelas de negocios en Estados Unidos y Europa. Hace 80 años, la Harvard Business School fue la primera institución de enseñanza en ofrecer cursos sobre ética empresarial; hoy en día, la mayor parte de MBA (Master Business Administration) en Estados Unidos, contemplan cursos de ética, siendo, en muchos casos, de carácter obligatorio.
- En Estados Unidos, a partir del Crash de la Bolsa y de la Gran Depresión de 1929, muchos inversores dudaron de la ecuanimidad del mercado de valores ante las maquinaciones fraudulentas existentes antes del Crash (Wine et al, 1994, pp. 284

⁶ Citado por Caccese (1997).

y ss.). Igualmente, un renovado énfasis por los aspectos éticos se produjo en los años 80, a partir de sonados escándalos producidos en Wall Street, y relacionados con la utilización de información privilegiada en operaciones, fundamentalmente, de adquisición y fusiones de empresas (Melé, 1998). Todo lo anterior ha propiciado no sólo un debate y reflexión, tanto profesional como académico, sobre la ética en los negocios, sino también una proliferación de normas de protección de intereses de los inversores y códigos de conducta para quienes actúen en los mercados de valores a nivel internacional⁷.

En el caso español, y si nos atenemos a la información privilegiada, se legisla por primera vez en el año 1984, para el caso particular de ofertas públicas de adquisiciones de empresas, a través del Real Decreto de 25 de enero en su artículo 12. No obstante, los escándalos financieros, el crecimiento del mercado de valores, y el acceso de mayor inversión privada, así como la necesaria adaptación de nuestra legislación mercantil y bursátil a las directivas europeas, han propiciado que la ley de Mercado de Valores de 1988 recoja un capítulo destinado íntegramente a normas de conducta, para, posteriormente, y a través del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, cobrar carta de naturaleza, en nuestra legislación, los reglamentos internos de conducta. En la misma línea que lo anterior, estaría el código de buen gobierno elaborado por la Comisión Olivencia (1998), que se ha emitido, al igual que en otros países⁸, con carácter voluntario y de recomendación⁹.

⁷ En un trabajo empírico de Benson (1989), se obtienen evidencias relativas a que más del 80% de las empresas cotizadas en la NYSE, poseían códigos internos de conducta. Posteriormente, Pit y Groskaufmanis (1990) muestran que más del 94% de las compañías cotizadas en la NYSE habían adoptado y aplicado un código de conducta interno.

⁸ En el Reino Unido, tendríamos el primer caso de Código de Buen Gobierno en Europa, como sería el elaborado por la Comisión Cadbury publicado en 1992, al cual le siguieron los elaborados por la Comisión Greenbury (1995) y la Comisión Hampel (1998). En otros países, tales como Francia, Holanda, Bélgica, Canadá, Australia o Estados Unidos, tendríamos Códigos, en la misma línea, que regulan y recomiendan normas básicas de funcionamiento y gestión de los órganos de gobierno de las sociedades (Babío y Muiño, 2000).

⁹ De las 23 recomendaciones que se recogen en el código de buen gobierno español, señalamos a continuación aquéllas que consideramos más importantes:

- Que se integre en el Consejo de Administración un número razonable de consejeros independientes, cuyo perfil responda a personas de prestigio profesional desvinculadas del equipo ejecutivo y de los accionistas significativos.
- Que el Consejo de Administración ajuste su dimensión para lograr un funcionamiento más eficaz y participativo. En principio, el tamaño adecuado podría oscilar entre cinco y quince miembros.
- Que en el caso de que el Consejo opte por la fórmula de acumulación en el Presidente del cargo de primer ejecutivo de la sociedad, adopte las cautelas necesarias para reducir los riesgos de la concentración de poder en una sola persona.
- Que las sociedades incluyan en su normativa la obligación de los consejeros de dimitir en supuestos que puedan afectar negativamente al funcionamiento del Consejo, o al crédito y reputación de la sociedad.

En este capítulo, tanto a nivel internacional como nacional, vamos a analizar los códigos de conducta aplicables a los mercados de valores, así como el tratamiento y definición que se hace de la información privilegiada. Habida cuenta de la importancia que tienen las reglas de gobierno de las sociedades y su asociación con la generación de valor, cada vez se siente una mayor necesidad, por las distintas comisiones de mercados de valores, en orden a proteger los intereses de los inversores, en obligar o recomendar, al menos, a las sociedades a que informen sobre composición, estructura, funcionamiento, remuneración y reglas de gobierno de sus consejos administrativos. No obstante, vamos a dedicar más atención al análisis de la información privilegiada, puesto que su tratamiento y definición pueden alterar las vías de comunicación entre empresas y analistas e inversores institucionales, lo cual va a constituir uno de los objetos principales de estudio en el presente trabajo. Aunque se hable y discuta sobre códigos de conducta, ética bursátil, reglamentos internos de conducta, etc., la ética, en este contexto, cobra un sentido más restringido y se limita, como tendremos ocasión de comprobar más adelante, a normas relativas a

-
- Que la política de remuneración de los consejeros, cuya propuesta, evaluación y revisión debe atribuirse a la Comisión de retribuciones, se ajuste a los criterios de moderación, relación con los rendimientos de la sociedad e información detallada e individualizada.
 - Que la normativa interna de la sociedad, detalle las obligaciones que dimanen de los deberes generales de diligencia y lealtad de los consejeros, contemplando, en particular, la situación de conflicto de intereses, el deber de confidencialidad, la explotación de oportunidades de negocio y el uso de activos sociales.
 - Que el Consejo de Administración promueva la adopción de medidas oportunas para extender los deberes de lealtad a los accionistas significativos, estableciendo, en especial, cautelas para las transacciones que se realicen entre éstos y la sociedad.
 - Que se arbitren medidas encaminadas a hacer más transparente el mecanismo de delegación de votos, y a potenciar la comunicación de la sociedad con sus accionistas, en particular con los inversores institucionales.
 - Que el Consejo de Administración, más allá de las exigencias impuestas por la normativa vigente, se responsabilice de suministrar a los mercados información rápida, precisa y fiable, en especial cuando se refiera a la estructura del accionariado, a modificaciones sustanciales de las reglas de gobierno, a operaciones vinculadas de especial relieve o a la autocartera.
 - Que toda la información financiera periódica que, además de la anual, se ofrezca a los mercados, se elabore conforme a los mismos principios y prácticas profesionales de las cuentas anuales, y, antes de ser difundida, sea verificada por la Comisión de Auditoría.
 - Que el Consejo de Administración y la Comisión de Auditoría vigilen las situaciones que puedan suponer riesgo para la independencia de los auditores externos de la sociedad y, en concreto, que verifiquen el porcentaje que representan los honorarios satisfechos por todos los conceptos sobre el total de los ingresos de la firma auditora, y que se informe públicamente de los correspondientes a servicios profesionales de naturaleza distinta a los de auditoría.
 - Que el Consejo de Administración procure evitar que las cuentas por él formuladas se presenten a la Junta General con reservas y salvedades en el Informe de Auditoría, y que, cuando ello no sea posible, tanto el Consejo como los auditores expliquen con claridad a los accionistas y a los mercados, el contenido y alcance de las discrepancias.
 - Que el Consejo de Administración incluya en su informe público anual, información sobre sus reglas de gobierno, razonando las que no se ajusten a las recomendaciones de este Código.

comportamientos profesionales, y a protección de intereses y clientes. En ningún caso, este tipo de normas asume un concepto de moral más amplio, o de responsabilidad social, que lleven a aconsejar u obligar la publicación de las externalidades empresariales, tales como información cualitativa y cuantitativa relativa a prácticas de empleo, impacto medioambiental, seguridad de los productos, uso de energía y relaciones con la comunidad, etc.¹⁰

Precisamente este sentido restringido de la ética se aclara y justifica en el Código Olivencia (1998), cuando se discute en la introducción la naturaleza del trabajo: «La expresión Código ético, con la que el Gobierno ha denominado el encargo hecho a la Comisión Especial, ha sido más interpretada por ésta en el sentido que estima más acorde con la naturaleza y la finalidad del mandato recibido.

Aunque el vocablo Código tiene una acepción que lo refiere a cuerpo de normas jurídicas, no es ése el sentido con que se utiliza en este documento. No se trata aquí de imponer deberes cuyo incumplimiento desencadene responsabilidades, ni obligaciones cuyo cumplimiento sea exigible. Este Código no viene impuesto desde los poderes públicos en el ejercicio de la potestad legislativa o reglamentaria y, por lo tanto, no contiene normas de Derecho imperativo ni dispositivo.

Por su parte, el vocablo ético ha de entenderse en su sentido más amplio, referido a reglas, principios y modelos de conducta, que responden a criterios de corrección y racionalidad. Por la connotación más usual de la palabra (la referente a los valores permanentes de la moral), que así resulta equívoca, la Comisión prefiere utilizar la denominación de Código de Buen Gobierno».

1.2. Los códigos de conducta en los Mercados de Valores

1.2.1. *Introducción*

Al contrario que en otras actividades, la profesión de analista de inversiones o analista financiero tiene pocas barreras de entrada. Los requerimientos para ejercer el derecho, la medicina o la auditoría están exentos de ambigüedad. En concreto, y es la práctica habitual en muchos países, el ejercicio de tales profesiones requiere de alguna certificación o habilitación expedida por alguna agencia gubernamental, tener una determinada graduación universitaria, superar ciertas pruebas teóricas, etc. Sin embargo, el ejercicio de la profesión de analista no requiere de tales pasos previos. Puede ocurrir, y de acuerdo con Caccese (1997), que «este sector o actividad esté lleno de personas sin una previa formación, teórica o formal, en inversiones financieras. De hecho existen ingenieros, matemáticos, informáticos, etc. ubicados en esta profesión, donde las similitudes entre ellos se materializan en pertenecer a un grupo de personas

¹⁰ Sobre este particular, y a modo de ejemplo, puede consultarse Mathews (1993) y Belkaoui y Pavlik (1992).

extremadamente inteligentes, creativas, sin aversión al riesgo, analíticas y buscadoras de éxito». Lo anterior puede justificar el hecho de que, a diferencia de otras profesiones liberales, los códigos de conducta, o deontológicos, no gocen de la misma perspectiva histórica y tradición en el caso del ejercicio del análisis financiero o las finanzas en general¹¹, tal como ocurre en otras profesiones. Dada la distinta formación de origen de los analistas, las personas que entran a formar parte de la profesión no participan de unos valores éticos comunes. Como consecuencia, hasta fechas muy recientes, los mercados de capitales no han emitido guías orientadas al cumplimiento de principios éticos. En concreto, han sido los escándalos financieros y la falta de iniciativa de las asociaciones profesionales¹², las que han propiciado, al menos en el caso español, que se haya regulado públicamente el establecimiento de los códigos de conducta, como veremos posteriormente.

En general, los códigos de conducta contienen una relación de principios (inicialmente, carentes de valor normativo, pero no ético) por los que se ha de guiar la actuación de los intermediarios, con el fin de asegurar el buen funcionamiento y transparencia de los mercados, de generar confianza y de prevenir el fraude y el dolo. Generalmente, tienen su inspiración en acuerdos y recomendaciones de instituciones internacionales, o en normas de actuación emanadas del legislador (Tena, 2000, p. 22).

A continuación, vamos a hacer referencia tanto al código de conducta internacional, de naturaleza voluntaria, como al recogido por nuestra legislación, el cual sí sería de carácter obligatorio.

1.2.2. *El Código de Conducta Internacional*

En Septiembre de 1994, la International Society of Financial Analysts (ISFA) llevó a cabo un proyecto de emisión de códigos de conducta a nivel internacional, para lo cual se realizó un estudio previo y comparativo de once códigos de conducta, tanto profesionales como de carácter legislativo. Tras un largo período de debate, se emitió, en septiembre de 1996, el *International Code of Ethics and Standards of Professional Conduct*, cuyo objetivo básico fue el de desarrollar unas normas homogéneas que aumenten la credibilidad de los profesionales de la inversión en todo el mundo. El Código elaborado tiene carácter de recomendación para los miembros participantes en la asociación. La Sociedad Internacional de Analistas Financieros (ISFA) anima en el documento, a todos los miembros nacionales, a considerar la adaptación del Código, y utilizarlo como modelo para desarrollar o mejorar su propio código, si fuera necesario.

¹¹ Un análisis histórico de los códigos deontológicos en profesiones liberales, puede verse en Backof y Martin (1991).

¹² En el caso español, el Instituto Español de Analistas Financieros no ha publicado un «Código de Ética y Conducta Profesional» hasta febrero de 2001.

El análisis de los 11¹³ códigos de ética a nivel internacional que sirvieron de base para la elaboración del documento, recogía cuatro principios básicos que deben gobernar la conducta de los profesionales de la inversión. En concreto, se refieren a que los analistas o profesionales de la inversión deberían:

- Demostrar honradez, integridad y justicia.
- Actuar de modo ético, con cuidado y diligencia razonable, y con respeto por las personas cuando estén en contacto con el público, clientes, posibles clientes, empresarios, empleados y compañeros profesionales de la inversión.
- Luchar continuamente para mantener y mejorar su nivel de competencia profesional.
- Situar siempre los intereses de los clientes por delante de los propios.

Si bien los anteriores constituyen principios básicos, y que pueden ser aplicables a cualquier profesión, el siguiente desarrollo materializa las recomendaciones del ISFA, en cuanto a normas a cumplir por analistas y profesionales de la inversión:

- Conocimiento y conformidad necesarios. Los profesionales de la inversión deberán mantener su conocimiento y estar conformes con todas las leyes, normas y regulaciones aplicables del Gobierno, agencias gubernamentales, organizaciones reguladoras, agencias expendedoras de autorizaciones, o asociaciones profesionales que dirijan sus actividades profesionales, incluyendo este código internacional, así como el código de ética y normas para la conducta profesional, si existieran, de su sociedad nacional o regional. Por otra parte, los analistas de inversiones deberán

¹³ El código de conducta internacional se basó en el análisis y comparación de los siguientes códigos de conducta:

- AIMR: Association for Investment Management and Research (Code of Ethics, Standards of Professional Conduct).
- SIA: The Securities Institute of Australia (Code of Ethics).
- ICFAI: Institute of Chartered Financial Analysts of India.
- CFFA: The Council of Chartered Financial Analysts (Code of Ethics, Standards of Professional Conduct, Rules and Regulations, Memorandum & Articles of Association).
- SAAJ: Security Analysts Association of Japan (Standards of Professional Conduct, Articles of Association).
- SSFA: Singapore Society of Financial Analysts (Code of Ethics, Standards of Professional Conduct, Rules of Procedures).
- IOSCO: International Organization of Securities Commissions (International Conduct of Business Principles).
- IIMR: Institute of Investment Management and Research (Standards of Professional Conduct).
- EFFAS: European Federation of Financial Analysts Societies (Commission on Ethics Report).
- NZSIA: New Zealand Society of Investment Analysts (Rule Book).
- SEHK: Stock Exchange of Hong Kong (Professional Conduct Rules and Regulations).

no participar a sabiendas en ninguna violación de tales leyes, normas o regulaciones.

- Trato justo a los clientes y posibles clientes. Los profesionales de la inversión deberán actuar de manera coherente con su obligación, para tratar justamente a todos los clientes y posibles clientes, cuando difundan recomendaciones para la inversión, difundan cambios materiales antes del asesoramiento, e inviertan.
- Independencia y objetividad. Los profesionales de la inversión deberán intentar mantener la independencia y objetividad al recomendar inversiones o invertir.
- Deber fiduciario. En su relación con los clientes, los profesionales de la inversión deberán prestar atención al determinar su deber fiduciario aplicable, y deberán obedecer a tal deber, así como a aquellas personas e intereses a quienes se deban.
- Recomendaciones y acciones inversoras. Los profesionales de la inversión deberán comunicar a sus clientes y posibles clientes: el diseño básico y los principios que rigen los procesos de la inversión, por los que eligen las acciones y se crean carteras de acciones. Deberán comunicar rápidamente a los clientes cualquier cambio que podría afectar a esos procesos de modo significativo, así como las características principales de las inversiones y de los riesgos asociados, cuando se recomiende una inversión.
- Preservación de la confidencialidad del cliente, de sus fondos y acciones. Preservar la confidencialidad de la información que los clientes le den dentro del margen de la relación profesional, y salvaguardar los fondos y acciones del cliente que han sido depositados bajo la custodia del profesional de la inversión.
- Prohibición contra la tergiversación. Los profesionales de la inversión no deberán divulgar ninguna información, ya sea oralmente o por escrito, que tergiversar los servicios que ellos o sus empresas sean capaces de ofrecer a los clientes, sus títulos o los de la empresa, sus credenciales académicos o profesionales, los logros que en el mundo de la inversión ellos o sus empresas hayan conseguido o puedan conseguir razonablemente. Aunque los profesionales de la inversión puedan hablar con sus clientes o posibles clientes de cómo se espera que evolucione una inversión, no deberán asegurar ni garantizar nada, ya sea por escrito u oralmente, ni explícita o implícitamente, excepto cuando comuniquen la información exacta de la inversión y sus obligaciones. Si los profesionales de la inversión comunican, directa o indirectamente, información sobre su trabajo o el de la empresa, a sus clientes o posibles clientes, o actúan de modo que esa información llegue a sus clientes o posibles clientes, deberán hacer un esfuerzo para asegurarse de que dicha información sea justa, precisa y completa.
- Información de conflictos. Los profesionales de la inversión deberán informar a sus clientes y posibles clientes sobre todos los asuntos relacionados con la posesión de acciones u otras inversiones con beneficios, que puedan perjudicar su capacidad para hacer recomendaciones objetivas e imparciales.

- **Prioridad de transacciones.** Las transacciones de los clientes de los profesionales de la inversión deberán tener prioridad sobre otras transacciones o inversiones personales que tengan los profesionales de la inversión, de modo que sus transacciones personales no interfieran negativamente con los intereses de sus clientes. Si los profesionales de la inversión hacen alguna recomendación acerca de la compra o venta de una acción u otra inversión, deberán dar a sus clientes la oportunidad de actuar y seguir su recomendación antes de actuar en su propio beneficio. Los profesionales de la inversión deberán adoptar, aplicar métodos y procedimientos de manera consistente, para asignar las recomendaciones para la inversión de modo justo y equitativo entre sus clientes.
- **Participación en las inversiones.** Los profesionales de la inversión no deberán participar en transacciones con clientes, cuando sean agentes de algún otro socio, sin que el cliente lo sepa y lo apruebe.
- **Compensación.** Los profesionales de la inversión deberán informar a sus clientes, posibles clientes y empresarios, de todas las compensaciones económicas que reciban por sus servicios, y cualquier tipo de gratificación recibida o enviada a otros, a cambio de información o servicios en beneficio del cliente.
- **Prohibición del uso de información privilegiada.** Los profesionales de la inversión no deberán comerciar cuando estén en posesión de información privilegiada acerca de una acción que no deba hacerse pública, o si esta información es para malversar. Si los profesionales de la inversión adquieren información reservada como resultado de una relación especial o confidencial, no deberán comentar esta información (tan sólo dentro de esta relación), o invertir por haber tenido conocimiento de tal información. Si los profesionales de la inversión no mantienen una relación especial o confidencial, no deberán comentar o actuar por tener conocimiento de información reservada si éstos saben, o deberían haber sabido, que la información no ha sido comprobada, o que revelarla causaría daño a las acciones.
- **Prohibición de plagio.** Los profesionales de la inversión no deberán copiar o utilizar material original preparado por otro sin identificar el autor, publicación, o lugar donde se encontró el material. Los profesionales de la inversión no pueden usar información publicada por personal dedicado al mundo financiero y estadístico, sin especificar la fuente de información.
- **Responsabilidad de los supervisores.** Los profesionales de la inversión con responsabilidad o autoridad de supervisores, o con la capacidad de influir en la conducta de otros, deberán controlar, de algún modo, a aquellos sujetos bajo su supervisión o autoridad, para evitar así cualquier tipo de violación de los estatutos aplicables, leyes, normas o regulaciones del Código Internacional de Ética. Al llevar a cabo esta tarea, están autorizados a utilizar los procedimientos establecidos para detectar y evitar cualquier tipo de violación, siempre que encuentren motivos para creer que estos procedimientos no se están llevando a cabo.

- Comunicar a sus superiores la existencia del código, así como de normas internacionales y locales. Los profesionales de la inversión deberán comunicar a sus superiores (es decir, a sus jefes más inmediatos), por escrito, que están obligados a obedecer el Código Internacional de Ética, el código de ética y normas de la conducta profesional, si existiera, de su país o región, y que podrían sufrir sanciones disciplinarias, en caso de violar dicho código.

1.2.3. *Los Códigos de Conducta en la Normativa Española*

Como tendremos ocasión de analizar en el epígrafe siguiente, aspectos relacionados con la información privilegiada se regulan en la ley del Mercado de Valores de 1988 (que junto a otros aspectos éticos, se contemplaban en sus artículos 33, 44, 78 y 86), pero al objeto de contribuir a la transparencia de los mercados y a la protección de los inversores, así como de disponer de una ordenación más completa de las relaciones entre éstos y las entidades que actúan en los mercados de valores, se desarrolla el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios. En el Capítulo II de dicho Real Decreto, se regula el código general de conducta de las entidades que realicen actividades relacionadas con los mercados de valores, cuya base fundamental son las normas de conducta surgidas de las reuniones del Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), así como de las recomendaciones de la Comisión de la Unión Europea sobre esta materia, aplicables a los países de nuestro entorno, que deben regir para todos los intervinientes en los mercados de valores, y que afectan, no sólo a las entidades en sí mismo consideradas, sino también al personal que las integra. Se establece, por tanto, la obligación de cumplir el código general de conducta a que se refiere el artículo 2 y contenido en el anexo del Real Decreto, y se impone a las entidades la obligatoriedad de elaborar reglamentos internos de conducta aplicables a sus administradores, empleados y representantes.

De forma resumida, dicho Código General de Conducta, en el caso español, hace referencia a los siguientes principios:

- Obrar con imparcialidad y buena fe, sin anteponer los intereses propios a los justos intereses de los clientes.
- Obrar con el cuidado y diligencia exigibles a un profesional experto.
- Emplear recursos adecuados para realizar eficientemente la intermediación.
- Conocer las circunstancias de los clientes.
- Informar adecuadamente a los clientes.
- Resolver conflictos de intereses entre los clientes, y
- Colaborar con la función de las agencias supervisoras.

Además de los Códigos Generales de Conducta, pueden elaborarse códigos y reglamentos internos de conducta, que sean de obligado cumplimiento en cada entidad. Por su

misma naturaleza discrecional y de carácter interno, su incumplimiento no puede dar lugar a sanción administrativa, pero sí implicar consecuencias laborales si suponen transgresión de la buena fe contractual (Tena, 2000, p. 22).

En definitiva, el objetivo de la normativa sería que todas las entidades que operen en el mercado de valores elaboren su propio reglamento de conducta, basado en los preceptos marcados en el Real Decreto anterior. Igualmente, los reglamentos internos de conducta elaborados por las entidades deberán remitirse a la CNMV, previamente a su aplicación, al objeto de que se ratifique, o se hagan las consideraciones oportunas por no cumplir parcialmente los preceptos legales. De acuerdo con Fernández de Araoz (1994), los reglamentos internos de conducta pueden tener dos grandes funciones, que han de ser absolutamente complementarias:

Preventiva: la inclusión obligatoria, de un conjunto de obligaciones de información y autorizaciones previas para determinado tipo de operaciones, presenta un marcado carácter preventivo, por cuanto se persigue, con ellas, evitar de origen que tengan lugar determinadas infracciones.

De supervisión y control: Los reglamentos internos de conducta cumplen también una función de supervisión y control, por cuanto que la entidad obligada actúa como institución auxiliar de los organismos de supervisión en el ámbito interno. Ello redundaría en un sistema más eficaz, no sólo por cuanto que descarga a estos organismos de muchas tareas de inspección, sino que la inmediatez y mejor conocimiento de la realidad de una organización debe permitir alcanzar mejores resultados.

Dichos reglamentos internos de conducta han de hacer referencia, como mínimo, a los siguientes aspectos, inspirándose en los principios básicos del Código de Conducta recogido en el Real Decreto 629/93:

- a) Todas las operaciones que realicen los miembros de los órganos de administración por cuenta propia, deberán ser realizadas con la mediación de la entidad para la que trabajan, o prestan sus servicios.
- b) Los reglamentos deberán fijar a qué empleados y representantes les resulta de aplicación el apartado anterior.
- c) Las ordenes realizadas, de acuerdo con los apartados anteriores, deberán hacerse por escrito, e incluirse en un archivo de justificantes.
- d) Las entidades podrán establecer restricciones a las operaciones referidas con anterioridad, con relación a la antelación mínima para comunicarse, el período mínimo en el que no se pueden hacer operaciones de venta, etc.
- e) Toda entidad deberá recabar información de sus empleados acerca de los posibles conflictos de intereses, a que estén sometidos por sus relaciones familiares, su patrimonio personal, o por cualquier otra causa, así como mantener actualizada dicha información.

- f) Toda entidad deberá establecer la obligatoriedad para sus administradores, empleados y representantes de no utilizar la información obtenida por la entidad, en su propio beneficio, bien por usarla directamente, o por facilitarla a clientes seleccionados, o a terceros, sin el conocimiento de la entidad.

Los reglamentos internos de conducta van a diferenciarse de los códigos de conducta, en primer lugar, por su contenido, pues se suelen abarcar cuestiones más amplias. En segundo lugar, y en cuanto a su naturaleza, pueden convertir en obligatorio para sus administradores, empleados y representantes, cuestiones que no están recogidas como tales en la legislación.

Por último, quisiéramos señalar que, al objeto de facilitar a los emisores de valores la redacción de un Reglamento Interno de Conducta, recientemente, la CNMV ha elaborado una guía modelo que recoge las materias básicas que, en su opinión, el citado Reglamento debiera recoger¹⁴.

1.3. La información privilegiada en los Mercados de Capitales

1.3.1. *Introducción*

En la década de los noventa se ha producido a nivel internacional un considerable desarrollo de normativa legal tendente a regular y a penalizar, en su caso, el tráfico de información privilegiada, y a propiciar la publicación obligatoria de información relevante que pudiera afectar sensiblemente a la formación de los precios. Lo anterior se puede atribuir a un importante número de problemas y escándalos financieros que se produjeron, sobre este particular, en los ochenta, y noventa, también. Este tipo de sucesos llevó a un debate público que acabó reclamando un comportamiento ético de los mercados de capitales, y propiciando cambios legislativos tendentes a incorporar este tipo de conductas en la normativa, tal es el caso de Estados Unidos, Reino Unido, o los países de la Unión Europea, incluido el caso español.

Nuestra legislación bursátil contempla la obligación de las compañías españolas a divulgar pública y obligatoriamente tanto el informe anual, como información trimestral y semestral. Igualmente, se requiere de forma puntual la obligación de publicar lo que se ha venido en denominar como hechos relevantes, que bien pudieran asemejarse, como tendremos ocasión de analizar posteriormente, al concepto de información privilegiada. No obstante, las evidencias de éste y otros trabajos muestran que los analistas complementan las anteriores fuentes informativas con contactos directos con directivos de las compañías que siguen. En concreto, atienden a presentaciones, reuniones privadas, visitas a las empresas, conversaciones telefónicas, etc. Precisamente, estas vías informales de comu-

¹⁴ Esta «Guía para la elaboración de un Reglamento Interno de Conducta en los Mercados de Valores de Sociedades Emisoras de Valores admitidos a cotización» está disponible en la Página web de la CNMV (www.cnmv.es).

nicación son el objeto principal de estudio del presente trabajo, por lo que reflexionaremos en este apartado sobre cómo pudiera afectar la regulación relativa a información privilegiada a este proceso de comunicación, y sobre cómo la legislación española ha entendido y tratado de evitar el tráfico de información privilegiada¹⁵.

Las razones para legislar, en los distintos mercados de capitales, el tráfico y uso de información privilegiada, estriban en el hecho de que el mercado secundario de valores negociables desempeña un importante papel en la financiación de los agentes económicos, y su buen funcionamiento va a depender, en gran medida, de la confianza que inspire a los inversores. Dicha confianza se va a basar, entre otras cuestiones, en la garantía dada a los inversores de que estarán en igualdad de condiciones, y de que estarán protegidos contra el uso ilícito de información privilegiada. Las anteriores justificaciones que subyacen, junto con la ausencia de legislación sobre este particular en algunos países, en los considerandos de la directiva europea sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada, se podrían completar con las aportadas por Melé (1998, pp. 493-494). En concreto, este autor establece y sistematiza cuatro posibles argumentos que declaran moralmente ilícito el uso de información privilegiada, y que aconsejan su prohibición legal:

1. Igualdad de oportunidades en el acceso a la información. La transparencia del mercado debe garantizar que toda la información relevante de las compañías cotizadas sea pública y accesible a todos cuantos operen y puedan operar en el mercado. No obstante, esta igualdad de oportunidades no significa que todos los que intervienen dispongan de la misma información. De hecho, ciertos usuarios más sofisticados, como analistas e inversores institucionales, disponen de mayor conocimiento e información de las empresas. No obstante, se podría caer en competencia desleal si cierta información relevante estuviera accesible a un grupo reducido de usuarios.
2. Confianza de los inversores en el correcto funcionamiento del mercado. Este argumento es el que está presente en los considerandos de la directiva comunitaria que señalamos con anterioridad. De hecho, siguiendo a Holland y Stoner (1996) y a Schmidt (1991), los cuales recogen en su trabajo las opiniones de las entrevistas mantenidas con directivos de compañías del Reino Unido, el mercado podría penalizar a aquellas compañías que no controlan sus flujos de información, o lo hacen de una forma muy selectiva, cuando se trata de información relevante. En tales casos, se podrá producir un incremento en el coste de capital y una reducción de la liquidez de dichos valores.

¹⁵ Sobre este particular, la «Guía para la elaboración de un Reglamento Interno de Conducta en los Mercados de Valores de sociedades emisoras de valores admitidos a cotización», publicada por la CNMV, en su apartado 5.3., relativo a las reuniones con analistas, inversores o medios de comunicación, expone que «en cumplimiento del principio de sigilo y del deber de diligencia, las reuniones con analistas, inversores o medios de comunicación deben estar previamente planificadas para prever posibles preguntas cuya contestación pueda dar origen a la comunicación de una información no conocida por el mercado. Las personas que participen en tales reuniones se abstendrán de revelar este tipo de información si previamente no se ha difundido al mercado».

3. Secreto profesional y deberes de fidelidad. Este apartado se refiere a la obligación contractual y moral, de directivos y empleados, de velar por los intereses de la compañía para la que trabajan, y de la que reciben una remuneración.
4. Respeto a la propiedad de la información privilegiada. Este argumento se refiere a que la información privilegiada suele ser un hecho o una decisión empresarial, que de ser conocida podría alterar sensiblemente el precio o cotización de la empresa. El conocimiento de tal información por parte de un directivo no le da derecho a su utilización ilícita, dado que no es de su propiedad, pertenece al patrimonio empresarial hasta en tanto no sea publicada. Adicionalmente, podría su uso considerarse como un hurto, habida cuenta que el que hace uso indebido obtiene un beneficio, a costa de aquellos inversores que no han tenido acceso a dicha información.

No obstante, hay autores, tal es el caso de Manne (1966), que opinan que el uso de información privilegiada lleva a una más correcta y rápida formación de precios en el mercado de capitales. Además, estos defensores del uso de información privilegiada alegan que proporciona un incentivo para que los gerentes maximicen las ganancias y desarrollen nuevos productos, beneficiando así a sus sociedades. En general, opinan que permitiría una formación más exacta del precio, convirtiéndose éste en un indicador más transparente de la gestión llevada a cabo por los directivos, olvidándose que en la formación correcta de los precios, tras la utilización de información privilegiada, son pocos los que obtienen beneficios, y muchos los que asumen pérdidas, por no haber tenido acceso a la misma en el momento en que se divulgó selectivamente. Aunque estos argumentos se olvidan de aspectos éticos, también sería cuestionable la mejor eficiencia, puesto que la desconfianza de los inversores puede llevar a incorporar una prima de riesgo en los títulos donde presumiblemente puedan darse este tipo de prácticas y, por tanto, una menor valoración sistemática, así como la salida del mercado, o la suspensión temporal de la cotización. Sobre este particular, en una nota de prensa del 23 de marzo de 2000, el Presidente de la CNMV en ese momento pedía a las empresas cotizadas que reforzaran todos los mecanismos de salvaguarda de la información, en la fase previa a su difusión pública, para evitar asimetrías informativas que dañen el prestigio del mercado. Por otra parte, Juan Fernández-Arnesto advertía que «la información privilegiada y su uso no sólo es ilícito, sino que desprestigia al mercado, con lo que incrementa la prima de riesgo, se dificulta la financiación empresarial y se aumenta su coste».

1.3.2. *Definición de Información Privilegiada*

El término «información privilegiada» no se define de forma explícita en la legislación española hasta finales de los ochenta, con la entrada en vigor de la ley 24/1988 del Mercado de Valores. En la exposición de motivos de la citada ley, se subrayaba la importante novedad que contenía la misma, al legislar con unas normas mínimas, las conductas de cuantos operan en los mercados de valores, inspirándose en las recomendaciones y pro-

puestas de Directivas de la Comunidad Económica Europea, y encaminadas a defender la absoluta prioridad de los intereses de los inversores sobre los de las entidades.

En el artículo 81 de dicha ley, se dispone en su apartado 1 que «todas las personas o entidades que actúen en los mercados de valores o ejerzan actividades relacionadas con ellos y, en general, cualquiera que por razón de su trabajo, profesión, cargo o funciones posea datos o informaciones relativas a los mismos, deberán salvaguardar dichos datos e informaciones, sin perjuicio de su deber de comunicación y colaboración con las autoridades judiciales y administrativas en los términos previstos en ésta o en otras leyes. En particular, impedirán que tales datos o informaciones puedan ser objeto de utilización abusiva o desleal, denunciarán los casos en que ello hubiera tenido lugar y tomarán de inmediato las medidas necesarias para prevenir, evitar, y, en su caso, corregir las consecuencias que de ello pudieran derivarse».

En el siguiente apartado del mismo artículo, se expone que: «todo el que disponga de alguna información privilegiada deberá abstenerse de ejecutar por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, las conductas siguientes:

- a) Preparar o realizar cualquier tipo de operación en el mercado sobre los valores a que la información se refiera.
- b) Comunicar dicha información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión, cargo o funciones.
- c) Recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores, o que haga que otro los adquiera o ceda, basándose en dicha información».

Una vez que la ley, de forma somera, identifica a los posibles afectados por la información privilegiada, así como las actuaciones que no podrán llevar a cabo por disponer de dicha información, define, en el apartado 3 del artículo 81 al que venimos haciendo alusión, la información privilegiada como «toda información de carácter concreto, que se refiere a uno o varios emisores de valores¹⁶ o a uno o varios valores, que no se ha hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría o habría podido influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o de esos valores». En concreto, de la

¹⁶ La definición de valores la podemos encontrar en el artículo 1. Apartado 2.º de la directiva europea de 13 de noviembre de 1989:

- las acciones y las obligaciones, así como los valores asimilables a los mismos.
- los contratos o derechos que permitan la suscripción, adquisición o cesión de los valores contemplados en la letra a).
- los contratos a plazo, las opciones y los instrumentos financieros a plazo relativos a los valores contemplados en la letra a).
- los contratos sobre índices relativos a los valores contemplados en la letra a), siempre que estén admitidos a negociación en un mercado regulado y controlado por autoridades reconocidas por los poderes públicos, de funcionamiento regular y accesible directa o indirectamente al público.

definición anterior podríamos resaltar tres cualidades básicas de la información privilegiada:

- a) Debe referirse a cuestiones o materias concretas de la empresa¹⁷, por lo que información de naturaleza general podría excluirse.
- b) No debe ser conocida por aquéllos que negocian o podrían negociar con los títulos de la empresa.
- c) En el caso de ser conocida dicha información, podría afectar de forma apreciable al precio o cotización del valor.

De similar forma se expresa la Directiva del Consejo de las Comunidades Europeas, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada, en su artículo 1, cuando la define como «la información que no se ha hecho pública, de carácter preciso, que se refiere a uno o varios emisores de valores negociables o a uno o varios valores negociables y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o de esos valores». El hecho de que se haga alusión a varios emisores y/o títulos, puede proceder de la posibilidad de información privilegiada con origen en organismos públicos, que pueda afectar al valor de varios títulos, tal es el caso de cambios no publicados de los tipos de interés, tarifas no publicadas del sector eléctrico o cambios en el marco legal, cambios en la imposición fiscal de la empresa, etc.. Por tanto, entendemos que el origen de información privilegiada que pueda afectar a la cotización de una empresa puede ser externo a la misma.

De igual forma, en el caso del Reino Unido, la Criminal Justice Act de 1994 define la información privilegiada como «aquella, que de hacerse pública, podría tener probablemente un efecto significativo en el precio de las acciones u otros valores».

El principal problema de aplicación o interpretación de estas definiciones estriba en el hecho de que considerar la materialidad de la información es difícil, y fundamentalmente si hay que estimarla a priori, habida cuenta que de acuerdo con el artículo 82 de la ley 24/88: «Los emisores de valores deberán informar al público, en el más breve plazo posible, de todo hecho o decisión que pueda influir de forma sensible en la cotización de los mismos. Cuando el emisor considere que la información no debe ser hecha pública por afectar a sus intereses legítimos, informará inmediatamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que podrá, si lo estima necesario, dispensarle de tal obligación».

En concreto, no existen reglas o guías definitivas que puedan ser aplicadas en la mayor parte de los casos para discernir si la publicación o no de un determinado hecho es material o no, en el sentido de que pudiera afectar de forma sensible en la contratación, o en el precio de uno o varios títulos. Quizás, los tribunales y sentencias puedan sentar claros pre-

¹⁷ Algunos ejemplos podrían ser proyectos de fusión o compras de empresas, cambios de directivos, beneficios o pérdidas del negocio muy diferentes a los esperados por el mercado, etc. No obstante, la Carta Circular 14/98 de la CNMV contiene un anexo con ejemplos de hechos y decisiones que pudieran considerarse como hechos relevantes y, en consecuencia, información privilegiada hasta que no se haga pública.

cedentes, desde el ámbito de la jurisprudencia, para saber de una forma objetiva qué considerar desde un punto de vista cuantitativo como información sensible y material.

Sobre el anterior aspecto, Holland (1996) recoge algunas opiniones, en un trabajo basado en entrevistas a empresas e inversores institucionales, en el Reino Unido. Los entrevistados consideran que el cambio en precios es significativo a partir de un 10%, basándose en criterios de consenso entre los participantes del mercado¹⁸. En opinión del autor, dicha aproximación basada en el consenso es conveniente y quizás rentable para las compañías y los inversores institucionales, pues de esa forma no atraen la atención de la Comisión, y no informan a la misma de movimientos y contrataciones producidas por debajo de esos niveles, lo cual puede favorecerles. De igual forma, en dicho trabajo se evidencia que las compañías no utilizan modelos estadísticos para analizar si los cambios en precios son significativos, ni el concepto de rentabilidad anormal, al objeto de separar en el cambio de los precios aquéllos propiciados por el mercado en general de aquellos otros procedentes de un hecho o una decisión concreta.

La indefinición anterior podría provocar problemas e incertidumbres en las comunicaciones entre las compañías, analistas e inversores institucionales, puesto que, en general, no son públicos los canales de comunicación que suelen utilizar, por lo que no existiría certeza absoluta sobre su inclusión o no en el ámbito de la norma y, por tanto, la mayor probabilidad, en estos casos, de incurrir en ilegalidad no intencionada.

En el caso español, la carta circular 9/97, modificada después por la carta 14/98 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, trata de indicar qué pudiera entenderse por información privilegiada y/o hechos relevantes. La última de ellas expone la dificultad de definir «a priori», con criterios objetivos, qué informaciones pueden tener una influencia sensible en la cotización de valores. Por ello, dice la Carta Circular que todos los ordenamientos desarrollados acuden a criterios subjetivos de razonabilidad. Empleando estos criterios, una información es relevante, de acuerdo con la CNMV, cuando se estime que su conocimiento afectaría a la decisión de un «inversor razonable» de comprar o vender las acciones emitidas por la sociedad, y con ello al precio de éstas en el mercado.

Redundando en lo anterior, la CNMV expone, en dicha carta circular, que en principio, todo hecho o decisión, incluyendo cualquier información sobre la marcha actual o futura del emisor, que pueda modificar o haya modificado la rentabilidad o solvencia del emisor, en suma, su nivel de eficiencia económica o el nivel de eficiencia que el mercado le atribuye con base en la información disponible previamente distribuida, puede afectar a la decisión de invertir o desinvertir y producir un cambio en el precio de los valores emitidos, y, por tanto, debe ser considerado como hecho relevante. Igualmente, se expresa que en el caso de que se difundan en el mercado informaciones falsas, inexactas o incompletas, que puedan tener un impacto apreciable en la formación del precio de las acciones de una sociedad cotizada, ésta debe aclarar o desmentir esas informaciones, mediante el correspondiente hecho relevante.

¹⁸ Véase al respecto: Goodway (1993) y Rice (1994).

Por otra parte, la carta circular expone que las sociedades que tengan dudas acerca de si una determinada información a la que desean dar difusión pública debe ser considerada como hecho relevante deberían comunicarla a la CNMV, que si considera que no es un hecho relevante, la registrará como «otras comunicaciones».

En opinión de López-Barajas (2000, pp. 8-9), Director Adjunto de Relaciones con Inversores de Altadis, se puede dar la paradoja, como actualmente puede parecer que se está produciendo, de que el número de hechos relevantes comunicados por las empresas se eleve significativamente, coincidiendo con una mayor volatilidad del mercado, por lo que habría que plantearse la regulación de unos mínimos efectos empresariales (sobre todo, cuantificables económicamente, por ejemplo, superiores al 10% de los resultados o valoración de la compañía), para poder considerar a un hecho como relevante, ya que de lo contrario, el aumento de la transparencia puede incidir en la mayor incertidumbre y volatilidad¹⁹.

Como consecuencia de lo anterior, nos planteamos estudiar la evolución de la publicación de hechos relevantes desde el año 97 hasta la actualidad, observando la importancia de la publicación de los considerados como «otras comunicaciones». Para ello partimos de una muestra compuesta por las compañías que forman parte de AERI (Asociación Española para las Relaciones con Inversores), de las que eliminamos aquéllas que por haber comenzado a cotizar con posterioridad no disponíamos de información completa para los años 97, 98, 99 y 2000. Como resultado de lo anterior, la muestra quedó configurada con 29 empresas, de diferentes sectores y tamaños, que representaba al 31/03/00 el 62.96% de la capitalización bursátil de la Bolsa de Madrid.

Para la elaboración del trabajo, acudimos a la página web de la CNMV, en concreto a las consultas sobre hechos significativos. Entre el 21 y 23 de agosto de 2000 se realizaron las consultas empresa por empresa, clasificando por años los distintos tipos de hechos comunicados y publicados por la CNMV en el período 1997-2000.

En un principio, no nos planteamos llevar a cabo ningún tipo de inferencia, simplemente describir la evolución de los hechos comunicados, lo cual nos sirva para plantearnos en el futuro algunas líneas de trabajo, tales como el estudio de la naturaleza y contenido informativo de otras comunicaciones. Por otra parte, el objetivo sería contrastar si eran ciertas o no las apreciaciones establecidas por el autor citado con anterioridad.

Se observó un incremento en el tiempo de los hechos relevantes comunicados a la CNMV. A modo de ejemplo, los hechos comunicados desde enero de 2000 hasta agosto (786), superan al total de comunicados en el año 97 (520) y 98 (701), y estarían muy cerca de los comunicados en el año inmediatamente anterior (898). El incremento del 98 con respecto al 97 es de un 35% aproximadamente, y del 99 con respecto al 98, de un 28%.

¹⁹ En opinión de este mismo autor, en la práctica, la CNMV suele vigilar la existencia o no de hechos relevantes cuando se producen variaciones en los precios de más de un 3%.

Se observó, también, como el tamaño es un inductor del mayor número de hechos comunicados. En concreto: Endesa, Repsol-YPF, BSCH, Telefónica y BBVA serían las compañías con mayor número de hechos comunicados en el período objeto de estudio. Por otra parte, empresas más pequeñas como Europistas, Iberpistas, Uralita y Tubacex, son las que menos hechos relevantes comunican. Lo anterior estaría no sólo corroborando las hipótesis relativas a la asociación entre tamaño y divulgación, sino también la posición adoptada por organismos reguladores contables en el sentido de exigir mayor cantidad de información a las empresas de mayor tamaño. En este caso, se evidencia que el número de sucesos que presumiblemente pueden afectar significativamente a los precios de una compañía, o su frecuencia de ocurrencia, puede estar en función de su tamaño. Lógicamente, lo anterior sería verdad en el caso de que realmente todos los hechos relevantes obedecieran a la definición que de los mismos se hace en la legislación, por lo que sería interesante en futuros trabajos estudiar con metodología de eventos, las rentabilidades anormales anteriores y posteriores a la publicación de ciertas categorías de hechos relevantes.

De los resultados se podría inferir que la legislación en torno a la divulgación de información privilegiada, así como la política de sanciones relativa a la misma, junto con cierta presión social, ha contribuido a un incremento de la comunicación de hechos dudosos en cuanto a su relevancia por parte de la empresa y catalogados como «otras comunicaciones» por la CNMV, expresando su opinión explícita la Comisión al denominarlos de tal manera, por cuanto implican, inicialmente, que están exentos de relevancia, aunque esto habría de ser contrastado empíricamente. Nuestra evidencia muestra que este tipo de informaciones tiene una tendencia creciente, con independencia del análisis que hagamos:

1. Del año 97 al 98 incrementaron en un 38%. El incremento del 99 con respecto al 98 es de un 120%. Por otra parte, hasta agosto del 2000 se ha superado en un 37% al número de otras comunicaciones publicadas en la totalidad del año 99.
2. El porcentaje que representan con respecto al total de hechos comunicados también es creciente, por lo que no se puede interpretar que se deba a una tendencia general, solamente, creciente en el número de hechos comunicados. En concreto, en el año 97 representan el 15% de la totalidad de hechos comunicados, en el 98 un 15.4%, en el 99 un 26.5%, y un 41.6% en el 2000.

En principio, la aplicación de la legislación podría estar incrementando de forma voluntaria la cantidad de información al mercado, y haciéndola disponible al mismo tiempo a la totalidad de inversores tanto reales como potenciales, por lo que pudiéramos entender que es algo beneficioso desde el punto de vista de la transparencia, equidistribución de la información y credibilidad de las empresas. No obstante, el hecho de que existan opiniones relativas a que este exceso de información pública, presuntamente no relevante, pueda confundir al mercado, aportándole mayor incertidumbre y volatilidad, habrían de ser contrastadas empíricamente.

De igual manera, quisiéramos señalar que en el apartado 1.5 de la carta circular 14/98, se hace alusión a uno de los aspectos que van a constituir el objeto de nuestra investigación; como son las reuniones de las compañías con analistas, inversores y medios

de comunicación, cuando expone que «todas las reuniones con analistas, accionistas o inversores, así como conferencias y entrevistas con los medios de comunicación, deben estar planificadas de antemano, para prever posibles preguntas cuya contestación pueda dar lugar a la comunicación de una información reservada o sensible. La entidad debe abstenerse de desvelar este tipo de información si previamente no se ha comunicado a la CNMV». En el apartado siguiente, y relacionado con el anterior, se expone que «el emisor que comunique un hecho relevante podrá incluir informaciones relativas a expectativas de futuro en resultados y posicionamiento, que deriven de la decisión o hecho comunicado. En el caso de que estas expectativas de futuro vayan a comunicarse a analistas financieros, inversores o medios de comunicación, deberán necesariamente reflejarse en el hecho relevante. El hecho relevante podrá aludir a factores de riesgo que podrían provocar que las expectativas no se cumplan».

Por otra parte, en el Título VII de la ley 24/88 relativo al Régimen de Supervisión, Inspección y Sanción, se considera como infracción muy grave no sólo la divulgación selectiva de información privilegiada, sino también el desarrollo de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios en el mercado de valores, y el suministro a la CNMV de datos inexactos o no veraces, o la aportación a la misma de información engañosa, o que omita maliciosamente aspectos o datos relevantes. Igualmente, el nuevo Código Penal, aprobado por Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, ha incorporado una serie de delitos que pueden afectar a los mercados de valores, o a los emisores de tales valores. En concreto, se recogen los delitos relativos al mercado y a los consumidores²⁰ (arts. 278 y ss.), los delitos societarios (arts. 290 y ss.), y los delitos tipificados en los artículos 417, 418 y 442, relativos al uso de información privilegiada²¹, los cuales entraron en vigor el 16 de mayo de 1996.

Adicionalmente, si nos atenemos al anteproyecto de Ley Financiera, elaborado por el Ministerio de Economía en su versión de 7 de marzo de 2001, se refuerzan los criterios para prevenir y penalizar la divulgación selectiva de información material o privilegiada. Resaltamos a continuación, de forma textual, dada su relación con el tema tratado, el contenido del artículo 33 del anteproyecto, en sus apartados 3 y 4 :

²⁰ Citamos a continuación, el contenido de dos de ellos:

Artículo 279: La difusión, revelación o cesión de un secreto de empresa llevado a cabo por quien tuviera legal o contractualmente obligación de guardar reserva, se castigará con la pena de prisión de dos a cuatro años y multa de doce a veinticuatro meses.

Artículo 285: Quien de forma directa o por persona interpuesta usare de alguna información relevante para la cotización de cualquier clase de valores o instrumentos negociados en algún mercado organizado, oficial o reconocido, a la que haya tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, o la suministrare obteniendo para sí o para un tercero, un beneficio económico superior a setenta y cinco millones de pesetas o causando un perjuicio de idéntica cantidad, será castigado con la pena de prisión de uno a cuatro años y multa del tanto al triple del beneficio obtenido o favorecido.

²¹ De acuerdo con la Memoria del 99 de la CNMV, en el ejercicio 1998, se abrieron 8 expedientes relativos a información privilegiada y se cerraron 9. Por otra parte, se cerraron 5 en el 99 y no se inició ninguno. Las multas impuestas en algunos de ellos, en concreto, al expediente 6/99, ha supuesto una cantidad de 20.327.940 pesetas.

«3. Los emisores que pretendan repartir o difundir cualquier tipo de documentación o información entre analistas, inversores, accionistas o medios de difusión y que, por su efecto sobre la cotización de los valores o instrumentos, sea información relevante, deberán remitirla, con carácter previo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su registro como hecho relevante. En el caso de que la información incorporara cualquier tipo de expectativas o proyección de futuro, el hecho relevante deberá igualmente incorporar una reseña sobre los factores de riesgo que pudieran provocar que aquellas no se cumplieran.

4. Cuando los emisores hubieran registrado hechos relevantes que contuvieran expectativas sobre sus resultados o volumen de negocio futuros, y posteriormente tengan información o prevean que no van a hacerse realidad en la magnitud o plazos previstos, deberán comunicar este hecho a la CNMV, tan pronto como se conozca o prevea y sin esperar la emisión de la información pública periódica».

No quisiéramos terminar este apartado, sin referirnos a quiénes pudiera afectar el posible tráfico de información privilegiada, que, en principio y de acuerdo con nuestra legislación, sería cualquier persona que la conozca. En concreto, de acuerdo con Wynne et al. (1994, pgs. 252 y 253), y aunque hagan referencia a la legislación americana sobre *insider trading*, existen tres posibles grupos. El primero estaría compuesto por los consejeros, directivos o empleados de una sociedad, los cuales obtienen información en el ejercicio de sus funciones. Este primer grupo tiene un deber frente a la sociedad y, a través de ella, frente a los accionistas. El segundo grupo estaría constituido por personas, que sin ser consejeros, directivos o empleados de la sociedad, reciben información, claramente suministrada en confianza, para el buen fin de objetivos societarios. Dentro de este grupo se encuentran abogados, contables, aseguradores, gerentes de banca, asesores de la empresa, colocadores de valores, etc. Estas personas tienen frente a la sociedad, y a través de ella frente a los accionistas, un deber fiduciario que dimana del depósito por la sociedad de información dentro de una relación especial de confidencialidad. El tercer grupo se deriva de la situación *tipper/tippee*. Un *tipper* es una persona que revela información material no pública a un tercero. El *tippee* es el receptor que negocia sobre la base de dicha información. La responsabilidad del primero se liberará en el caso de que dicha información se haya hecho en el ejercicio normal de su trabajo, profesión, cargo o funciones, y no obtenga ningún beneficio derivado del traspaso de información. El *tippee* debe adquirir el deber de su *tipper*, siempre que supiera o debiera haber sabido que éste estaba violando un deber al transmitirle información, o cuando se trate de apropiación indebida de información.

Habida cuenta de las estrechas relaciones entre las compañías y los analistas, y las posibilidades e incertidumbres sobre qué información dar o no en estos canales privados de comunicación, para no ir en contra del espíritu de la ley, vamos a recoger a continuación algunas guías interesantes, al respecto, concretamente las de la Bolsa de Londres y las emitidas por algunas asociaciones profesionales. No obstante, y con anterioridad, vamos a mostrar la situación al respecto en el Reino Unido y Estados Unidos.

1.3.3. *La legislación sobre Información Privilegiada en el Reino Unido*

Aunque en el caso del Reino Unido, la legislación sobre tráfico de información privilegiada no es reciente, en los noventa se produjo un interés especial y un renovado énfasis en legislar con mayor detalle, no sólo los aspectos relativos al tráfico de información privilegiada, sino también lo relativo a la divulgación de información que pudiera afectar sensiblemente al precio de los títulos, cuestiones ambas que sin duda están íntimamente relacionadas.

Siguiendo a Holland y Stoner (1996), los eventos claves hasta llegar a la legislación actual sobre información privilegiada en el caso del Reino Unido comienzan en 1991. En esta fecha, tuvo lugar una reunión entre Thorold Mackie, analista de Bell Lawrie, y Peter Runciman, presidente de Shanks McEwan. Después de este encuentro se produjo una venta de acciones de esta última compañía, llevada a cabo por clientes de Bell Lawrey, los cuales siguieron las recomendaciones del analista vaticinando una bajada de los resultados. En Abril de 1993, Mackie fue condenado por utilizar información privilegiada. En febrero de 1994 dicha acusación fue anulada. Otro antecedente se sitúa el 14 de mayo de 1993, cuando la Bolsa de Londres, formalmente, mostró su rechazo a que la empresa London International Group revelara información importante a un grupo de analistas e inversores institucionales, antes que hacerlo al mercado como un todo (Marckus, 1993). De acuerdo con Foster (1993), una reacción de las compañías a lo anterior, se podría materializar en un mayor uso de anuncios públicos, y una disminución en los flujos privados de información con analistas e inversores institucionales.

Este conjunto de sucesos llevó a que la Bolsa constituyera un comité en julio de 1993, para desarrollar una guía sobre la disseminación de información que pueda afectar sensiblemente a la formación de precios. Este conjunto de sucesos coincidió también con las presiones de armonización procedentes de la Comunidad Económica Europea en aquellos momentos. El trabajo del comité anterior se simultaneó con el proceso de elaboración de la nueva ley sobre información privilegiada, por lo que se sincronizó la publicación de la guía con la entrada en vigor (1 de marzo de 1994) de la V parte de la Criminal Justice Act de 1993. El comité elaboró un primer borrador en noviembre de 1993 (London Stock Exchange, 1993), con un llamamiento a recibir comentarios hasta el 6 de diciembre de ese mismo año. El examen del documento lleva a una reducción y encorsetamiento de las actividades ubicadas en los departamentos de «relaciones con inversores», que son objeto de investigación en este trabajo.

En particular, se sugiere que las compañías debieran no contestar a aquellas preguntas de analistas, que de forma individual o acumulada pudieran constituir información sensible a la formación de precios. Por otra parte, las compañías no deberían corregir las cifras o asunciones incorrectas que figuran en las notas o informes de los analistas. Más que lo anterior, se debería discutir con los analistas en términos generales sobre lo sostenible de las asunciones, y no facilitarles las predicciones. Ninguna compañía debería sentirse obligada a corregir formalmente un pronóstico, a menos que el mercado tenga asignado un precio erróneo de acuerdo con los valores objetivos de la empresa. Otra recomendación se refiere al control de los encuentros con analistas, donde debiera haber más de un repre-

sentante de la compañía, y conservar un registro detallado y exacto de la conversación mantenida.

Aun a pesar de acometer una reforma importante en la legislación, el problema de la definición de información privilegiada sigue sin resolverse, al igual que en la anterior legislación. El documento publicado en febrero de 1994, por la Bolsa de Londres titulado «Guidance on the dissemination of price sensitive information» expone que «no es factible definir un porcentaje teórico de variación de precios que pueda considerarse como variación sensible». Sin embargo, esta guía utiliza la misma definición de información privilegiada que la ley, como en el caso español, con la diferencia de no incluir en la misma el hecho de que dicha información deba referirse a un hecho o decisión concreta. De forma similar, se pronuncia la última guía publicada por la Bolsa de Londres en 1996.

En opinión de Marston (1993, p.49), el avance legislativo en el Reino Unido ha sido escaso sobre esta tema. No obstante, han aumentado las sanciones y se ha contemplado la posibilidad de que la información privilegiada puede afectar a más valores negociables que las acciones. Por otra parte, aunque la legislación del Reino Unido, explícitamente reconoce el valor que para el mercado tienen los contactos abiertos y continuos entre las compañías, analistas e inversores institucionales, las compañías como divulgadoras de información, y los analistas e inversores como receptores de la misma, deben definir qué entienden como efecto significativo y, por tanto, como información sensible a los precios. En opinión de Holland (1996, p. 82), estos cambios legales provocarán problemas en las compañías, dado que los mismos pueden producir mayores asimetrías informativas entre ellas y los suministradores de capital. Los cambios también afectan a las instituciones financieras, puesto que tendrán que procurar seguir recibiendo legítima información, tratando de evitar la recepción de información que pudiera considerarse como privilegiada. No obstante, en un trabajo empírico reciente, basado en entrevistas a empresas, analistas e inversores institucionales, Marston (1999) evidencia que los cambios legislativos no han afectado de forma significativa a las prácticas de divulgación seguidas por las compañías del Reino Unido.

1.3.4. *La Información Privilegiada en Estados Unidos*

Jack Lavery, vice-presidente en aquel momento de Merrill Lynch, resumía, de la siguiente forma, la situación en Estados Unidos, en una conferencia pronunciada en la Bolsa de Londres, en octubre de 1988 (International Stock Exchange, 1989):

«La divulgación de información de una compañía a la comunidad inversora es un proceso muy estructurado y estrictamente controlado. En los Estados Unidos, estrictas normas, obligadas por la SEC (Securities Exchange Commission) controlan el tipo de información y la forma en que debe divulgarse. Los principios de justicia gobiernan la filosofía de la regulación responsable de las normas relativas a la divulgación de información.

Hay diferentes normativas que se preocupan de las distintas informaciones a divulgar, y los diferentes canales para hacerlo. Por una parte, se regula el tipo de

información que debe ser divulgado, bien a través de su registro en la SEC o a través de notas de prensa. Cualquier información que pudiera tener efecto material sobre la compañía, o sus precios, debiera divulgarse de esta forma. Se aconseja no dar información a un analista, que no se haya hecho pública previamente. A las compañías se le requiere que divulguen sus resultados a través de los 10Ks y los 10Qs, los cuales deben ser útiles a los analistas para evaluar la compañía.

Existen reglas estrictas preocupadas por la comunicación de las empresas con los analistas. Antes de que el informe de un analista sea divulgado públicamente, debe ser revisado por una compañía supervisora de análisis, para que garantice que su realización se ha efectuado de acuerdo con normas internas y legales».

Aun a pesar del marco estrictamente regulado e impuesto por la SEC, debe existir un conflicto importante entre los deseos de las compañías de comunicarse con la comunidad financiera, y los peligros o riesgos de incurrir en ilegalidad. Sobre este particular, Suter (1989, p.283) aporta una cita del presidente de la SEC cuando expone:

«El proceso de reuniones privadas y discusiones entre las compañías y los analistas está sustancialmente libre de riesgo si consiste en proveer enlaces y mejor comprensión de la información analítica de la compañía, cualquier información relevante que se comunicara, habría de hacerse pública inmediatamente».

Al igual que en el Reino Unido, los conflictos existen, produciéndose en algunos casos sentencias contradictorias de la SEC y la Corte Suprema (Gillis, 1988), habida cuenta que la línea divisoria entre información relevante y no relevante en los procesos de comunicación privada de información no es tan nítida ni tan clara. La importancia de la jurisprudencia en este país va a tener una importancia fundamental. A causa de la globalización cada vez mayor de los mercados de valores en el mundo, la SEC, durante los últimos años, ha aumentado su aplicación de leyes estadounidense en insider trading en el extranjero. El enfoque reciente de la SEC, en los aspectos internacionales del fraude bursátil, se refleja tanto en el aumento de (i) casos de insider trading que implican actividades fraudulentas internacionales, como de (ii) acuerdos entre la SEC y autoridades gubernamentales extranjeras, en relación con intercambios bilaterales de información y cooperación, que se conocen por Memoranda of Understanding (MOU's) (Winne et al., 1994, p.259).

Por último, destacaríamos que las nuevas tecnologías de comunicación han ampliado el número de canales de comunicación entre empresas y analistas, por lo que en una propuesta de norma recientemente publicada, la SEC trata de convertir en públicos estos canales, al objeto de disminuir las asimetrías informativas y la volatilidad del mercado, una vez que se han evidenciado, empíricamente, que tras reuniones, presentaciones, tele conferencias, etc., entre empresas y analistas, se producen movimientos anormales en los precios y el volumen de contratación²². Estos aspectos serán tratados con mayor profundidad en capítulos siguientes de este trabajo.

²² Esta propuesta de norma, denominada «*Selective Disclosure and Insider Trading*», puede consultarse en: <http://www.sec.gov/rules/proposed/34-422259.htm>.

1.3.5. **Guías relativas al tratamiento de información privilegiada emitidas por Organizaciones Profesionales**

1.3.5.1. La Sociedad de Analistas de Inversores (The Society of Investment Analysts)

Esta Asociación, cuya denominación original es la de Society of Investment Analysts, emitió una guía sobre el tráfico de información privilegiada en 1981, titulada «Guide-lines to members on insider dealing». Las referencias legales, a las que alude esta guía son las recogidas en la Companies Act de 1980 del Reino Unido. Vamos a proceder, a continuación, a transcribir algunas de las recomendaciones más interesantes que se hacen en dicho documento:

Recomendación 1.ª:

El cumplimiento de la Companies Act de 1980 no impide ni debe impedir la comunicación entre inversores o analistas y las compañías.

Interpretación:

Es normal que algunos directivos de las compañías se dirijan al grupo de analistas financieros, que aparezcan en comidas o cenas privadas, que asistan a encuentros generales o específicos con grupos de analistas que son especialistas del sector, o que hablen por teléfono con los mismos. Estos encuentros mejoran el nivel general de información, y reducen las posibilidades de tráfico de información privilegiada. No obstante, la información que se divulga en tales reuniones no debiera afectar sensiblemente a los precios. Las compañías debieran procurar hacer una divulgación general del contenido de los comentarios realizados en tales encuentros.

Recomendación 2.ª:

La información se puede considerar como privilegiada sólo si es información concreta y específica no publicada, que en el caso de ser públicamente conocida afectaría materialmente al precio de la acción.

Interpretación:

Para ser considerada una materia como información privilegiada debe ser específica, y se incluyen algunos ejemplos tales como²³:

Decisiones relativas al pago o no de dividendos e intereses.

Anuncios preliminares de beneficios, tanto anuales como los relativos a cualquier período intermedio.

Cambios propuestos en la estructura financiera de la compañía.

Adquisiciones o ventas de activos, a partir de un determinado tamaño.

²³ Una lista más completa de informaciones específicas, se contempla, en el caso español, en la Carta Circular 14/98 de la CNMV.

Cambios en directivos y/o miembros del Consejo de Administración.

La misma distinción, entre información general y específica, existe en Estados Unidos. En cuanto a la información de carácter general, se podrían poner como ejemplos los siguientes:

Datos relativos al sector: Volumen de negocios, precios, costes.

Modelo competitivo.

Descripción de productos, diversificación del negocio.

Tendencias de los precios.

Tendencias de las Ventas.

Análisis del umbral de rentabilidad.

Políticas contables: depreciación, inventarios, investigación y desarrollo.

Análisis de la tasa efectiva fiscal.

Posición financiera, estructura del inmovilizado, fondo de maniobra.

Organización de la compañía, estructura y cambios.

Progresos en la gestión.

Política financiera.

Política de fusiones y adquisiciones.

Hay que señalar que esta lista es sólo ilustrativa, donde se intenta distinguir entre información general y específica. Aquellas compañías que divulgan información general a los analistas financieros, no debieran caer en el alcance de la ley. Sin embargo, la línea divisoria no es clara, por lo que la jurisprudencia puede ofrecer futuras guías.

Recomendación 3.^a:

El analista que emplea el método del mosaico (*mosaic method*), recogiendo y evaluando distintas piezas de información, de las cuales alguna parte puede ser no pública, e individualmente considerada no fuera relevante, aunque la conclusión a la que llegue pudiera afectar materialmente al valor de la acción, no podría imputársele el hacer uso de información privilegiada.

Interpretación:

Si un analista es capaz de construir un modelo a partir de un determinado número de piezas de información, no material de la compañía, pero una vez unidas y analizadas crea un movimiento relevante en la cotización, no estaría contraviniendo la ley.

Recomendación 4.^a:

Aquéllos a los que les pueda afectar la legislación de tráfico de información privilegiada no son únicamente los directivos, sino también los que ocupan una determinada posición en la compañía, o mantienen una relación profesional con la empresa, y puedan tener acceso a información privilegiada antes de su publicación.

Recomendación 5.ª:

Un analista que sea consciente de estar en posesión de información privilegiada, debe reconocer que la transmisión hacia él, y de él hacia otros, constituye un delito.

Interpretación:

Si la información se comunica para que alguien negocie o persuada a otros para que negocien con los títulos, se consideraría dicha información como ilegal. En el caso del Reino Unido, la legislación es mucho más estricta que la de Estados Unidos, pues en este último caso se constituye en un delito sólo si se ha negociado con los títulos, y ha habido algún beneficio.

Si bien la legislación sobre información privilegiada en el Reino Unido ha cambiado, la guía a la que hemos hecho referencia con anterioridad no ha sufrido modificación alguna. No obstante, quisiéramos hacer referencia a la siguiente declaración contenida en el informe anual de 1989 de dicha Asociación, relativa a un seminario sobre «Insider dealing and the Investment Analyst» que fue seguido de un encuentro posterior para discutir el siguiente tópico «Compliance - Is your career in danger?». En el informe se expresaba lo siguiente: «Tráfico de información privilegiada: El Consejo cree que la asociación debiera continuar manteniendo una fuerte posición sobre el potencial peligro que supone el carácter sumamente restrictivo de la legislación relativa a información privilegiada. Dicho carácter puede crear desconfianza entre los participantes en el mercado, y llevar a una menor divulgación de información. Puede llevar a un mercado ineficiente, a través de valoraciones erróneas. Por otra parte, las cuestiones contenidas en las directivas de la Comunidad Económica Europea relativas al uso de información privilegiada son de gran importancia. Existe una diferencia no reconciliable entre el principio de absoluta confianza, bajo el cual ningún participante en el mercado debiera tener ventaja competitiva, y el principio de eficiencia que recompensa la adquisición de superior información».

Esta Asociación cambió su nombre, The Society of Investment Analysts, en 1989 por el de Institute of Investment Management and Research. Al igual que en el caso anterior, el informe del año 1992 contiene una declaración del comité de regulación en el sentido de no corregir su guía de utilización de información privilegiada, al objeto de que los analistas no tengan que seguir unas normas aún más restrictivas que las contenidas en la ley.

1.3.5.2. La Federación de Analistas Financieros (The Financial Analysts Federation)

Esta asociación estadounidense ha emitido un código de conducta y normas relativas a la conducta profesional de los analistas financieros. Estos códigos fueron corregidos y ampliados el 14 de mayo de 1989 (Financial Analysts Federation, 1989). En concreto, se establecen como obligaciones del analista, las siguientes:

1. Si el analista adquiere información privilegiada como resultado de una relación confidencial o especial con el emisor de los títulos, o con otros, no divulgará tal información, ni tomará acciones de inversión sobre la base de tal información.

2. Si el analista no tiene una relación especial o confidencial, y dicha información le ha llegado de forma intencionada, deberá llevar a cabo razonables esfuerzos para lograr que dicha información se disemine públicamente.

Si bien las anteriores guías se refieren a los demandantes de la información, también existen guías relativas al comportamiento, sobre este particular, de las compañías cotizadas, como veremos a continuación.

1.3.5.3. La Asociación de Relaciones con Inversores (The Investor Relations Society)

Este organismo británico ha emitido una declaración titulada «Principles of Investor Relations», la cual consideramos como muy relevante, y reproducimos parcialmente a continuación (Investor Relation Society, 1989):

«Los departamentos de Relaciones con Inversores serán el enlace entre una empresa y la comunidad financiera en este país u otro cualquiera. Todo lo que se haga o diga por parte del personal de relaciones con inversores va a ser juzgado por aquéllos que reciben la información, para llevar a cabo la valoración de la compañía. Los directivos de la compañía no pueden adjudicarse en exclusividad la responsabilidad de relaciones con inversores, y en momentos de incertidumbre deben autorizar a dicho personal para que actúe en nombre del Consejo de Administración y de la compañía.»

Cada compañía debiera hablar con una única voz y dirigir un mensaje claro e inequívoco. Idealmente, la responsabilidad de las relaciones con inversores debiera recaer en un solo individuo. No obstante, cuando varias personas o directivos se ven envueltos en estas responsabilidades, la coordinación es esencial.

El propósito de las relaciones con inversores será ayudar a la comunidad financiera, y al público inversor a evaluar la compañía. Su papel será proveer información comprensiva que permita una valoración independiente, y no promover activamente la compra o venta de acciones de la compañía.

Ningún tipo de audiencia debe gozar de privilegios en las relaciones con inversores. Idéntica información debiera estar disponible y suministrarse, simultáneamente, a todo tipo de audiencias, incluyendo empleados, analistas y prensa.

Para evitar crear un mercado falso sobre el valor de la compañía, sería importante no divulgar información privilegiada a un individuo o grupo de individuos, y hacerlo al mercado como un todo. La globalización de la economía ha convertido esta obligación tanto a nivel internacional, como doméstico.

Las relaciones con inversores no son simplemente procesos de hacer la información disponible y diseminarla. Los contactos estrechos con la comunidad financiera también proveen a la compañía de señales claras de cómo es percibida la misma por parte de los inversores.»

Los anteriores principios van dirigidos a los responsables de la comunicación financiera de la empresa, dejando claro los mismos que el grupo de analistas no debiera estar favorecido en cuanto al acceso privilegiado de información de la compañía. Precisamente, esta cuestión será objeto de contrastación empírica en un capítulo posterior de este trabajo.

1.3.6. *Medios para evitar el tráfico de Información Privilegiada*

En una nota de prensa, de 23 de marzo de 2000, tras mencionar algunos casos de filtraciones de información que se habían producido en esos días y estaban siendo investigadas, el Presidente en ese momento de la CNMV expresaba que «con independencia de que la CNMV pueda sancionar a posteriori los casos que compruebe, la única forma efectiva de luchar contra la contaminación es reforzar los procedimientos internos de salvaguarda de la información. Las sociedades cotizadas debieran insistir en la aplicación estricta de códigos de conducta a empleados y asesores, restringir el número de iniciados, exigir compromisos escritos de cada iniciado y estar atentos a la cotización de la sociedad, de forma que si detectan contaminación en la cotización del valor asuman la obligación de informar de inmediato». Por otra parte, el Presidente reclamó «un esfuerzo colectivo para enterrar prácticas que creía desaparecidas».

Es importante señalar, tal como se hace en el apartado 3 de la circular 14/98 de la CNMV, «que normalmente las decisiones que dan lugar a un hecho relevante vienen precedidas de un período de elaboración, planificación o estudio, durante el cual aún no se ha adoptado una decisión final. Durante este período, la actitud de la sociedad ha de ser siempre la de sigilo, pues una información sobre meras posibilidades no logra más que crear confusión y falsas expectativas en los mercados». En esta misma circular se resalta la necesidad de aumentar los controles (compromiso escrito de confidencialidad de las personas ajenas a la entidad que sean iniciadas y mayor control de documentos) durante esta fase de secreto y un seguimiento de la cotización del valor. Una oscilación anormal en las cotizaciones, o en los volúmenes contratados, podría ser un indicio de una ruptura de los controles adoptados, que debiera dar lugar inmediatamente a la revelación anticipada a la CNMV del contenido y alcance de los planes en estudio.

Por otra parte, todas las entidades que actúan o prestan asesoramiento sobre inversión en los mercados de capitales están obligadas a establecer barreras de información, comúnmente denominadas «murallas chinas», que impidan el flujo no controlado, o la utilización indebida de cualquier información privilegiada. Lo anterior estaba contemplado en el artículo 83²⁴ de la Ley

²⁴ En dicho artículo, se expresa textualmente que «todas las empresas de servicios de inversión, entidades de crédito y demás entidades que actúen o presten servicios de asesoramiento sobre inversiones, en los mercados de valores deberán establecer las medidas necesarias para garantizar que la información reservada o privilegiada derivada de la actividad de cada una de sus divisiones o secciones no se encuentre, directa o indirectamente al alcance del personal de la entidad que preste sus servicios en otro sector de actividad, de manera que cada función se ejerza de forma autónoma. Además, deberán aportar las medidas pertinentes para que en la toma de decisiones no surjan conflictos de intereses, tanto en el seno de la propia entidad, como entre las entidades pertenecientes a un mismo grupo».

24/88 y en el artículo 3²⁵, relativo a Códigos de Conducta del Real Decreto 6297/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores. No obstante lo anterior, la CNMV en Carta Circular 10/1997, desarrolla criterios para el establecimiento de barreras de información en las entidades que actúan en los mercados de valores, y a los cuales nos vamos a referir a continuación.

Las barreras deben separar las distintas áreas de actividad dentro de la entidad o del grupo, de forma que las funciones de cada una de ellas se ejerzan de forma autónoma, y se eviten conflictos de intereses. La existencia de personalidad jurídica separada o las barreras físicas son factores que refuerzan la efectividad de las medidas. En la carta circular antes aludida, y antes de llevar a cabo las recomendaciones, hace la siguiente exposición de motivos, que la recogemos íntegramente dado su interés: «En todos los ordenamientos y en todos los momentos, la creación de murallas chinas ha contribuido a garantizar que la información privilegiada y reservada no sea utilizada dentro de las entidades de crédito o de valores de forma abusiva o desleal. En un sistema financiero como el español, que permite la actuación de bancos universales, sin limitación alguna, y en un momento como el actual, en el que los mercados de valores españoles deben imponerse al reto de la Unión Europea y de la Moneda Única reforzando su seriedad y transparencia, la importancia de esta institución se multiplica».

A continuación, recogemos las principales recomendaciones recogidas en este documento, las cuales no tienen carácter obligatorio:

- I. El establecimiento de murallas chinas debiera ser abordado en los reglamentos internos de conducta, haciéndose referencia, entre otras cuestiones, a las siguientes:

Definición de áreas separadas.

Potenciales conflictos de intereses que pudieran darse con algunos clientes.

Especial atención a la información privilegiada en las áreas de análisis y banca de inversiones.

²⁵ Entre las cuestiones más significativas contempladas en este artículo 3, resaltamos las siguientes:

- Todas las entidades que actúen en el mercado de capitales deben elaborar un reglamento interno de conducta de obligado cumplimiento que regulará la actuación de sus órganos de administración, empleados y representantes.
- Todas las operaciones que realicen los miembros de los órganos de administración por cuenta propia, así como aquellos otros empleados que la sociedad considere en su reglamento interno de conducta, deberán ser realizadas con la mediación de la entidad.
- Toda entidad deberá recabar información sobre los posibles conflictos de intereses de los empleados por cuestiones familiares, etc.
- Toda entidad deberá establecer la obligatoriedad para sus administradores, empleados y representantes de no utilizar la información obtenida por la entidad, en su propio beneficio, bien porque la use directamente, bien porque la facilite a clientes seleccionados o a terceros, sin el conocimiento de la entidad.

Especial atención a los posibles conflictos cuando se actúe como colocador de valores.

Para que una barrera sea efectiva, se requiere de un compromiso expreso de empleados, directivos o consejeros, que trabajen en un área determinada, de no transmitir información privilegiada.

Sería conveniente la separación física entre áreas separadas, el acceso restringido a oficinas o despachos, la protección de archivos, ficheros y bases de datos, programas informáticos, ordenadores, estudios e informes u otros documentos de carácter reservado, así como la utilización de códigos de trabajo, o nombres en clave, para designar proyectos sensibles.

2. Control de cumplimiento normativo: toda entidad debería implantar un sistema de control de cumplimiento de lo establecido en su Reglamento Interno de Conducta. Una alternativa podría ser la de designar un responsable de cumplimiento normativo, que informe directamente al Consejo de Administración, a su presidente o al primer ejecutivo de la entidad, al que se le encargue la gestión y supervisión de los sistemas de contención de información.
3. Desarrollar programas de formación que garanticen el conocimiento por parte del personal de la entidad, de las normas de conducta del mercado de valores, especialmente las relativas a barreras de información, conflictos de intereses e información privilegiada o reservada, y de los procedimientos internos para asegurar su cumplimiento.

En una encuesta reciente realizada por la CNMV en 1999, y dirigida a las Agencias y Sociedades de Valores, se evidencia que los reglamentos internos, documentos básicos que regulan el cumplimiento de las normas de conducta de estas entidades, incluyen, casi siempre, referencias precisas para el control de la información privilegiada y la evitación de su uso. Una de las medidas más empleadas, para eludir lo anterior, ha sido la separación de áreas o establecimiento de murallas chinas o barreras de información. Igualmente, otra evidencia se refiere a que el 81% de las Sociedades y Agencias de Valores han creado procedimientos específicos de control de las operaciones personales de consejeros y empleados, para evitar el uso de información privilegiada. También suelen establecer períodos mínimos de mantenimiento de los valores con el fin de evitar la especulación a corto plazo²⁶.

1.4. Conclusiones

Una de las primeras conclusiones que quisiéramos resaltar, sería el hecho de que la ética en los mercados de capitales, dentro del alcance de la normativa y regulación analizada en este capítulo, tanto nacional como internacional, tiene un sentido muy restringi-

²⁶ Los resultados de la encuesta se encuentran disponibles en: http://www.es/que_es/estudio/encuesta.pdf.

do, limitándose a cuestiones relativas a la protección de inversores, funcionamiento de los órganos de gobierno de las sociedades, y a evitar el uso indebido de información privilegiada.

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 muy recientemente (febrero de 2001), por parte de organizaciones profesionales, tal sería el caso del Instituto Español de Analistas Financieros, 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 inversores institucionales y analistas, en ningún caso, y a diferencia de la legislación del Reino Unido y Estados Unidos, se declara lo conveniente de estos flujos de información para el buen funcionamiento del mercado. Todo lo anterior, nos llevará a analizar, empíricamente, en capítulos siguientes, si dicha legislación ha alterado las relaciones de las empresas con los inversores, y cómo ha afectado al proceso de divulgación de información financiera.

1.5. Bibliografía

- BABIO, M. R. y MUIÑO, M. F. (2000): «Compliance with the Olivencia Code: Changes observed in Spanish companies disclosure policy». Comunicación presentada al Congreso de la EAA. Munich. 2000.
- BACKOF y MARTIN (1991): «Historical perspectives: development of the codes of ethics in the legal, medical and accounting professions». *Journal of Business Ethics*. Vol. 10. 1991. pp. 111 y ss.
- BENSON (1989): «Codes of Ethics». *Journal of Business Ethics*. Vol. 8. pp. 305 y ss.
- CACCESE, M.S. (1997): Ethics and the Financial Analyst. *Financial Analysts Journal*. January-February. 1997. pp. 9-14.
- CADBURY COMMITTEE (1992): Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance. Gee Publishing Ltd. Londres.
- CARTA CIRCULAR 10/1997 de la CNMV sobre criterios para el establecimiento de barreras de información. 21 de julio de 1997.
- CARTA CIRCULAR 14/1998 de la CNMV. Hechos relevantes y su comunicación a la CNMV y al Mercado. 28 de diciembre de 1998.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2000): Nota de Prensa del 23 de marzo del 2000. CNMV.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2000): Memoria 1999. CNMV.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (1999): Resultados de la encuesta sobre Reglamentos Internos de Conducta y Murallas Chinas. http://www.cnmv.es/que_es/estudio/encuesta.pdf.

- CONANT, C.A. (1904): *Wall Street and the Country*. Greenword Press. Nueva York. 1904.
- DIRECTIVA DEL CONSEJO de la CEE, de 13 de Noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada. Directiva 592/1989. Publicada el 18/ 11/ 1989.
- DOBSON, J. (1993): «The Role of Ethics in Finance». *Financial Analysts Journal*. Nov-December. 1993. pp. 57-61.
- DOBSON, J. (1997): «Ethics in Finance II». *Financial Analysts Journal*. January-February 1997. pp. 15-25.
- FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A. (1994): Los Reglamentos Internos de Conducta de las entidades y profesionales del mercado de valores: Líneas generales de una nueva institución. En el libro: El reto de las Relaciones con Inversores en los noventa. AERI. 1994. pp. 269-294.
- FINANCIAL ANALYSTS FEDERATION (1989): *Code of Ethics, and Standards of Professional Conduct*. Charlottesville, VA: Financial Analysts' Federation.
- FOSTER (1993): Exchange cracks down on private briefings. *Financial Times*. 15 may. P.1.
- GILLIS, J.G. (1988): *Insider Trading*. En Levine S.N. (ed). *The Financial Analyst's Handbook* (2nd edition). Homewood, Illinois (USA): Dow Jones Irwin. pp. 1765-1808.
- GOODWAY, N. (1993): City Editor. *The Guardian*. 3 de Julio.p.24.
- GREENBURY COMMITTEE (1995): *Report of a Study Group Chaired by Sir Richard Greenbury on Directors' remuneration*. Gee Publishing. Ltd. London.
- HAMPEL COMMITTEE (1998): *Final Report of the Committee on Corporate Governance*. Gee Publishing Ltd. Londres.
- HENDERSON, V.E. (1984): The spectrum of ethicality. *Journal of Business Ethics*. 3. pp. 163-169.
- HOLLAND, J. (1996): Corporate and Institutional Control over the dissemination of price sensitive information. *The European Journal of Finance*. 2. pp. 77-1012.
- HOLLAND, J. Y STONER, G. (1996): «Dissemination of Price-Sensitive Information and management of Voluntary Corporate Disclosure». *Accounting and Business Research*. Vol. 26. N.º 4. pp. 295-313.
- INSTITUTE OF INVESTMENT MANAGEMENT AND RESEARCH (1992): *Report and Accounts for the year ended 31st July 1992*. Bromley. Kent.
- INTERNATIONAL SOCIETY OF FINANCIAL ANALYSTS (ISFA) (1996): *International Code of Ethics and Conduct*. International Coordinating Committee. Report and Recommendation of the Task Force on the International Code of Ethics and Standards of Professional Conduct. 25 de septiembre de 1996.
- INTERNATIONAL STOCK EXCHANGE (1989): *Working with industry 1988*. The International Stock Exchange Conference for Industry. 27 de octubre de 1988. Conference Report. Londres. The International Stock Exchange.
- LEY 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. BOE de 29 de julio.
- LEY 37/1998, de 16 de noviembre, de Reforma de la ley 24/1988, de 28 de julio, de Mercado de Valores. BOE de 17 de diciembre.
- LONDON STOCK EXCHANGE (1994): «Guidance on Dissemination of Price-Sensitive Information». February. 1994.
- LÓPEZ-BARAJAS, A. (2000): «La incidencia del hecho relevante en la comunicación financiera y en el inversor individual». *Boletín de la Asociación Española para las Relaciones con Inversores*. Primer Trimestre. 2000. pp. 8-9.
- MAGURREGUI, M. (1927): «La especulación bursátil y sus efectos». *Razón y Fe*. 79 (1927). pp. 128 y ss.
- MANNE, H. (1966): *Insider Trading and the Stock Market*. Free Press. Nueva York.
- MANNE, H. (1966): «In defense of Insider Trading». *Harvard Business Review*. 44. 1966.
- MARCKJUS, M. (1993): *The Observer*. May. 16 th. P. 26.
- MARSTON, C. (1993): *Company Communications with Analysts and Fund Managers*. Phd. University of Glasgow.

- MARSTON, C. (1999): *Investor Relations Meetings: Views of Companies, Institutional Investors and Analysts*. The Institute of Chartered Accountants of Scotland. 1999.
- MATHEWS, M.R. (1993): *Socially Responsible Accounting*. Chapman & Hall. Londres. 1993.
- MELE, D. (1998): Aspectos éticos de los mercados de valores. En SANCHEZ FERNANDEZ DE VALDE-RRAMA (1998): *Curso de Bolsa y Mercados Financieros*. IEAF. Ariel Económica. pp. 486-507.
- MELE, D. Y LLAMAZARES, A. (1991): *Tormenta en Wall Street. Caso de estudio TDN-6 I*. Ediciones IESE. Barcelona. 1991.
- OLIVENCIA, M. (1998): Informe de la Comisión Especial para el estudio de un código ético de los Consejos Administrativos de las sociedades. BOICAC. N.º 33.
- PASTOR, F. (2000): «Carpetazo al caso, Juan Villalonga». *Economía*. Diario de Cádiz. 3 de Agosto 2000. P. 34.
- PIT y GROSKAUFMANIS (1990): «Minimizing corporate civil and criminal liability: a second look at corporate codes of conduct». *Georgetown Law Journal*. Vol. 78. pp. 1601 y ss.
- REAL DECRETO 629/1993, de 3 de mayo, sobre Normas de Actuación en los Mercados de Valores y Registros Obligatorios. BOE de 21 de mayo de 1993.
- RIAHI-BELKAOUI, A. Y PAVLIK, E.L. (1992): *Accounting for Corporate Reputation*. Quorum Books. London. 1992.
- RICE, R. (1994): Report on a Securities arranged seminar in Edinburgh. *Financial Times*. Tuesday. 22 de Marzo. P. 16.
- SCHMIDT, H (1991): *Insider Regulation and Economic Theory*. Capítulo 2 en: *European Insider Dealing*. Butterworth.
- SOCIETY OF INVESTMENT ANALYSTS (1981): *Guidelines to Insider Dealing*. Bromley, Kent. The Society of Investment Analysts.
- SUTER, J.A.C. (1989): *The regulation of insider dealing in Britain*. London. Butterworths and co Publishers Ltd.
- TENA, V. (2000): «La ética de las relaciones financieras». *Técnica Económica*. Número 170. Junio 2000. Año LXVI. pp. 19-26.
- WINE, W.F., HENDEL, C.J. y GEORGE, F.C. (1994): «Dónde está la frontera en el tratamiento de la información a efectos de Insider Trading en Estados Unidos». En el libro: *El reto de las relaciones con inversores en los noventa*. AERI. pp. 247-261.

Capítulo II

LAS ESTRATEGIAS DE DIVULGACIÓN EN LAS GRANDES COMPAÑÍAS ESPAÑOLAS

2.1. Introducción

En la literatura financiera, y en la práctica empresarial de aquellas compañías que cotizan en mercados organizados, se suelen identificar tanto a los departamentos y áreas empresariales como a las actividades dirigidas a comunicar información financiera, relativa a la compañía, a la comunidad financiera con la denominación de Relaciones con Inversores (*Investors Relation* en la terminología anglosajona); por lo que con esta denominación se hace referencia a estrategias, objetivos, políticas y actividades relacionadas con la oferta informativa empresarial.

Las Relaciones con Inversores son definidas por el National Investors Relation Institute²⁷ (NIRI, 1994) como «una actividad corporativa de marketing, que combina las disciplinas de comunicación y finanzas, la cual provee a los actuales y potenciales inversores de una representación exacta de las realizaciones pasadas, presentes y futuras de la empresa». Mahoney (1991) describe la relación con inversores de la siguiente forma: «Es una tipología de marketing clásico. Para ello, cuenta con todos los ingredientes: investigación previa para determinar la audiencia objetivo y comprender los motivos que le llevan a comprar las acciones de la compañía, diseñar estrategias que hagan la compañía más atractiva, diseñar y comprobar los mensajes a transmitir y los vehículos más adecuados, medir los resultados para detectar debilidades e incrementar el uso de aquéllo que mejor funcione». Además, el NIRI (1995) señala cuál es el objetivo fundamental de las relaciones con inversores: «realizadas de forma efectiva, las relaciones con inversores pueden tener un efecto positivo en el valor que el mercado le asigna a la empresa como un todo, y en el coste de capital de la misma».

²⁷ Se trata de un organismo o asociación privada en Estados Unidos, cuyos miembros representan a un número importante de empresas cotizadas. Los miembros suelen ser profesionales dedicados al ámbito de comunicación financiera o relaciones con inversores.

En resumen, las relaciones con inversores pueden ser definidas como una actividad que enlaza a la empresa con el mercado, suministrando información que ayude a la comunidad financiera, y al público inversor, a evaluar la compañía. Una forma de suministro de información sería la publicación de cuentas anuales e intermedias, no obstante, como tendremos ocasión de analizar en este capítulo, el flujo de información no se limita a lo anterior, siendo los canales de comunicación no sólo públicos, sino también privados. Las relaciones con inversores, en nuestra opinión, no debieran entenderse como un proceso neutral de suministro de información, dado que se van a preocupar de gestionar los flujos de información en pro de los mejores intereses de la empresa. De acuerdo con Ryder y Regester (1989, p.16), las relaciones con inversores tienen una importancia estratégica, creando una fuerte relación con los inversores se puede ayudar a la compañía a desarrollar estrategias que sean bienvenidas o aprobadas por los accionistas. Lev (1992), por otra parte, discute la importancia de la estrategia de divulgación financiera de la empresa, y sugiere que las estrategias de divulgación voluntaria debieran ir guiadas a minimizar las sorpresas en los inversores, fundamentalmente las de tipo negativo.

En función de todo lo anterior, el objetivo de este capítulo va a ser el investigar cuál es el estado actual de las relaciones con inversores en España; dado que, en la actualidad, el análisis de la oferta informativa de las empresas cotizadas estaría, sin dudas, ligado al análisis de las funciones, objetivos y actividades desarrolladas por estos departamentos, relativamente recientes, al menos en el caso español. En concreto, vamos a tratar de dar respuesta a los siguientes interrogantes:

- ¿Cuándo se crean los Departamentos de Relaciones con Inversores?
- ¿Cuáles son las causas o factores que inducen a su creación?
- ¿Cuáles son sus objetivos?
- ¿Qué beneficios se derivan de la divulgación de información financiera?
- ¿Cuál es la dependencia orgánica de los departamentos de Relaciones con Inversores?
- ¿Cuáles son los costes y límites de la divulgación de información?
- ¿Qué papel juega la información contable en las políticas de comunicación?
- ¿Qué canales de comunicación se utilizan? ¿Cuáles son sus costes y beneficios?
- ¿Cómo interactúan los distintos canales de comunicación?
- ¿Cómo se disemina la información desde la empresa al mercado?

En ningún caso vamos a tratar de aceptar o rechazar ninguna hipótesis de partida, simplemente tratamos de abordar un estudio exploratorio que coadyuve a la construcción de una teoría que sirva de enlace entre la eficiencia de los mercados de información y la eficiencia del mercado de capitales.

Para cumplir con los objetivos propuestos, hemos llevado a cabo una serie de entrevistas con los responsables de las relaciones con inversores en un número significativo de las compañías españolas que cotizan en el mercado continuo, en concreto veintiséis. Antes de presentar, en el presente capítulo de este trabajo de investigación, el análisis derivado de dicha metodología cualitativa de investigación, comenzaremos señalando las características de la literatura que ha estudiado este tema, así como el papel que han teni-

do las asociaciones profesionales en su desarrollo, y las conclusiones más significativas de distintos trabajos de investigación previos, realizados fundamentalmente en el Reino Unido, sobre los procesos de comunicación financiera y las actividades y organización de las Relaciones con Inversores.

2.2. Antecedentes internacionales de las relaciones con inversores en las compañías cotizadas

La literatura que trata sobre esta actividad, relativamente reciente entre las compañías españolas, se materializa fundamentalmente en libros y artículos más relacionados con la gestión, marketing y relaciones públicas que con las finanzas y la contabilidad, no existiendo, por otra parte, un interés académico especial por esta actividad hasta fechas muy recientes. Adicionalmente, algunas organizaciones han publicado guías y códigos a aplicar en esta actividad, en general²⁸, y en el caso de utilización de información privilegiada, en particular²⁹. En los libros de Gummer (1987), Hayes (1989), Regester (1993) y Ryder y Regester (1989), entre otros, se resalta la importancia de desarrollar esta función dentro de las compañías cotizadas, así como la mejor forma de gestionarla³⁰.

Dado que Estados Unidos es considerado como el país con el mayor nivel de desarrollo en los mercados de capitales a nivel mundial, no es de extrañar que sea el mercado donde este tipo de actividades ha surgido por primera vez³¹ y, por tanto, donde exista un estado más avanzado de las mismas. Prueba de lo anterior lo constituye el hecho de que en 1969 se constituyera, ubicada en Washington, la primera organización profesional que

²⁸ Véase al respecto, el libro «Investors Relation: A guide for Directors» publicado por la Bolsa de Londres en 1988.

²⁹ Institute of Directors (1985) y Society of Investment Analysts (1986).

³⁰ Gummer (1987) sostiene que la responsabilidad última de las relaciones con inversores debe tenerla el Presidente o algún Consejero Delegado de la Compañía. Esta opinión es reiterada y compartida por Ryder y Regester (1989, pp. 172-173), quienes consideran que en el equipo de relaciones con inversores debe incluirse al Director Financiero, aconsejando el nombramiento a un nivel senior del responsable de relaciones con inversores. Hayes (1989) aconseja, también, que en los programas de comunicación participe alguna empresa de asesoramiento externo.

Ryder y Regester (1989) y Gummer (1987) identifican en sus manuales o, mejor dicho, prescriben cómo ha de desarrollarse un programa de relaciones con inversores: la audiencia objetivo, diseño y comunicación de los mensajes, elaboración del calendario financiero de publicación de información, actuaciones ante malas noticias. Regester (1993) sugiere que las empresas deberían planificar previamente, en materia de comunicación, cómo actuar ante crisis de gestión y eventos excepcionales.

La literatura sobre relaciones con inversores provee de descripciones y recomendaciones, con un nivel de detalle importante, sobre cómo debieran actuar las empresas en sus relaciones con analistas e inversores institucionales. Sobre este particular, Dignan (1989) opina que existe una propensión en las empresas a obviar a los analistas, informando directamente a los gestores de fondos.

³¹ En diversos artículos, se cita a la empresa americana General Electric como la primera compañía en crear un Departamento de Investor Relations.

aglutinaba de forma voluntaria a todos aquéllos que desarrollaban su actividad en el entorno de relaciones con la comunidad financiera, cuya denominación es la de National Investor Relations Institute, la cual en 1992 contaba con 2300 miembros y, aproximadamente, 5.000 en la actualidad³². Por otra parte, de acuerdo con Marcus (1983, p.297), existen seis publicaciones periódicas, en Estados Unidos, que se dedican exclusivamente a este tema. Igualmente, Marcus (1983) escribió un libro titulado «Competing for Capital in the 1980», el cual es una actualización de su obra pionera, sobre este particular, publicada en 1975. En este texto se dan de forma comprensiva (pp. 40-54) instrucciones sobre cómo llevar a cabo la comunicación financiera en diferentes apartados, como los siguientes:

- Reuniones o presentaciones a analistas.
- Reuniones individuales o conversaciones telefónicas con analistas.
- Reuniones con inversores institucionales.
- Preparación y distribución de material escrito para su distribución a la comunidad financiera, incluyendo la información anual y la intermedia.
- Envío regular y periódico de información a la comunidad financiera, incluyendo los comunicados de prensa.
- Las relaciones con la prensa.

Aunque la mayor parte del texto se dedica a temas prácticos, de tiempo de exposición y ciertos protocolos, también hace referencia a algunos problemas más serios, tales como el peligro derivado de responder a preguntas de los analistas relativas a proyecciones de beneficio (pp. 45-46), donde hace referencia al hecho de publicar selectivamente alguna información que no haya sido hecha pública previamente. En este texto de 1983, se destaca la importancia de los analistas, de manera que un objetivo del área de relaciones con inversores sería que se generara el mayor número posible de informes de la compañía por parte de las compañías de análisis (p.47). Igualmente, en un entorno de extrema preocupación con la información privilegiada, recomienda que se conserve un registro escrito de cualquier tipo de comunicación con los analistas.

La creciente importancia de las relaciones con inversores se materializa en el Reino Unido, en 1980, con la creación de la Investor Relations Society³³, entre cuyos miembros se encuentran los directivos con responsabilidades en el área de relaciones con inversores, directores financieros y responsables de las secretarías generales. Los objetivos de esta asociación son los siguientes:

- Trabajar para una mejor comunicación entre empresas e inversores.
- Mejorar las técnicas de relaciones con inversores.
- Recomendar los más altos estándares de ética y profesionalidad.
- Representar los intereses de sus miembros ante el gobierno, organismos reguladores y la comunidad financiera.

³² Puede verse en: <http://www.niri.org>.

³³ Puede consultarse en: <http://www.ir.soc.org.uk>.

Proveer de un foro adecuado para que sus miembros intercambien diferentes experiencias y puntos de vista.

Una muestra de la creciente importancia de las relaciones con inversores, la podemos encontrar en el libro titulado «Investor Relation: A guide for Directors» publicado por el Listed Companies Advisory Committee (1988) de la Bolsa de Londres. Señalamos a continuación, por su interés, algunos de los comentarios recogidos en el mismo (p.7):

«Creemos firmemente en la importancia de desarrollar un programa integrado y activo de contactos con los accionistas. Las Relaciones con Inversores deberían considerarse como una disciplina profesional, donde su propósito fuera el suministrar suficiente información sobre la compañía, que permita a los inversores llevar a cabo decisiones de inversión, bien sustentadas desde el punto de vista informativo.

Los directivos y el Consejo de Administración tienen un importante papel que jugar en lo anterior. Los contactos personales con accionistas están en el corazón de un programa exitoso de relaciones con inversores».

Por otra parte, la Bolsa de Londres organizó, en octubre de 1988, una conferencia titulada «Working with Industry 1988». Esta conferencia incluía dos temas a tratar, siendo uno de ellos «Keeping the Market Informed», donde tanto empresas como analistas mostraron sus puntos de vista sobre la importancia de las relaciones con inversores.

En el caso español, no es hasta el año 1991 cuando se crea una asociación similar a las anteriores, cuya denominación es la de Asociación Española para las Relaciones con Inversores (AERI), cuyos miembros, y de acuerdo con sus estatutos, podrán ser sociedades cotizadas en Bolsa Española representada por una o más personas pertenecientes a dicha sociedad, y que dentro de ella realicen su labor como profesionales de las Relaciones con Inversores. Asimismo, podrá ser admitido como miembro cualquier otra sociedad que no cotice en Bolsa, pero que reúna unas características, así como un interés por los objetivos de la Asociación, que a juicio de la Junta Directiva se consideren como suficientes como para pertenecer a ella. En cuanto a las personas físicas, podrán ser miembros de la Asociación a título personal cuando acrediten tener relación con el ámbito de actuación de la Asociación, e interés en el logro de los objetivos de la misma.

En los momentos actuales, de acuerdo con la Memoria del ejercicio 1999, la Asociación contaba en julio de 2000 con 37 sociedades miembros³⁴ (25 en el momento de la constitución), las cuales representaban el 71.66% de la capitalización bursátil de la Bolsa de Madrid al 31/03/00.

³⁴ Aguas de Barcelona, Altadis, Autopistas Concesionaria Española S.A. (ACESA), Amadeus, Aldeasa,, Azkar, Azucarera Ebro Agrícolas, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Banco Santander Central Hispano, Banco Popular, Bankinter, Befesa Medio Ambiente, Cepsa, Endesa, Europistas, Ferrovial, Filo, Fomento de Construcciones y Contratas, Gas Natural, Hidroeléctrica del Cantábrico, Iberdrola, Iberpistas, Indra, Inmobiliaria Colonial, OHL, Prima Inmobiliaria, Red Eléctrica de España, Repsol, Tafisa, Telefónica, Terra, TPI, Tubacex, Unión Fenosa, Uralita, Valenciana de Cementos y Vallehermoso.

Entre las actividades de la Asociación, destacamos la organización de conferencias, la divulgación de un boletín trimestral, la publicación de una revista electrónica que puede consultarse en la página web de la asociación³⁵, y la edición de un libro en febrero de 1994 titulado «El reto de las Relaciones con Inversores en los noventa», el cual recopila un total de 20 artículos de profesionales del mundo financiero de España, Reino Unido y Estados Unidos. En estos momentos, está pendiente de publicación otro libro en la misma línea que el anterior. Igualmente, desde 1996, la revista «Bolsa de Madrid» viene ofreciendo a AERI la oportunidad de incluir artículos de diversos aspectos relacionados con la disciplina de Relaciones con Inversores, llevándose publicados hasta agosto de 2000 unos 15 trabajos, aproximadamente.

En los estatutos de AERI, se establecen los siguientes objetivos para la Asociación:

Contribuir a la mejora de las relaciones entre las compañías y la comunidad inversora.

Alcanzar de forma coordinada, entre los miembros, la mayor transparencia posible en la divulgación de información relevante.

Preservar la veracidad, relevancia y calidad de la información distribuida al mercado, a través del establecimiento de códigos de conducta y, en la medida de lo posible, de criterios más homogéneos de presentación de la información.

Ofrecer un foro para el intercambio de experiencias y opiniones entre los miembros de la Asociación, así como con otras instituciones relacionadas con el mercado de valores, que contribuya al desarrollo y perfeccionamiento de las técnicas empleadas por los profesionales de las Relaciones con Inversores.

Establecer una vía de comunicación y cooperación con las autoridades reguladoras del Mercado en lo referente a la regulación, tutela y control de la emisión de información financiera por las empresas dirigida al colectivo de inversores y analistas financieros, y de las relaciones entre ambos colectivos en un sentido amplio, así como de cualquier otro aspecto relevante para los mercados financieros y bursátiles.

No quisiéramos terminar este apartado sin aludir a la existencia de una Federación Internacional para las Relaciones con Inversores³⁶, que nació de la iniciativa de colaboración en el año 88, entre las cuatro asociaciones nacionales de relaciones con inversores existentes en ese momento, como serían el NIRI americano, la IRS del Reino Unido, la DIRK danesa y la CLIFF, en el caso francés. Hasta el momento se han celebrado once conferencias, la última se ha mantenido en el mes de septiembre de 2000 en Londres, estando integrados en la International Investors Relation Federation (IIRF), las siguientes asociaciones y países:

³⁵ Véase en: <http://www.aeriesp.net>.

³⁶ Puede consultarse en: <http://www.iirf.org>.

Alemania (DIRK)
Canadá (CIRI)
Finlandia (FIRS)
Italia (AIR)
Noruega (NIRA)
Suiza (SIRV)
Austria (CIRA)
Dinamarca (DIRF)
Francia (CLIFF)
Japón (JIRA)
Reino Unido (IRS)
Estados Unidos (NIRI)
Bélgica (BIRA)
España (AERI)
Holanda (NEVIR)
Corea (KLCA)
Suecia (SIRA)

2.3. Investigación previa³⁷

Aunque se haya realizado algún tipo de investigación académica en este ámbito, principalmente en Reino Unido, en el caso español no tenemos evidencia de que se haya efectuado con anterioridad³⁸.

En el Reino Unido, un estudio pionero fue efectuado por Newman (1984), el cual llevó a cabo una serie de entrevistas, cuyo número no se especifica en el trabajo, durante 1982 y 1983, con las mayores compañías del Reino Unido, al objeto de observar el papel y los beneficios que le conferirían a las Relaciones con Inversores. Sus resultados se presentan como una selección de 13 visiones diferentes de la naturaleza de esta actividad. Un ejemplo de lo anterior sería el siguiente: «Las relaciones públicas financieras ayudan a crear un análisis exacto de lo que el grupo está haciendo. Ayuda a mantener el fondo de comercio. Posibilita alisar las fluctuaciones de precios que aparecen y se intensifican con la especulación y los rumores. Posibilita la financiación a un coste más bajo si el público inversor tiene confianza en el precio de la acción».

Una encuesta más completa se realizó en 1989, por Taylor Nelson Research Ltd., bajo el encargo de la Equity International Magazine. Este trabajo investiga las percepciones

³⁷ Un análisis más exhaustivo de los costes, beneficios y factores que afectan a la cantidad de información divulgada por las empresas, puede verse en Larrán (2001)

³⁸ No obstante, la Asociación Española para las Relaciones con Inversores acaba de publicar, en septiembre de 2000, un estudio basado en cuestionarios, donde no se indica el número de empresas que configuran la muestra, a fin de conocer la efectiva implementación, y el grado de institucionalización de los departamentos de Relaciones con Inversores en las compañías españolas que cotizan en los mercados de valores (AERI, 2000).

que existen en el mercado británico sobre la actividad de relaciones con inversores, y se proclaman como los primeros en llevar a cabo un proyecto de investigación sobre este particular. Se lograron 60 respuestas de 250 cuestionarios enviados a gestores de fondos. Los resultados muestran la percepción de que, en la fecha de llevarse a cabo el estudio, todavía han de hacerse importantes cambios y mejoras en esta actividad. Los gestores identificaban a los directores financieros como su contacto principal en las compañías, considerando que un programa efectivo de relaciones con inversores puede tener un impacto positivo en las percepciones que los inversores poseen de la compañía, y en la evaluación de su futuro.

Marston (1993, 1996) investigó la organización de las relaciones con inversores a través de un cuestionario enviado a las mayores empresas del Reino Unido, durante los años 1991 y 1992. El número de cuestionarios recibidos fue de 337, lo cual significó una tasa de respuesta del 62%. Los resultados de este estudio reflejaban que distintos directores de las compañías estaban involucrados en las actividades de relaciones con inversores, incluidos presidentes, consejeros delegados y directores financieros. El 52% de las compañías, de las cuales se obtuvo respuesta, disponían de un responsable de Relaciones con Inversores, siendo las compañías que habían sido privatizadas y con un riesgo específico más elevado, las más propensas a incluir estos departamentos en sus organigramas. Estos resultados proveen de una visión bastante real de la situación de esta actividad entre las compañías del Reino Unido en los años 1991 y 1992.

Holland (1997, 1998,^a 1998b) llevó a cabo en su trabajo 33 entrevistas semiestructuradas con directivos de compañías del Reino Unido, al objeto de obtener evidencias relativas al proceso de comunicación financiera, fundamentalmente información privada más que pública. Uno de los hallazgos más importante del estudio de Holland (1997) es que la divulgación privada de información y la información contable anual e intermedia están ligadas dentro de un amplio sistema de divulgación, tanto público como privado, donde el Informe Anual juega un papel central. Adicionalmente, Holland (1998b) muestra como el calendario de divulgación de información pública tiene una fuerte influencia en el contenido, estructura y periodicidad del proceso privado de comunicación. Los informes contables constituyen la cantidad mínima de información a divulgar, y la base sobre la que estructurar la información privada. Sobre el anterior aspecto, uno de los entrevistados se manifestaba de la siguiente forma:

«La diferencia entre la información contable publicada y las presentaciones estriba en que la información contable representa la comida o el menú completo, las presentaciones privadas nos permiten contar cómo la hemos preparado».

El Informe Anual constituye una plataforma y un punto de partida para las discusiones con analistas e inversores institucionales. No obstante, la información contable tiene sus limitaciones con respecto a la comunicación. Una de sus limitaciones estriba en que está diseñada para cubrir los objetivos de diferentes usuarios, por lo que no está hecha a la medida de los inversores. Otra limitación reside en que factores tan importantes para el proceso de valoración como la calidad de la gestión, visión de los directivos de las estrategias y competencia, innovación, desarrollo de marcas, etc. son considerados por la

empresa como elementos excesivamente delicados e importantes como para ser publicados en el informe anual (Holland, 1997)³⁹. Adicionalmente, Holland (1998b) encuentra evidencias relativas a que los directivos prefieren divulgar estas cuestiones en reuniones privadas, en encuentros con un solo analista o un solo inversor, lo que se denomina como reuniones *one-to-one*.

Por otra parte, Holland (1998b) encontró que la estructura o proceso de divulgación privada se podría describir alrededor de estos cinco temas, los cuales tienen conexión entre ellos:

- i) Fines y objetivos.
- ii) Costes y beneficios, así como elección de canales de divulgación.
- iii) Información divulgada y temas a tratar con las instituciones.
- iv) Restricciones a la divulgación.
- v) Intercambio y aprendizaje bidireccional.

Aunque Holland investigó el proceso de divulgación privada, es probable que el proceso global de comunicación de la empresa participe de similares características. Otras evidencias hacen referencia a que los documentos escritos se utilizan para estructurar las discusiones con inversores institucionales y analistas financieros, constituyendo un punto de partida para el diálogo privado (Holland, 1998b). Los contactos directos, con inversores y analistas, posibilitan que se sitúen en el punto más alto posible de la curva de aprendizaje sobre la situación de la compañía (Holland, 1998.^a). El diálogo privado crea una oportunidad única para la empresa de discutir cuestiones con los inversores que no podrían hacerse en público, o en documentos escritos. De esta forma, aunque la divulgación de información privada no constituya en sí misma divulgación selectiva y no pública de información que pudiera afectar sensiblemente a la formación de precios si fuera publicada en ese momento, los analistas e inversores institucionales que la reciben se convierten en usuarios más y mejor informados y, por lo tanto, se sitúan en una mejor posición, desde el punto de vista de la competencia, para evaluar el impacto que nueva información y nuevos eventos, cuando se hagan públicos, puedan producir en el precio de las acciones. Este mayor estado de conocimiento sobre una compañía puede enriquecer el conjunto de información pública, poniéndose en evidencia a través de los informes publicados por los analistas, y las operaciones de compra o venta que realicen los inversores institucionales.

En el ámbito del Reino Unido, también, Barker (1998) llevó a cabo un estudio basado en entrevistas y cuestionarios dirigido a analistas, gestores de fondos y directores financieros, donde las conclusiones son similares, o no contradictorias a las anteriores. Entre otros resultados, se destaca que a las empresas les preocupa también estar sobrevaloradas, no solamente la infravaloración, la importancia de la información contable en el proceso de comunicación, y el hecho de que los analistas tienen una visión en sus informes más a corto plazo que los gestores de carteras. Otro resultado, sorprendente en este tipo de trabajos, sería que los gestores de carteras no delegan a los analistas el proceso de

³⁹ Véase Lev (1996), para una discusión de los activos intangibles.

comunicación privada con los directivos de compañías, al considerar que se trataría de un recurso informativo excesivamente valioso como para dejarlo en manos de terceros con objetivos, en algunos casos, diferentes.

Para terminar, con el caso del Reino Unido, resaltar el trabajo de Marston (1999), basado en entrevistas con diez Directores Financieros o responsables de Relaciones con Inversores, seis inversores institucionales y seis analistas financieros. Los resultados, en general, son similares a los obtenidos, previamente, por Holland (1997, 1998.^a, 1998b).

Por el contrario, en Estados Unidos no existen estudios empíricos sobre el particular, aunque evidencias de su importancia y existencia se pueden encontrar en algunos textos de corte profesional, como los de Marcus (1983), Mahoney (1991) y Marcus y Wallace (1997).

Salvo en el caso del Reino Unido, en el resto de Europa es casi inexistente la investigación sobre este particular, aunque hay un número importante de artículos que muestran una preocupación creciente en este tema, en revistas como *Investor Relations Magazine*, que en su número de septiembre de 1998 señalaba que: «en los últimos 3-5 años, tanto las inversiones como las comunicaciones en Europa han sufrido un cambio importante provocado por el incremento en inversiones de renta variable, proceso de desregulación, incentivos gubernamentales y, de una forma significativa, por la globalización y mayor competitividad de los mercados».

En Suecia, tendríamos que resaltar el trabajo sobre estrategias de divulgación, basado en la elaboración de un índice de divulgación de información voluntaria, y una encuesta a analistas donde se identificaba la estrategia de divulgación de cada compañía, en el que Adrem (1999) obtiene como principales resultados que la probabilidad de que una compañía tenga una estrategia de divulgación proactiva incrementa con el tamaño y la dispersión del accionariado, y disminuye si pertenece al sector de comercio y servicios. Otro hallazgo, se refiere al hecho de que aquellas compañías con estrategias más proactivas de comunicación son seguidas por un mayor número de analistas, teniendo, por tanto, una dispersión en los pronósticos de beneficios por acción significativamente más baja que en el resto de empresas.

A nivel europeo, habría que destacar el trabajo de Marston y Straker (2000), donde se enviaron cuestionarios a las 80 compañías de mayor tamaño en Europa, excluyendo las correspondientes al Reino Unido, de las cuales contestaron 47, siendo 4 de ellas compañías españolas. Los resultados muestran que gran parte de las empresas tienen organizado un departamento de relaciones con inversores, con una antigüedad media de 7 años y dos meses, y dependientes de la Dirección Financiera. Se ponen de manifiesto en el trabajo ciertas preferencias por parte de las empresas de unos métodos de comunicación sobre otros. Un hallazgo adicional sería que el uso del correo electrónico e Internet en el proceso de comunicación es todavía de un uso moderado entre las compañías europeas.

Por otra parte, también quisiéramos señalar la existencia de ciertos trabajos empíricos sobre la utilización de Internet en las actividades ligadas a relaciones con inversores, tal es el caso del estudio de Deller, Stubenrath y Weber (1999) en Estados Unidos, Reino Uni-

do y Alemania; el debido a Hedlin (1999) en Suecia; Craven y Marston (1999) en Reino Unido; Pirchegger y Wagenhofer (1999) en Austria y Ashbaugh et al. (1999) en Estados Unidos, entre otros.

2.4. La comunicación financiera en las empresas españolas: Un estudio empírico basado en entrevistas a compañías miembros de la AERI

2.4.1. *Introducción*

En este apartado, presentaremos las evidencias obtenidas a partir de la elaboración de varias entrevistas a los responsables de las relaciones con inversores de distintas compañías españolas, en concreto veintiséis. Previamente a la entrevista, desde la Asociación Española de Relaciones con Inversores se remitió una carta motivando a la realización de la misma, y donde se detallaban las principales cuestiones a tratar en el momento de ser realizadas, al objeto de que cada uno de los entrevistados dispusiera de un tiempo previo para reflexionar sobre cada uno de los apartados. En definitiva, tratamos con las entrevistas de obtener evidencias sobre los objetivos de la comunicación financiera, los canales de comunicación, costes y beneficios de cada uno de ellos y, fundamentalmente, mejorar la comprensión y el conocimiento del proceso de diseminación de la información al mercado y su conexión con las hipótesis de eficiencia. Antes de exponer los resultados, justificaremos primero el método utilizado y, posteriormente, describiremos el alcance y perfil de las empresas que constituyen la muestra utilizada.

Los resultados obtenidos se van a analizar, estructurándolos de la siguiente forma:

1. Origen de las Relaciones con Inversores en España, y causas que explican la creación de los Departamentos de Comunicación Financiera.
2. Objetivos y Beneficios de la Comunicación.
3. Costes y Límites de la Comunicación.
4. Dependencia orgánica de los departamentos de Relaciones con Inversores.
5. El papel de la información contable.
6. Canales Privados de información.
7. Eficiencia y diseminación de la información.
8. Clasificación de la información.

No va a ser el objetivo de este estudio el rechazar o aceptar ningún tipo de hipótesis, sino más bien se trata de un estudio exploratorio que ayude a conocer mejor el proceso de producción, diseminación y análisis de la comunicación financiera. La comprensión de cómo realmente se produce la eficiencia en los mercados de capitales, unido a ciertas anomalías documentadas de las mismas, pueden comprenderse mejor si exploramos su funcionamiento real, lo cual pudiera contribuir a la construcción de una teoría sobre la eficiencia de los mercados de información que enlace y explique mejor los conceptos de eficiencia exigidos a los mercados de capitales.

2.4.2. *Las Entrevistas*

En el presente trabajo, hemos llevado a cabo una serie de entrevistas semiestructuradas⁴⁰. Similar método se utiliza en los trabajos ya comentados con anterioridad, en el análisis de la investigación previa, tales como los de Barker (1998), Holland (1997, 1998.^a, 1998b) y Marston (1999), llevados todos a cabo en el Reino Unido. En nuestro caso, el número de personas entrevistadas fueron veintiséis responsables de las relaciones con inversores de diferentes compañías españolas que cotizan en la Bolsa de Madrid, si bien un número considerable de las mismas cotizan también en otras bolsas extranjeras. Aunque el número de entrevistados (directores financieros) en los tres estudios anteriores es mayor, en general, al nuestro, dado que fueron 40, 33 y 10, respectivamente, los resultados pueden ser bastante significativos por varias razones:

1. Los entrevistados corresponden a compañías que representan a 31 de marzo de 2000 el 65.46% de la capitalización bursátil de la Bolsa de Madrid. Aun a pesar de la cobertura de las mayores empresas españolas, no tratamos de inferir que los comportamientos observados sean generalizables a la totalidad de la población.
2. Los resultados de las entrevistas ofrecen, en muchas ocasiones, datos de mayor riqueza informativa que los proporcionados por un cuestionario, dado que el entrevistado no tendría por qué supeditarse a la naturaleza estricta de las cuestiones preguntadas, ni a señalar únicamente una de las respuestas que figura entre las distintas alternativas.

Las entrevistas se mantuvieron en Madrid, durante dos semanas completas del mes de julio de 2000. Un borrador, o versión previa de este capítulo, fue remitido a todos los participantes en el estudio, en el mes de septiembre, al objeto de recoger sugerencias o comentarios adicionales. Como fruto de lo anterior, se mantuvieron tres entrevistas adicionales durante el mes de octubre. Por tanto, el número de entrevistas fue de 29, aunque 26 fueron los entrevistados. Dichas entrevistas se plantearon y desarrollaron de una forma semiestructurada, con una duración aproximada, cada una de ellas, de una hora y media⁴¹, donde se comenzaba delimitando el perfil de la compañía para pasar, posteriormente, a recabar información sobre cada uno de los apartados que han sido comentados con anterioridad, y serán objeto de análisis en los resultados. Cada una de las entrevistas ha sido transcrita íntegramente, lo cual nos ha permitido aproximarnos de la mejor forma posible a los siete pasos o niveles a cubrir en el procesamiento y análisis de un número de casos significativos, tal como sugieren Easterby-Smith et al. (1991). Dichos pasos o niveles de análisis serían: familiarización, reflexión de los contenidos, conceptualización, catalogación de conceptos, codificación, enlace y evaluación. En el análisis de las entrevistas, hemos tratado de cubrir estos niveles de análisis, al objeto de comparar y relacionar temas comunes.

⁴⁰ Sobre este particular, puede consultarse: Orti (1992), Taylor y Bodgan (1986) y Rodríguez (1993).

⁴¹ En ningún caso, hubo inconveniente para poder grabar la entrevista.

2.4.3. *Perfil de la muestra utilizada*

Como ya se ha indicado, todas las empresas que han participado en las entrevistas son miembros de la Asociación Española para las Relaciones con Inversores (AERI). En el Anexo se adjunta un listado de las veintiséis compañías, a cuyos responsables de relaciones con inversores hemos entrevistado.

En cuanto a la ubicación por sectores: cinco pertenecen al sector de nuevas tecnologías; dos al sector inmobiliario; una al sector de comunicaciones; dos al sector de aparcamientos y autopistas; dos al sector de alimentación, bebidas y tabacos; dos al sector petroléos; cuatro al sector eléctrico; dos al sector bancario; una del sector de transportes; una de cementos y materiales de construcción; una del sector de comercio y tres del sector de construcción. La muestra, por tanto, no sólo representa un porcentaje significativo de la capitalización bursátil, sino también representa a una amplia variedad de sectores, algunos de ellos olvidados, o tratados en un menor número de ocasiones, en la investigación contable orientada al mercado de capitales, como sería el sector financiero y las entidades bancarias. De las veintiséis empresas, todas cotizan en mercado continuo y forman parte del Índice General de la Bolsa de Madrid, estando dieciséis de ellas incluidas en el IBEX35.

2.4.4. *Análisis de las Entrevistas*

2.4.4.1. Origen de las Relaciones con Inversores en España y Causas Explicativas de la Creación de los Departamentos de Comunicación Financiera

Al igual que en otros países, el nacimiento o creación de los departamentos o áreas de relaciones con inversores, en las compañías que cotizan en las bolsas españolas, va a venir influenciado por los mismos factores que han explicado los cambios de los mercados de capitales, y que podríamos, a continuación, resumir en los siguientes apartados:

1. La Reforma del Mercado de valores producida en 1988⁴², que entre otras cuestiones, estaba propiciada por un sistema de negociación desfasado y lento. Las operaciones se llevaban a cabo en el «corro» diariamente, y durante un corto espacio de tiempo. Por otra parte, el mercado español se dividía en cuatro bolsas independientes (Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao), sin la existencia de una relación formal entre ellas. La tercera razón que propicia la reforma del mercado de valores sería la integración de España en la Unión Europea. En la actualidad, los cuatro mercados españoles se comunican directamente a tiempo real, de manera que existe un único precio en cada instante para cada valor. Más del 97% del volumen de contratación de acciones tiene lugar en el mercado continuo, que ini-

⁴² La ley del Mercado de Valores de 1988 ha tenido como objetivos básicos la protección del inversor, la transparencia de las operaciones y la correcta formación de los precios.

ció su actividad en abril de 1989. En el momento de su introducción, las órdenes se clasifican por criterios de precio y antigüedad. Si existe contrapartida, las órdenes se ejecutan automáticamente; si no la hay, permanecen en el libro general de órdenes durante un período límite inferior a un mes⁴³.

2. Hasta finales de los 80, el análisis financiero no existía en España de una forma importante. Hasta esas fechas, los agentes de cambio y bolsa eran meros fedatarios públicos, realizando el análisis cuatro o cinco bancos y empresas gestoras con unos modelos muy rudimentarios. La constitución de las agencias y sociedades de valores da entrada a la aparición de un importante número de profesionales del análisis financiero, que van a presionar y demandar una mayor cantidad de información por parte de las compañías, con independencia del aumento de requerimientos mínimos y obligatorios que poseen, y que se han visto aumentados con respecto a los años 80 y anteriores, propiciados tanto por la reforma contable como por la reforma del mercado de valores, a la que hemos aludido con anterioridad. Las deficiencias informativas y la ausencia del análisis profesional, en otros tiempos no tan lejanos, podría haber provocando un gap significativo entre la cotización de la compañía y el valor intrínseco, que se pone de manifiesto cuando las compañías son asesoradas ante una próxima ampliación de capital o en una oferta pública de venta, que en España tienen especial interés por el importante volumen de privatizaciones que se han producido, las cuales hacen también aumentar el *free float* de las compañías. A continuación, recogemos dos opiniones de los entrevistados que hacen alusión a alguno de los aspectos anteriores:

⁴³ Otros aspectos propiciados por la reforma del mercado bursátil español, serían los siguientes (Martí y Quintana, 1994, p. 132):

Contratación informatizada con horario continuado; nuevo sistema de compensación y liquidación acorde con la práctica internacional y creación de mercados específicos para productos derivados como opciones y futuros.

Introducción de las sociedades y agencias de valores, intermediarios financieros asimilables a las figuras de los *brokers* y *dealers* anglosajones, y libertad para la fijación de comisiones.

Creación de la comisión Nacional del Mercado de Valores, organismo público independiente encargado de la supervisión e inspección del mercado. Las Sociedades rectoras de las cuatro Bolsas pasan a ser sociedades anónimas. Se establecen obligaciones de información pública periódica. Se regula la comunicación de participaciones significativas, la autocartera, las OPAS, etc.

Por otra parte, sería importante señalar que el sistema de interconexión bursátil español ha sufrido modificaciones en los últimos tiempos. En concreto, la Circular n.º 6/2000 de la Sociedad de Bolsa, titulada «Reorganización y Armonización de las Normas de Funcionamiento del Sistema de Interconexión Bursátil», la cual puede consultarse en la página web de la Bolsa de Madrid (www.bolsamadrid.es), recoge de forma refundida las variaciones provocadas por las Circulares 3/1999, 1/2000, 3/2000, 4/2000 y 5/2000. En concreto, se recoge en el apartado 4 relativo a «órdenes, aplicaciones y unidades de contratación» que las órdenes admitidas en cualquiera de los períodos y modalidades del mercado serán válidas, durante el plazo que en ellas se exprese, que tendrá como límite máximo 90 días naturales desde su introducción al Sistema. Las que no indiquen plazo sólo serán válidas para la sesión en que se introduzcan.

«Antes de una operación pública de venta, el mercado desconocía la compañía debido a su política opaca de comunicación. Habida cuenta del bajo precio con relación al valor, se hace necesario vender la historia de la compañía mediante marketing financiero» (Caso X).

«Cuanto más free float tiene un valor, más atrae el interés de los gestores de fondos, de los inversores institucionales, pero, igualmente, cuanto más minoritario y minorista hay, mayor es el número de preguntas. Evidentemente, cuanto más free float existe, más necesidad hay de crear el departamento de relaciones con inversores» (Caso M).

3. En España, al igual que en otros países, se ha producido un desplazamiento, tanto en la oferta como en la demanda, de títulos de renta fija por títulos de renta variable, los cuales al tener mayor nivel de incertidumbre suscitan la demanda de mayor cantidad de información (Carpenter, 1997). Por otra parte, la bajada de tipos de interés ha propiciado un sensible aumento de la renta variable en las carteras de los gestores de fondos.
4. El mayor entorno competitivo y la globalización de los mercados financieros han llevado a muchas empresas a buscar financiación en otros mercados, que les permitan no sólo diversificar su accionariado, sino también poder captar fondos para acometer o hacer posibles sus políticas de crecimiento. Aunque cada vez sea mayor el número de compañías que cotizan en mercados extranjeros, habría que señalar, y de acuerdo con un estudio elaborado por García y Garrido (2000), que el volumen de contratación de los valores españoles en bolsas extranjeras ha sido prácticamente irrelevante, siguiendo la tendencia bajista que se venía observando desde años anteriores. El dato más significativo sería la reducción, por segundo año consecutivo, del volumen negociado en Nueva York, que apenas representa un 2% del volumen contratado en la Bolsa de Madrid, en el año 99. No obstante, la cotización en mercados más consolidados ha obligado a aplicar normas de divulgación más estrictas, así como a asimilar otra cultura sobre la comunicación y la creación de valor para el accionista. A continuación, mostramos tres opiniones de los entrevistados que hacen alusión a este tema:

«Ahora los inversores no invierten con un criterio país, sino básicamente por un criterio sectorial. (...)Esa es la principal razón de porqué se crean los departamentos de relaciones con inversores, los mercados exigen más información, lo cual te obliga a ser proactivo si quieres atraer la atención de los inversores en general» (Caso R).

«Al igual que el marketing, la relación con inversores cada vez es más importante, puesto que los productos ya no se venden solos. ¿Qué empresa no dispone de un departamento de marketing? Antes las acciones se vendían solas, ahora no. En las empresas pequeñas, fundamentalmente, las acciones no se venden, hay que venderlas, y hay que ser más proactivos, si cabe, en materia de comunicación financiera» (Caso H).

«Cada vez el hecho de no estar en el Ibex35, o en el Eurostock50, supone una lacra bastante fuerte, es decir, supone caer en el más absoluto olvido de los inversores» (Caso I).

res. Esto lo que provoca al final es una caída tremenda de la liquidez de los valores que no están en estos índices y, por lo tanto, si no se toma un papel activo en la relación con los inversores, acabará habiendo una liquidez nula en el valor, por lo que no serviría de nada estar en Bolsa. Ni servirá para fijar un precio objetivo de referencia, ni se podrán afrontar ampliaciones de capital si fueran necesarias con garantías; y como consecuencia de la falta de liquidez, los precios serán bastante oscilantes. Adicionalmente, la acción se verá más penalizada, es decir, se le exigirá más rentabilidad, por lo que el coste de capital será comparativamente más alto» (Caso H).

5. Otro fenómeno importante viene propiciado por los cambios en la composición del accionariado de las empresas, con una mayor presencia institucional en el capital de las compañías. Un estudio llevado a cabo por la Bolsa de Oslo, promovido por el Comité de Estadística de la Federación Europea de Bolsas (FESE) y presentado en 1998, destaca, entre otras, las siguientes conclusiones: la primera es que se constata un importante aumento de la participación de las instituciones financieras en la estructura de la propiedad de acciones en Europa, y la segunda es que el grupo de inversores extranjeros adquiere cada vez más relevancia en la toma de acciones de cada uno de los mercados locales de acciones analizados. En el caso español, de acuerdo con el anterior estudio referido al año 97, la estructura de propiedad era la siguiente: un 22.8% correspondía a compañías financieras (esta categoría comprende bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones y fondos de inversión), un 5.6% a compañías no financieras (valores cotizados propiedad de otras compañías cotizadas, así como otras sociedades y organizaciones privadas), un 5.6% a la Administración Pública, un 37.3% a inversores extranjeros (en general representan instituciones financieras que buscan una diversificación sectorial en la estructura de sus carteras) y un 28.7% a inversores individuales⁴⁴. Además, en muchos países, la proliferación de ofertas públicas de ventas de nuevas empresas o de privatizaciones, con importantes tramos destinados a la inversión institucional, ha contribuido de manera especial al incremento de la actividad de las Instituciones financieras en la toma de grandes paquetes de acciones de diferentes sociedades (Sánchez, García y Garrido, 1999). En opinión de Contreras y Bueno (1994), conforme el nivel de institucionalización del mercado es mayor, se produce una mayor profesionalidad en la actuación de los agentes que concurren, entendiéndose como tal la aplicación de técnicas más avanzadas de análisis financiero, de gestión de carteras y de la gestión del riesgo. Tradicionalmente, afirman que la participación de inversores institucionales concede

⁴⁴ En un estudio más reciente (Calzada y Blanco, 2000), referido al año 1999, se muestra que la tenencia de acciones por Bancos y Cajas representa un 12.78%, por Compañías de Seguros un 3%, por Inversión Colectiva un 5.82%, por la Administración Pública un 0.34%, por Empresas no Financieras un 10.13%, por Familias un 33.63%, y por no Residentes un 34.30%. Entre las conclusiones, los autores señalan que el porcentaje de acciones españolas en manos de no residentes ha llegado a un límite que parece ser el techo. En el lado contrario, las participaciones del Estado están en un suelo evidente. Por otra parte, las Familias muestran una tendencia al crecimiento.

estabilidad al mercado, ya que éstos se comportan de forma más predecible y menos nerviosa. Lógicamente, la participación mayor de este usuario sofisticado de información financiera va a alterar las reglas de comunicación financiera de la empresa con el mercado. Sobre lo anterior, destacamos la opinión de uno de los entrevistados, al respecto:

«Es evidente que el tipo de accionista ha cambiado, antes teníamos en todas las compañías, básicamente, inversores individuales. Luego surge la figura de los fondos de inversión y los inversores institucionales, por lo que la situación cambia radicalmente. (...) Yo tengo la sensación de que si los inversores institucionales no existieran habría que inventarlos, puesto que han propiciado un grado de control y rigor en la toma de decisiones que no existía con anterioridad. En los años sesenta, cualquier decisión que tomaba una compañía la tomaba internamente, no se medían las consecuencias que esa decisión podía tener en los mercados de capitales, puesto que realmente no la tenía, pero en los 80 y, fundamentalmente, en los 90, nadie hace nada, no toma ninguna decisión estratégica sin medir cómo va a ser valorada por los mercados; hoy, la cotización de una acción es uno de los termómetros que mide la calidad del management, como así está ocurriendo, y, consiguientemente, no hay una sola decisión que se tome y que no se examine desde el punto de vista del mercado de capitales» (Caso G).

Redundando en lo anterior, existen evidencias empíricas, tales como las obtenidas por Elsharkawy y Garrod (1996), ubicadas en la Bolsa de Londres, que muestran que el comportamiento de los mercados no es ajeno a la participación de los inversores institucionales en el capital social de las empresas. En concreto, segmentando la muestra en compañías que presentan positivas y negativas ganancias no esperadas, muestran que para las primeras, la reacción del mercado es mayor en aquellas compañías con menos participación institucional. Lo anterior puede ser una muestra de que cuanto mayor es la sofisticación del inversor, menos sorpresas se producen, habida cuenta del mayor conocimiento que se posee de la compañía.

Igualmente, el FASB (2001, pp. 21-23), en el documento titulado «Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures», reconocen aparte de algunos factores comentados con anterioridad, otros que también pudieran ser extrapolables al caso español, tales como los siguientes:

- Factores tecnológicos, tales como la utilización de internet como canal de comunicación y de generación de negocio.
- Factores Sociales, tales como la mayor democratización a nivel mundial, la mayor formación e información de los ciudadanos, una mayor defensa de los derechos por la vía de demandas judiciales, la necesidad de intermediarios por la gran carga informativa relativa a las empresas y mayor control social de las compañías.
- Factores políticos, tales como la percepción de que la economía de mercado es la que produce mayor bienestar social, la mayor preocupación de los gobiernos por la calidad de vida de los ciudadanos (lo cual se denomina como Estado Nanny) y una mayor preocupación por la defensa de los derechos humanos.

Si todos los anteriores son factores generales que pueden haber contribuido a la proliferación la actividad de relaciones con inversores, entre las compañías cotizadas, vamos a analizar, a continuación, más de cerca, las causas de aparición de los departamentos responsables de la comunicación financiera en las firmas que componen nuestra muestra objeto de estudio. De las 26 empresas entrevistadas, 23 contaban con un departamento o área dedicada a las Relaciones con Inversores. En las tres compañías restantes se daban las siguientes circunstancias: dos de ellas se dedicaban casi en exclusividad a la atención del accionista individual, la actividad con inversores institucionales y analistas era bastante escasa y pasiva, y en la tercera esta actividad era desarrollada parcialmente por el Director Económico Financiero. Los casos anteriores coinciden en tener una alta concentración del accionariado, y un escaso, o bajo, free float. Al igual que la teoría de la agencia explicaría el por qué de un bajo nivel de divulgación financiera voluntaria en estas circunstancias, también explicaría el por qué no existe, en estos casos, la necesidad de contar con un departamento de Relaciones con Inversores.

En la tabla siguiente, tenemos la distribución temporal de la creación de los departamentos de relaciones con inversores en España, a la vista de las 26 empresas entrevistadas y, en concreto, de las 23 que sí contemplaban orgánicamente estas funciones.

Año de creación de los Departamentos de Relaciones con Inversores	Número de Compañías 1989
1989	3
1990	1
1991	1
1992	1
1993	1
1994	1
1995	3
1996	1
1997	1
1998	1
1999	10
2000	1

Del análisis de las entrevistas, y de la tabla anterior, podríamos extraer algunas conclusiones, como las siguientes:

- Algunos departamentos de creación reciente confiesan que, con anterioridad y aunque el departamento no estuviera constituido formalmente, las funciones se realizaban directamente, y compartidas con otras, por el Director Financiero, principalmente, y, en ciertos casos, por algún Consejero Delegado. Sobre este particular, algunos de los entrevistados mantienen esta opinión:

«Las razones de la creación del departamento fueron la presión del mercado y la demanda de información por parte de analistas e inversores. Llegó un momento en que el Director Financiero no podía desarrollar otra actividad más que ésta» (Caso C).

- Las empresas pioneras en implantar las Relaciones con Inversores han sido las empresas eléctricas y los bancos. Su aparición se vincula a las operaciones de fusión, siendo en algún caso el motivo de la implantación lo fuertemente penalizadas que estaban las acciones. También se podría añadir como razón adicional, el mayor control al que están sujetas por distintos organismos públicos de control, tal como el Banco de España o el Ministerio de Industria, así como ser también las más propicias a la cotización en mercados foráneos.
- La mayor parte de las compañías que implantan en la muestra este tipo de departamentos en el año 1999, son empresas que salen a bolsa en este ejercicio:

«Una compañía que cotiza en Bolsa, no le queda más remedio, si quiere tener cierta notoriedad y si quiere tener a alguien como interlocutor de la empresa con la comunidad financiera, que crear la figura de relaciones con inversores. A partir de determinadas demandas informativas, a partir de determinados tamaños, el director financiero no puede asumir esta función» (Caso L).

Otra opinión, en la misma línea, sería la siguiente:

«Las razones, por muy obvias que parezcan, son claramente la necesidad de que una empresa que cotiza en bolsa comunique de la manera más transparente, y más fielmente posible, todos los acontecimientos que pueden afectar a la formación del precio de la acción, no solamente resultados, sino magnitudes, contratos, estrategias, políticas de inversiones, recursos humanos, o cualquier otra cuestión, de cara a que se logre lo que yo creo que es el fin fundamental del Departamento de Relaciones con Inversores: La mejor formación del precio posible, dentro de los límites de la competitividad y la legalidad» (Caso I).

- Otro importante factor que contribuye a la creación de los departamentos ha sido la privatización, lo cual ha propiciado importantes operaciones públicas de venta y la necesidad de hacer atractivos los títulos en los distintos tramos y con valores razonables, tanto a inversores nacionales como internacionales. Otras empresas, y con las mismas razones, crean los departamentos, ante operaciones de fusión o ampliaciones de capital, detectadas las carencias de información y su traslado a un menor precio, por un lado, y la mayor presión que iba a ejercer el mercado al aumentar considerablemente el *free float*, por otro lado.
- A la vista de las empresas entrevistadas, la antigüedad media está entre tres y cuatro años, la cual está por debajo de la de Estados Unidos y Reino Unido. En el Capítulo III, se muestran los resultados de 38 cuestionarios cumplimentados por los responsables de relaciones con inversores, siendo, en este caso, la antigüedad obtenida de 5 años. En cualquier caso, la aparición de esta actividad en España es más reciente que en el caso europeo, tal como se muestra en el trabajo de Marton y Straker (2000).

2.4.4.2. Objetivos y Beneficios de la Comunicación

2.4.4.2.1. *Objetivo básico*

De acuerdo con Holland (1997, 1998^a), el propósito principal de la actividad de relaciones con inversores debe ser mejorar la capacidad financiera de la compañía y defender a la empresa ante posibles amenazas de compras no deseadas u opas hostiles. Lo anterior lleva a este autor a identificar los objetivos del proceso de comunicación en términos de cambios deseables del estado de conocimiento, credibilidad y confianza de los analistas e inversores institucionales en la empresa. Unas relaciones estables con dichos agentes, basadas en lo anterior, y dado el papel de los mismos como asesores y/o inversores, permitirán mantener, también, a la totalidad de la comunidad financiera bien informada y, por tanto, que fomenten y diseminen en el mercado, como un todo, esos deseables estados de conocimiento, confianza y credibilidad en la compañía.

Una elevada confianza en la empresa, así como una percepción de bajas asimetrías informativas, pueden mejorar el acceso a financiación en futuras ampliaciones de capital. Aunque en nuestra muestra, de forma explícita, no se ha puesto de manifiesto lo anterior como objetivo prioritario, sí que se infiere de las causas de aparición de estos departamentos, habida cuenta de la asociación que existe entre su creación y la necesidad de contar con el mercado en determinadas operaciones financieras, tales como fusiones, operaciones públicas de venta⁴⁵ y ampliaciones de capital. Se trataría de que la comunicación posibilite que esas operaciones de financiación se hagan en las mejores condiciones posibles para la empresa, desde un punto de vista económico. En esta línea, se manifiesta el responsable de relaciones con inversores de Telefónica:

«En la segunda mitad de los años ochenta, cuando era cada vez más patente la globalización de los mercados de acciones, las Direcciones Financieras de las empresas con mayor proyección internacional empezaron a tomar conciencia de que ya no era suficiente con cumplir la normativa legal o los distintos compromisos de información periódica de las diferentes bolsas. Aquellas empresas que pretendiesen consolidar o ampliar su base accionarial debían ganarse la credibilidad no sólo de los reguladores y de las agencias de rating, sino también de sus inversores, y para ello había que establecer una relación transparente de comunicación entre el mercado y la compañía. (...) Parece obvio que cuanto mayor sea la calidad y la regularidad de la información con que la empresa mantiene actualizado al mercado, menor será el grado de incertidumbre que incorpore la valoración bursátil de la actividad. (...) El papel que juegan actualmente las Relaciones con Inversores

⁴⁵ Tal es el caso de Repsol, que las relaciones con inversores se ubican en la Dirección General de Relaciones Externas desde el año 89, coincidiendo con el proceso de privatización a través de diferentes operaciones públicas de venta. En opinión de sus responsables, el haber dejado una parte sustancial de la demanda de acciones insatisfecha permitió una evolución positiva y estable del precio de la acción en el período posterior a la oferta, y la evolución siguió siendo positiva en las sesiones posteriores (Repsol, 1994).

es de vital importancia no sólo para las compañías que poseen una diversificación internacional de su capital, sino también para aquéllas donde la inversión institucional, aunque sea nacional, tenga un peso relevante dentro de la composición accionarial « (Blanco, 1994, p. 21 y p. 25).

En la misma línea, estaría la opinión del responsable de las relaciones con inversores de Altadis, cuando en una conferencia celebrada en diciembre de 1999 sobre esta actividad en Tabacalera, y haciendo alusión a la importancia de las políticas de comunicación, expresaba lo siguiente:

«La definición de una estrategia clara de comunicación con los inversores resulta imprescindible para la competitividad y supervivencia de las empresas cada vez más necesitadas de más y mejor información».

La credibilidad y confianza del mercado a la que hacen alusión muchos de los entrevistados, son cuestiones, donde prácticamente todos coinciden, que son muy difíciles y costosas de obtener, y muy fáciles de perder si no se dan una serie de condiciones, como sería el respeto de la legalidad en el proceso de comunicación, la misma propensión a publicar las buenas que las malas noticias, evitar sorpresas al mercado, incremento de la cantidad y calidad de la información, así como que la información cumpla con los requisitos de claridad, consistencia y continuidad. Con relación a lo anterior, mostramos la opinión de uno de los entrevistados:

«Muchas veces, la práctica diaria te dice, por imperativos legales y políticos de la compañía, que no se puede contar siempre toda la verdad. No obstante, hay que ganarse la confianza del mercado. Conseguir la confianza de los inversores y analistas es algo complicado de conseguir, lleva tiempo, hay que demostrarles continuamente que estamos ahí para resolverles sus dudas, para contarles lo que realmente está ocurriendo de forma objetiva y pausada. Esto que lleva mucho tiempo conseguirlo se puede perder fácilmente. Se pierde en cuanto el mercado se decepciona porque la comunicación no funcione, porque no se cuente la realidad de lo que está pasando, o no toda la realidad» (Caso N).

En más de una ocasión, los entrevistados mantienen que para lograr dicha credibilidad y confianza en los inversores, se plantean como objetivo ser más proactivos en materia de comunicación que la competencia:

«Un segundo objetivo que nos planteamos fue que la comunicación de la compañía con el mercado, fuera como mínimo la que estaban dando nuestros competidores y, si fuera posible, superarla» (Caso N).

En definitiva, la competencia por la obtención de fondos se traslada también a la política divulgativa de información financiera. Por otra parte, dado que la credibilidad y confianza se liga a que la cantidad y calidad de la información sea continuada en el tiempo, y con independencia de las circunstancias por las que la empresa esté atravesando, nos pareció interesante preguntar a los entrevistados por la propensión a publicar las buenas y

las malas noticias⁴⁶. Al objeto de mantener esta confianza en el tiempo, todo apunta a que el comportamiento informativo debiera ser similar, si bien desde el plano teórico (Teoría de las Señales) parece ser que las empresas tienden a eludir la publicación de malas noticias si suponen que no van a ser publicadas a través de otra fuente de información, aunque los resultados derivados de la investigación empírica son contradictorios (Giner, 1995, pp. 53-54).

La opinión de los entrevistados, en general, y suponiendo que la mala noticia entrara en la categoría de hecho relevante, lo cual obligatoriamente llevaría a publicarlo tarde o temprano, es coincidente en que retrasarla significativamente va suponer un quebrantamiento de la confianza y credibilidad del mercado difícil de solventar y que se va a materializar en una penalización de los precios durante un tiempo determinado. Aunque psicológicamente sería razonable pensar en la tendencia a publicar las buenas y retrasar u ocultar las malas, en la práctica, y de acuerdo con la opinión de los entrevistados, la única razón para retrasar la publicación de las malas sería el hecho de recopilar suficiente información para explicarlas con más detalle, y pensar en publicar conjuntamente las posibles acciones a tomar, lo que en definitiva les lleva a rodearlas de algo positivo. Por lo anterior, podríamos pensar que hay una cierta tendencia a publicarlas, pero con un cierto retraso sobre las señales positivas o buenas noticias, y que se divulgan con mayor cantidad de información. A continuación, recogemos algunas de las opiniones vertidas sobre este particular:

«Con sinceridad, si el mercado no va a tener posibilidades de conocerlas, las malas noticias, intentamos no publicarlas. No obstante, si quieres conservar la confianza de la comunidad inversora, es mejor que se enteren por nosotros. La rapidez en informar sería menor que con las buenas noticias, trataríamos de positivarla, identificar el problema y posibles soluciones, así como plazos para volver a informar» (Caso O).

«Antes de finalizar el trimestre hicimos una especie de profit- warning al objeto de informar de una reducción importante de resultados, hicimos una presentación y un road show posterior, el mercado nos penalizó, pero más nos hubiera penalizado si hubiéramos esperado a la publicación de los resultados para divulgar la mala noticia. A los analistas no les preocupa tanto que el resultado sea negativo, lo que más les preocupa es el hecho de no ser esperado» (Caso L).

⁴⁶ Un interesante trabajo sobre los peligros de no controlar adecuadamente el suministro de información lo podemos encontrar en Enrich (1994), utilizando para ello el caso Bankinter. Por otra parte, en una conferencia de febrero del 2000 titulada «El valor estratégico de las relaciones con inversores para Telefónica», Francisco Blanco, Subdirector General de Relaciones con Inversores de Telefónica, utiliza el caso de Telecom Italia, el cual vamos a tratar de ilustrar de forma resumida a continuación: tras un periodo de descenso de precios, la compañía el 25/09/98 anuncia los resultados del segundo trimestre y comunica que el beneficio neto se doblará en este ejercicio con respecto al inmediatamente anterior, con lo cual la acción empieza a recuperarse de forma leve. El 6/10/98 se hace pública una noticia relativa a un menor beneficio que es desmentida por la compañía, para acabar admitiéndola dos días más tarde. A partir de ahí el precio de la acción cae de una forma considerable, no volviendo a subir hasta que la prensa anuncia la inminente dimisión del Presidente.

«Una noticia mala hay que darse más prisa, identificarla, positivarla y publicarla lo antes posible» (Caso D).

«Creo que cuesta mucho dar malas noticias y se procura tamizarlas y retrasarlas, lo cual, desde mi punto de vista, no es positivo. Pienso que cuando tienes una mala noticia la debes publicar lo antes posible, que el mercado se entere de la noticia por otros medios es lo peor que puede pasar desde el punto de vista de la valoración a largo plazo» (Caso F).

«Cuando las noticias son malas, hay una cierta reacción a aceptarlas primero y luego comunicarlas e intentar atenuarlas. No obstante, hay que ser más proactivos con las malas que con las buenas, de lo contrario el mercado acabará descontando el peor de los escenarios» (Caso N).

Relacionado con la necesidad para los fines propuestos de mantener en el tiempo la credibilidad y confianza del mercado, recogemos a continuación una especie de decálogo sobre cuestiones que se deben evitar desde el punto de vista de la comunicación financiera, puestas de manifiesto en una presentación realizada el 27 de enero de 2000 por el Banco Santander Central Hispano (BSCH), y titulada «Las relaciones con los analistas y agencias de rating»:

- Comentar en las presentaciones cuestiones relativas al precio y/o recomendaciones de los analistas.
- Comunicar sólo cuando las cosas van bien, o sólo cuando se quiere captar capital.
- Reducir la comunicación cuando las cosas van peor.
- Ser demasiado optimista en las proyecciones, o prometer lo que es probable que no se cumpla.
- Vender proyectos que aún no se han iniciado, con el único objeto de influir en los mercados a corto plazo.
- Reducir el acceso y comunicación con aquellos analistas con recomendación menos favorable.

2.4.4.2.2. Beneficios de la Comunicación

Si el apartado anterior pudiera dar respuesta a preguntas del tipo: ¿Para qué un departamento de relaciones con inversores?, trataremos de dar respuesta, en este apartado, a la misma pregunta anterior, sustituyendo «Para qué» por «Por qué». Entre los entrevistados, se ponen de manifiesto una serie de objetivos complementarios que posibilitarían o coadyuvarían a lograr esa mejora de la capacidad financiera de la empresa, ligada a la credibilidad y reputación de la misma. Estos objetivos complementarios del proceso de comunicación, y por tanto asignables a un Departamento de Relaciones con Inversores, se podrían interpretar como beneficios para la compañía derivados de la divulgación de información a los mercados financieros:

- I. Reducir el gap o la diferencia entre el valor intrínseco de la empresa y el precio o valor asignado por el mercado.

La Teoría de la Agencia postula que el valor de la empresa estará permanentemente penalizado por los costes de las relaciones de agencia, dado que los inversores conscientes de los conflictos de intereses no estarán dispuestos a participar de sus costes. Dado que los costes de agencia van a estar presentes en todas las sociedades debido a la inherente separación entre los propietarios y los directivos, la magnitud de estos costes y, por tanto, la consiguiente penalización del valor puede variar considerablemente de unas empresas a otras, dependiendo, entre otras cuestiones, de los costes y dificultades que encuentren los propietarios para controlar y evaluar las actuaciones de los directivos. Consecuentemente, una estrategia de comunicación que disemina efectivamente información de forma clara, continua y consistente, aportando credibilidad a las actuaciones de los directivos, permitirá a los inversores actuales y potenciales evaluar la compañía y su gestión a un bajo coste, lo cual no sólo reducirá el gap, sino también creará valor para el accionista, disminuyendo los costes de agencia que minoran el precio de mercado. Esta corrección debe ser entendida como algo permanente, y no como una corrección temporal de una infravaloración en un momento concreto (Lev, 1992).

En opinión de los entrevistados, la política de comunicación debería ir orientada a reducir estas diferentes valoraciones, la que hace la empresa de sí misma y la que efectúa el mercado:

«Nuestro objetivo es el de reducir el gap que hay entre lo que el mercado percibe de la empresa y lo que nosotros sabemos que vale la empresa. Las diferencias en expectativas y en cantidad de información provocan estas discrepancias» (Caso O).

«El objetivo inicial que nos planteamos, una vez constituido el departamento, fue el intentar que nos siguieran el número mayor de analistas posibles. Cuanto más gente conozca la compañía, cuanto mayor conocimiento tenga el mercado, cuanto mejor esté informado, menores serán las incertidumbres relativas al valor, y, por tanto, la asignación del precio será más eficiente» (Caso N).

Sobre este particular, algún entrevistado ha desarrollado un entramado más complejo y, a su vez, más interesante sobre las diferencias entre precio y valor, identificando, por una parte, el precio asignado por el mercado y, por otra, dos valores distintos: uno el que la empresa considera que le correspondería de acuerdo con sus valores fundamentales, y los asignados o propuestos por los analistas:

Las diferencias entre valor intrínseco y valor asignado por los analistas pueden deberse a falta de comunicación, o a diferentes percepciones de expectativas, lo cual requerirá actuaciones distintas por parte de la empresa, para reducir esa diferencia, incrementando la información y/o mejorando el conocimiento de la empresa, sus planes, y cómo le afectan los mismos a su valor.

Las diferencias entre precio y valor asignado por los analistas puede deberse a una alta dispersión en los pronósticos, y al sesgo optimista que los analistas, intencionalmente, cometen a la hora de elaborar pronósticos y valoraciones de las empresas (Larrán y Rees, 2000), lo cual, y de acuerdo con Lang y Lundholm (1996) y

Adrem (1999), puede minorarse con estrategias más proactivas de comunicación. En definitiva, antes de la formación de precios hay una fase de análisis, y la emisión de un juicio de valor que lleva, definitivamente, a la decisión de comprar, vender o mantener la acción. Las relaciones con inversores podrán actuar sobre la fase de análisis, no obstante, actuar sobre la emisión de juicios de los diferentes agentes de mercado va a ser más difícil, a menos que existan unas relaciones fluidas con gestores e inversores institucionales.

2. Creación de valor para el accionista

Las políticas de divulgación proactivas pueden crear valor de dos formas distintas: Una, reduciendo la discrepancia entre valor intrínseco y precio, al reducir los inversores sus incertidumbres relativas a la empresa (costes de agencia) y otra forma indirecta, consistente en la comunicación a inversores de aquellas actividades que generan valor para la empresa, y que reducen el coste de capital y la falta de liquidez. A continuación, recogemos varias opiniones de los entrevistados que se encuentran en la línea de lo anterior:

«El mercado es algo absolutamente crucial para la empresa, por muchos contratos que se ganen, por muy buena gestión que se haga, por muy eficiente asignación de recursos y diseños de estrategias que hagamos, si la generación de valor no la transmitimos adecuadamente al mercado, al final no se crea» (Caso I).

«El objetivo que se persigue con el departamento es muy claro, es muy cercano al objetivo último de la empresa, que es crear valor para el accionista. Para ello, nuestra función sería la de llevar a cabo una transmisión de información lo más perfecta posible, que no se pierda en el camino, al objeto de maximizar el valor de la compañía para el accionista» (Caso R).

«El no disponer de la actividad de relaciones con inversores puede ser muy negativo. Hoy en día, las empresas, y, en concreto, la nuestra, están muy orientadas a la obtención de valor, por lo que si no explicas bien tu estrategia y tu negocio, no evitas que haya sorpresas, no te vas anticipando, no informas de las inversiones y de lo que se espera de ellas, y no intentas que exista el menor número de sorpresas posibles, el mercado no te entenderá bien y te penalizará en el largo plazo, el oscurantismo conlleva una prima de riesgo importante» (Caso U).

Aunque las compañías crean que la gestión, y no la comunicación, es la que crea valor, no dudan en señalar que sin comunicación los incrementos de valor intrínseco no son recogidos por el mercado. Igualmente, hay una percepción general sobre que la falta de información produce un incremento en el coste de capital, las incertidumbres provocan mayores primas de riesgo, y reducciones en los precios. Igualmente, las asimetrías informativas y la falta de conocimiento de la compañía por parte del mercado provoca una menor liquidez de sus títulos.

3. Cambio de la estructura del accionariado

De acuerdo con Lev (1992), las estrategias de divulgación deben ir también guiadas por el objetivo de lograr y mantener una cierta composición del accionariado. En concre-

to, los directivos preferirán tener una base sólida de inversores institucionales entre sus accionistas. Si las relaciones basadas en la confianza y credibilidad son fuertes, harán más factible y rápida la cobertura de necesidades de financiación de la empresa vía ampliaciones de capital o de emisiones de obligaciones. Igualmente, las necesidades informativas pueden ser mejor satisfechas, y elaborada la información a medida, en el caso de contar con un pequeño número de inversores institucionales que cuando la composición del accionariado está configurada por muchos inversores individuales, no identificados en la mayor parte de las ocasiones, dispersos geográficamente y, en general, desinformados.

Los inversores institucionales van a evaluar de forma más efectiva a la compañía, por lo que otro tipo de usuarios, tales como prestamistas, proveedores y clientes, se sienten más seguros y perciben menos incertidumbres y necesidad de control sobre una compañía conforme mayor sea la participación y concentración de inversores institucionales en la misma. Las desventajas que pueden ser percibidas por los directivos con relación a una alta concentración de inversores institucionales en la propiedad pueden deberse a su injerencia en la gestión y gobierno de la compañía (capacidad de decisión en el nombramiento de directivos o sobre sus remuneraciones), así como la posible orientación a corto plazo de que se les acusa a algunas instituciones. La fuente de poder e influencia que poseen los inversores institucionales procede de la importante cantidad de fondos que manejan, el control que ejercitan en las salas de juntas de las empresas y en los debates de *corporate governance* en los mercados de capitales avanzados del mundo (Scallon, 1994, p.27). Frente a estas desventajas, una relación a largo plazo con estas instituciones puede ser de ayuda a la empresa en períodos de competencia, y donde pueden producirse opas hostiles. En opinión de Holland (1997, 1998.^a, 1998b), si este sector de inversión y los analistas tienen un alto nivel de conocimiento sobre la compañía y el sector, cualquier información nueva que fluya al mercado será interpretada adecuadamente, y trasladada más rápidamente al precio de la acción.

El Código Olivencia (1998), en su apartado 9.4. hace las siguientes precisiones, en torno a los inversores institucionales, que dado su interés recogemos textualmente: «Dentro del capítulo dedicado a las relaciones del Consejo de Administración con los accionistas no debe faltar una referencia, siquiera sea breve, a los denominados inversores institucionales (fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros, etc.), pues aun cuando el mercado español no ha alcanzado los niveles de inversión institucional que registran otros, la evolución más reciente muestra un espectacular incremento, que ha llegado a representar en el último año en torno al 25% de la inversión bursátil. Desde el punto de vista del gobierno de las sociedades cotizadas, los inversores institucionales son agentes de gran relieve, puesto que los intereses de sus afiliados o partícipes (titulares de pólizas de seguros, de participaciones en fondos de inversión, etc.) coinciden en buena medida con los intereses de los accionistas ordinarios.

Es sabido que los inversores institucionales, nacionales y extranjeros, no han manifestado tradicionalmente especial interés por tener una presencia activa en la vida de las compañías, ni a través de una representación en el Consejo ni de una política participativa en los debates y votaciones de la Junta General. Con frecuencia, optan por tener las manos libres para salir de la sociedad cuando lo estimen oportuno. En una palabra, prefieren la

liquidez al control. No obstante, es previsible que a medida que crece el volumen de sus inversiones y que, por tanto, se incrementa la dificultad de desinversión rápida (máxime, en mercados no suficientemente profundos como los nuestros) estas políticas pasivas experimenten algún cambio de orientación, y de hecho no faltan indicios de ello. (...) Esta Comisión considera, en concreto, que el Consejo debe propiciar un contacto regular con dichos inversores para intercambiar puntos de vista y establecer un cauce que le permita proporcionar información valiosa a la dirección de la compañía para articular sus estrategias empresariales y de gobierno. No ignoramos que la puesta en marcha en estas iniciativas entraña siempre el riesgo de acceso a información sensible, y que ello pueda reducir la libertad de salida de los inversores institucionales que no apuestan por inversiones estables. Se trata, no obstante, de riesgos menores, que siempre pueden paliarse con la formulación de algunas normas de conducta».

Lógicamente, la composición del accionariado va a condicionar la estrategia de divulgación de la información, incluso como vimos en un apartado anterior explica la existencia o no de los Departamentos de Relaciones con Inversores en algunas compañías españolas. Las necesidades informativas de un accionista individual no van a ser, en general, las mismas que los analistas financieros e inversores institucionales. En este último caso requieren de información más sofisticada, más estratégica y orientada al futuro. En general, los departamentos de Relaciones con Inversores dan un trato especial a este tipo de usuarios, tanto por su enfoque profesional como por la importante cantidad de fondos que manejan por delegación de otros accionistas indirectos.

2.4.4.3. Costes y límites de la comunicación

Bajo una perspectiva teórica, los costes de divulgación pueden ser clasificados en dos categorías: costes directos e indirectos. Los primeros incluyen aquéllos relativos al proceso de recogida, tratamiento y diseminación de la información. Este tipo de costes suelen ser sustanciales y fáciles de medir. Los costes indirectos, al contrario, son difusos y difíciles de medir. Ejemplos de este tipo de costes, son los derivados de revelar información beneficiosa para la competencia, costes políticos, costes legales, etc. Los costes indirectos pueden ser sustanciales, pero no existen todavía evidencias empíricas sobre su posible magnitud (Lev, 1992). No obstante lo anterior, en este apartado nos limitaremos a señalar únicamente los aspectos recogidos en el curso de las entrevistas que hemos mantenido con un importante número de responsables de las relaciones con inversores en España. Las compañías perciben los siguientes costes:

Por una parte, los costes de personal de los departamentos que vienen condicionados por el número de personas destinadas a esta actividad en cada empresa. De las empresas entrevistadas, 23 tenían departamentos de relaciones con inversores, cuya dotación de personal, incluido, al responsable, tiene la siguiente distribución:

- 1 persona 4 compañías
- 2 personas 3 compañías
- 3 personas 5 compañías

• 4 personas	3 compañías
• 5 personas	1 compañía
• 6 personas	3 compañías
• 8 personas	1 compañía
• 10 personas	1 compañía
• 14 personas	1 compañía
• 15 personas	1 compañía

La media de personas que trabajan en estos departamentos, de acuerdo con el análisis de cuestionarios incluido en el capítulo siguiente es de 3 personas, sin considerar al responsable. Una variable explicativa del número de personas involucradas en el proceso de comunicación puede ser el tamaño, de hecho aquellas empresas de mayor capitalización bursátil son las que tienen mayor dotación de personal. No obstante, otros factores explicativos deben existir para explicar la heterogeneidad en los costes de personal, como pudiera ser el tipo de política de divulgación y sus causas, dado que empresas del mismo sector y con similares tamaños dedican una cantidad de recursos a esta actividad muy diferentes.

Otro coste que habría de considerarse, sería el tiempo que dedican el Presidente, Consejeros Delegados y Directores Financieros a estas actividades. Observamos a partir de las entrevistas que en el caso de las compañías más pequeñas, la Presidencia y Consejeros tienen una mayor presencia en cualquier actividad relacionada con relaciones con inversores, incluidas las reuniones individuales con analistas y, fundamentalmente, con inversores institucionales. En las de mayor tamaño, este coste es un inductor que explica la dedicación de las altas jerarquías empresariales a presentaciones muy seleccionadas (resultados anuales y algún hecho muy relevante, como un anuncio de fusión) y a *road shows*, solamente. Esta última actividad hace referencia a visitas a mercados extranjeros, fundamentalmente Londres y Nueva York, organizados por bancos de inversión o compañías de análisis, en las cuales se llevan a cabo presentaciones y reuniones con grupos pequeños o individuales de inversores institucionales.

Otro tipo de costes se refieren a la elaboración y divulgación de cierto material, como *fact books*, trípticos, etc.

Igualmente, en todos los casos se han llevado a cabo inversiones en infraestructura informática, así como la compra de tecnologías y bases de datos que les permitan seguir la evolución del precio a tiempo real, y conocer quiénes son los intermediarios que lanzan y ejecutan órdenes de compra y venta.

En algún caso aislado se ha contratado algún servicio externo de asesoramiento sobre algún aspecto de la comunicación, estudios sobre la percepción que el mercado tiene sobre la compañía, perfil y composición del accionariado, etc.

Aunque no suele ser la práctica general, algunos departamentos se ocupan también de las relaciones con la prensa y las oficinas del Accionista⁴⁷. Sobre este particular, es interesante resaltar una de las conclusiones del reciente estudio publicado por AERI (2000), donde se enfatiza que aunque las oficinas de prensa y de accionistas sean independientes de las relaciones con inversores, donde el público objetivo de este último departamento está compuesto por analistas e inversores institucionales habitualmente, sería fundamental respetar la univocidad del mensaje, tratando de evitar confusiones en los receptores de dichos mensajes, lo cual, y de lo contrario, podría dañar la confianza y credibilidad de la compañía en el mercado.

Otro tipo de costes son los derivados del cumplimiento de la legislación relativa a la información privilegiada, tales como el control de las operaciones llevadas a cabo por directivos, emisión, seguimiento y control de los reglamentos internos de conducta, el establecimiento de murallas chinas, etc.

Nuestra impresión es que aunque la empresa adopte una actitud pasiva, algunos costes en su totalidad o parcialmente son inevitables, dado que las fuerzas del mercado los inducen. Los esfuerzos en disminución de costes por parte de las compañías pudieran venir por la concentración de sus esfuerzos de comunicación en aquellos agentes de mayor influencia, como pudieran ser los analistas líderes del sector, los que crean opinión, y aquellos fondos e inversores institucionales más aconsejables, más especializados en el sector, más interesados en la compañía, o con los que se mantiene una mayor relación. En general, los costes, la dotación de personal al departamento, van a estar relacionados con las actividades que se lleven a cabo:

Número de analistas que siguen a la empresa, nivel de seguimiento que se realiza de los informes y notas que emiten.

Estudios de la composición y perfil del accionariado.

Número de presentaciones y preparación de las mismas, juntas generales, así como tele conferencias y vídeo conferencias mantenidas con inversores y analistas para presentar resultados.

Atender telefónicamente las consultas y dudas de los analistas e inversores institucionales.

⁴⁷ Estas Oficinas del Accionista gestionan la comunicación con los accionistas individuales, en cuyo caso opinan que el mejor medio de comunicación con ellos sería la prensa, tanto la blanca como la salmón. Igualmente, opinan que la información que más les preocupa es la relativa a los dividendos y el momento de su pago. En algunas empresas entrevistadas, esta oficina o servicio es subcontratado a otra empresa. La práctica habitual en este tipo de oficinas es tener una línea 900, donde el accionista pueda llamar y tener respuestas personalizadas a las preguntas que realice sobre la compañía. En el caso de Tabacalera, entre las actividades de esta Oficina se encuentran la posibilidad de adscribirse al Club de Accionistas de Tabacalera, envío de la revista Aromas, exclusiva para accionistas de Tabacalera, oferta de productos a precios ventajosos y la remisión de información periódica sobre expectativas, evolución de la acción, rentabilidad de la inversión, etc. El objetivo de éstas y otras actividades no es otro que el de incentivar la fidelidad del accionista a la empresa.

Actualización de listas de público objetivo, al que remitir información (*Mailing-list*), así como el envío de la misma.

Responder a cuestionarios y consultas requeridas por analistas e inversores institucionales, fundamentalmente, por correo electrónico.

Seguimiento del valor de la acción, y reportar periódicamente a la dirección el sentimiento de mercado.

Asistencia a reuniones con inversores institucionales y analistas.

Asistencia a *road shows*, seminarios, conferencias especializadas, etc.

Lógicamente, hay actividades que van a estar claramente inducidas por el tamaño. Por ejemplo, las empresas de mayor tamaño tienen un mayor seguimiento por parte de analistas, lo que hará que tengan que dedicar mayores recursos a remitirles información, a seguir los informes que publican, atenderlos en reuniones y telefónicamente, etc. A continuación, recogemos algunos comentarios que, sobre las funciones y actividades, han realizado algunos de los entrevistados:

«Desde conocer perfectamente las magnitudes del banco hasta el conocimiento de la estrategia para poder explicárselo a los inversores, entender los sistemas de valoración que emplean los analistas, hacer comparaciones con otras entidades para evaluar si estamos bien o mal valorados, en qué puntos obviados por los analistas habría que hacer énfasis, seguimiento de las recomendaciones, explicaciones del porqué son más pesimistas u optimistas las recomendaciones, lo cual puede hacer modificar o matizar algunas estrategias del banco en algunos casos, habida cuenta de lo que el mercado opina sobre ciertos negocios y asuntos» (Caso U).

«Si los resultados de la compañía difieren mucho de lo que los analistas están proyectando puede deberse a que no hay buena comunicación con los analistas. Porque aunque nosotros no le demos los resultados, en cierta forma sí le dirigimos las proyecciones. Los analistas lo que no quieren es equivocarse, no quieren grandes diferencias, por exceso o por defecto. Nuestra función es, a diario, semanalmente, quincenalmente, mensualmente, ir orientándoles de cómo van las cosas» (Caso L).

«Los analistas de los brokers son los prescriptores de la acción, nos interesa lógicamente que nos pongan bien, porque al final en su informe se va a dar la recomendación de comprar, vender o mantener. Hay fondos que tienen sus propios analistas, los llaman analistas del lado comprador, y que a veces se fían relativamente de lo que le digan los analistas de los brokers. Los analistas del lado vendedor son más técnicos, son más fundamentales en su análisis. Los gestores y analistas del lado comprador son más generalistas, más preocupados por la información cualitativa que la cuantitativa» (Caso L).

«El seguimiento de los informes, corrigiendo errores numéricos y de interpretación, y reportando el sentimiento del mercado a la alta dirección consume buena parte de nuestro tiempo. Se corrigen errores de bulto, nos preocupa mucho la dispersión. En los modelos de valoración no nos metemos, aunque en algunas ocasiones nos

piden opinión. (...) Otra actividad consumidora de recursos sería el seguimiento del valor, tratando de encontrar las razones para movimientos anormales» (Caso T).

«La atención telefónica a analistas es una de las actividades que nos lleva más tiempo, fundamentalmente a analistas sell-side. Las consultas telefónicas con los buy side son muy escasas. Esta es una situación bastante frecuente en Europa. En Estados Unidos, los analistas buy-side tienen una relación más directa con la empresa» (Caso B).

«La búsqueda de cobertura es una de nuestras preocupaciones, aunque las grandes no lo necesitan, le viene dado» (Caso K).

«Desde el punto de vista de los analistas, tenemos la suerte de que nos siguen todos los que nos pueden seguir, por tamaño, por historia de la entidad. A nivel buy-side o a nivel inversor institucional, tenemos una penetración y una visibilidad muy grande, tanto en Estados Unidos como en Europa.(...) Evaluamos en qué inversores tenemos una penetración superior a la que nos corresponde y lo contrario, para entender porqué no invierten, si es un problema de comunicación o de otra índole» (Caso U).

Otro tipo de costes, que pueden darse, son, básicamente, los costes legales derivados de la publicación selectiva de información privilegiada, o aquella otra cuya publicación provocara desventaja competitiva frente a las empresas del mismo sector. En este caso, más que costes intangibles serían restricciones o límites a marcar en la publicación de información por parte de las empresas, como lo ponen de manifiesto algunos comentarios realizados por los entrevistados:

«Un coste no tangible importante del proceso de comunicación sería el relativo a la competencia. Nosotros estamos en un sector muy opaco, somos la única empresa del sector que cotiza en Bolsa y, por tanto, estamos dando mucha información que un competidor jamás daría. Lógicamente, el objetivo de máxima transparencia se ve limitado en ocasiones por lo anterior» (Caso V).

«En general, la política es de transparencia total, lo que no puedes comunicar es un acuerdo que se esté negociando y no sea público, pues legalmente no lo puedes lanzar al mercado selectivamente, o aquella información que nos pueda dañar desde el punto de vista estratégico, y de cara a la competencia» (Caso T).

«Cualquier cosa que entendamos que pueda afectar al valor de la acción, lo incluimos como hecho relevante, y así lo remitimos a la CNMV, preferimos pecar en exceso» (Caso O).

2.4.4.4. Dependencia Orgánica de los Departamentos de Relaciones con Inversores

Autores como Gummer (1987) o Ryder y Regester (1989), sitúan la responsabilidad última de las relaciones con inversores en la Presidencia ejecutiva de la compañía, habida cuenta que las estrategias de comunicación han de estar muy relacionadas con los objeti-

vos a largo plazo del negocio. En ambos casos, se recomienda que exista un importante compromiso de las direcciones generales en el programa de relaciones con inversores, fundamentalmente las más ligadas a la estrategia, así como la Dirección Financiera y la Secretaría General. Las razones para la inclusión de la Dirección Financiera son obvias, habida cuenta que hay que transmitir magnitudes financieras, hay que cuantificar en la medida de lo posible las estrategias comunicadas y la percepción y reacción del mercado ante su publicación. Por otra parte, las Secretarías Generales van a ser, en general, las responsables de mantener actualizadas las bases de datos de accionistas, así como el conocimiento de cambios y situación actual de sus perfiles.

Con independencia de la ubicación orgánica, pensamos que debe haber un grado de implicación importante de las direcciones generales en esta función de Relaciones con Inversores. El responsable de esta función debiera asistir y participar activamente en los comités de dirección, no sólo para conocer el diseño de las estrategias al objeto de comunicarlas adecuadamente, sino también para transmitir a priori y a posteriori los sentimientos del mercado hacia las mismas. En las entrevistas, se pone de manifiesto, en un número de casos significativo, la falta de involucración de los responsables de Relaciones con Inversores en aspectos estratégicos, denunciando su desconocimiento de ciertos hechos relevantes hasta un día antes de su publicación, o participando de dicha información al mismo tiempo que la comunidad financiera. La construcción de mensajes adecuados y las relaciones fluidas y de confianza con los inversores difícilmente pueden conseguirse con este tipo de actitudes. En opinión de Fernández Rozado (1994), la falta de esta involucración en las estrategias, con independencia de su dependencia orgánica, puede acabar convirtiendo al departamento de relaciones con inversores en un mero departamento de prensa especializada. A continuación, recogemos algunas opiniones de los entrevistados sobre este particular:

«Teniendo en cuenta que el director de relaciones es un alto directivo, debe estar muy coordinado con el Director Financiero, pero debe depender más de la dirección Estratégica, puesto que será la dirección que está más al día de la tendencia de la compañía y la dirección de futuro, que en definitiva son las cuestiones que desean conocer los inversores» (Caso X).

«Aunque orgánicamente dependemos del director financiero, hablamos con el consejero delegado casi todos los días. Probablemente hablo más con el consejero delegado que con el director financiero, que es a quién reporto directamente. (...) Mi puesto en la organización tiene que ser lo suficientemente alto para poder tener acceso a toda la información relevante, toda la que surja del control de gestión, no podemos responder a ciertas preguntas por desconocimiento. (...) Los flujos de información con el resto de departamentos es muy fluida, hay una conciencia colectiva de la relación entre información y valor, todas las personas de la compañía tienen opciones sobre acciones e identifican que la función de relaciones con inversores tiene mucho que ver con el precio de la acción, e identifica que colaborando y cooperando en el logro de un mejor funcionamiento de esta área se logrará un mejor precio» (Caso N).

«Tanto el director financiero como yo trabajamos muy cerca del consejero delegado y de otros directores generales, de los que tiramos precisamente para transmitir la estrategia de cada uno de los negocios» (Caso U).

«Yo creo que, anteriormente, este Departamento solía depender del responsable financiero o de Administración, pero cada vez más, el mercado demanda más estrategia y menos números. En un Departamento Financiero se le da menos importancia a la estrategia, al mercado, competencia, cuota de mercado, crecimiento, etc.»(Caso V).

Aun a pesar de estas opiniones, recogidas por la vía de la excepción, la evidencia de los casos estudiados nos muestra que en 17 de las compañías entrevistadas, las relaciones con inversores están ubicadas en la Dirección Financiera con una implicación en aspectos estratégicos inferior a la deseable. No obstante, en empresas como Repsol las comunicaciones tienen categoría de Dirección General y dependen de la Dirección Corporativa de relaciones externas y con inversores. En un caso aislado depende de la Dirección General Corporativa y en los 4 restantes, formados precisamente por las compañías de menor tamaño, dependen directamente de algún Consejero Delegado o del Gabinete de Presidencia. Por tanto, esta evidencia se hace consistente con los hallazgos de los trabajos realizados en Reino Unido y Europa. Igualmente, en un estudio realizado por la Stanford Graduate School of Business⁴⁸, sobre la organización de funciones de más de 400 grandes compañías de distintas nacionalidades (norteamericanas, británicas, japonesas, alemanas y francesas), se observa que en un 45% de los casos depende de la Dirección Financiera, y en un 35% del máximo ejecutivo de la compañía.

Con relación al perfil que debe tener un responsable de relaciones con inversores, en opinión de Ryder y Regester (1989), debe tener unas relaciones muy estrechas con las distintas direcciones corporativas, al objeto de saber interpretar hechos y eventos en nombre de la compañía. El conocimiento de la empresa y del sector son factores esenciales pero, también, serán de gran importancia sus dotes de comunicador. Por otra parte, Enrich (1994) expone que para que esta función pueda tener la debida credibilidad en el mercado, debe ser ejercida por una persona que deba tener:

- i) Reconocida experiencia en la industria de que se trata.
- ii) Reconocido nivel dentro de la empresa.
- iii) Acceso al Consejo de Administración de la compañía, y a toda la información relevante de la misma.
- iv) Acceso a la planificación del negocio.
- v) Conocimientos específicos de las áreas de negocio, y de los productos ofrecidos por la empresa.

⁴⁸ Véase al respecto: Burgelman, R.A. (1993): «Organizational Structure for Top World Corporations». Stanford Sloan Management Review. Spring. 1993. Citado por Fernández Rozado (1994).

- vi) La capacidad de interpretar los mensajes que el mercado constantemente envía.
- vii) Unos mínimos conocimientos de comunicación y relaciones públicas, así como la facilidad para las relaciones interpersonales.

Para terminar este apartado, vamos a recoger algunos de los comentarios efectuados por algunos de los entrevistados, de los cuales queremos resaltar el hecho de que gran parte de los responsables de las relaciones con inversores en España proceden del campo del análisis, previamente habían desarrollado su actividad como analistas en agencias y sociedades de valores, o como gestores de fondos en alguna institución financiera:

«Tiene que ser una persona muy polifacética, tiene que tener una sólida formación contable, financiera, tiene que tener una curiosidad innata por conocer los avatares de las distintas líneas de negocio, el efecto que cada actividad puede tener en las principales magnitudes financieras y, sobre todo, ser un buen comunicador, dado que su función principal va a ser vender la compañía a los inversores» (Caso B).

«La relación con inversores no es sólo comunicación financiera, sino comunicación de la estrategia de la compañía, de la situación actual y previsible y, por tanto, de materias que se escapan del ámbito estrictamente financiero, por lo que debe ser una persona con una formación generalista, no únicamente cuantitativa, y que sea capaz de comunicar de una manera adecuada la política de la compañía» (Caso Z).

2.4.4.5. El papel de la información contable

En el proceso de comunicación de la compañía, la información contable tiene una importancia vital, puesto que gran parte de los mensajes estratégicos se establecen en términos de su impacto en las magnitudes financieras contenidas en los distintos estados contables. Los entrevistados son conscientes de la importancia que tiene para evaluar la gestión pasada de la compañía, y como elemento de referencia, junto con las expectativas comunicadas, para establecer proyecciones futuras, así como para establecer análisis comparativos entre empresas del mismo sector. En esta línea se muestra una de los entrevistados, cuando nos referíamos a la importancia del papel de la contabilidad:

«Es la base, son los huesos sobre los que construimos el cuerpo..., es una base sobre la cual hacer una valoración de la compañía, una vez que conozcas o estimes las estrategias y hacia donde deseas ir» (Caso R).

Otra de las bondades de la información contable, sería el hecho de que su calendario normativo de publicación, en lo correspondiente a información anual y trimestral, marca en gran medida el calendario de otras actividades a realizar por el departamento de relaciones con inversores, tales como presentaciones, reuniones y *road shows*. Otro punto fuerte estaría relacionado con el hecho de crear un clima de confianza, y oportunidades de aprendizaje para distintos usuarios. No obstante, y al igual que en el caso del Reino Unido, se detectan una serie de limitaciones en cuanto a la información contable (Holland, 1997, 1998a, 1998b):

Mucha de la información publicada en las cuentas anuales e intermedias es esperada y conocida por los analistas e inversores institucionales. Las presiones y penalizaciones del mercado obligan a las empresas a no sorprender con beneficios no esperados.

Para los analistas e inversores institucionales, aunque la información contable sea la base sobre la que construir sus proyecciones, necesitan hipótesis de futuro, y éstas no son facilitadas por las cuentas anuales e intermedias, ni tan siquiera el informe de gestión. Igualmente, opinan que la información contable al ser un bien de dominio público no les confiere ventaja competitiva, por lo que necesariamente han de acudir a otras fuentes privadas de información.

La información contable se está convirtiendo en demasiado larga y compleja para determinados usuarios no sofisticados, o que no dispongan de excesivo tiempo para su lectura, interpretación y análisis, tal es el caso de los accionistas individuales y algunos gestores de fondos.

Habida cuenta de la globalización de los mercados, las diferencias entre principios y normas de valoración contables entre países dificultan el análisis sectorial.

La información contable está pensada para responder a las necesidades de múltiples usuarios, por lo que, en algunos casos, las empresas tienden de forma adicional a diseñar, a medida, información que consideran relevante para algunos usuarios, tales como inversores institucionales y analistas.

La información contable está dominada por información de tipo financiero y cuantitativo, da pocas oportunidades para analizar con información cualitativa cuáles son las fortalezas de la empresa, sus intangibles y su goodwill, dando escasa o nula importancia a la calidad de la gestión.

Otra debilidad concreta de la información contable, es la de no proporcionar información suficiente sobre los riesgos de la empresa, y el nivel de incertidumbre asociado a sus expectativas futuras, así como la falta de información sobre los activos intangibles⁴⁹ y, en concreto, sobre el capital intelectual⁵⁰. Esto ha llevado a que se hayan desarrollado algunas propuestas normativas al respecto, tales como el informe elaborado en el año 1988 sobre problemas de la contabilidad contemporánea por el ICAS (1988), conocido por el MCRV (Making Corporate Reports Valuable). Más recientemente, en Estados Unidos se ha desarrollado un proyecto similar (AICPA, 1994) conocido como Jenkins Report⁵¹. Sobre este particular, en un informe elaborado por el FASB (2001), al cual hici-

⁴⁹ Una muestra del auge y difusión de la investigación contable sobre intangibles es la creación en 1998 del Intangibles Research Center de la Universidad de Nueva York, dirigido por Baruch Lev, y la celebración en esta misma universidad, en abril de 1999, de una importante conferencia sobre la materia.

⁵⁰ Véase al respecto un interesante trabajo sobre este particular elaborado por Sierra y Moreno (2000).

⁵¹ Sobre información relativa al riesgo en la información contable se podría consultar: Laffarga y Ruiz (1999) y Ruiz, Laffarga y Jiménez (2000).

mos alusión con anterioridad, se analizó la información divulgada por compañías de 8 sectores distintos, en cada sector se estudiaron de seis a nueve empresas, por canales ajenos a los estados financieros. En dicho trabajo se identifican una serie de informaciones que frecuentemente se divulgan con carácter voluntario, agrupándose en seis bloques: Indicadores de gestión del negocio, causas que explican la variación de dichos indicadores, información orientada al futuro, información relativa a directivos y consejeros, historia e importancia de la empresa en su sector, e información relativa a intangibles no considerados en los estados financieros. Igualmente, en los últimos tiempos, han surgido diferentes propuestas, procedentes de organizaciones profesionales de distintos países, que condicionan el futuro de la contabilidad a la explotación y uso de las nuevas tecnologías de la información.

Una muestra de lo anterior lo constituye la monografía realizada por Vivien Beattie, publicada por el ICAS (1999), donde inicialmente se lleva a cabo una encuesta a 154 usuarios de información contable, seguida de quince entrevistas. La población objeto de estudio estuvo formada por prestamistas, gestores de fondos, analistas financieros, inversores individuales, directores financieros y auditores. Entre los resultados del estudio, destacamos los siguientes:

- Existe una insatisfacción con la periodicidad existente en el suministro de información, fundamentalmente si ésta ha de ser utilizada para evaluar el futuro de la empresa.
- Las reuniones privadas que mantienen analistas e inversores institucionales con las compañías son evaluadas como beneficiosas para el buen funcionamiento del mercado, por lo que debieran promocionarse, aunque producen una distribución asimétrica de la información en perjuicio de los accionistas individuales.
- Los usuarios, en general, no perciben que una mayor cantidad de información vaya a producir sobrecargas informativas y efectos nocivos derivados de la misma.
- El primer recurso para valorar la confianza y la calidad de la gestión de las compañías fue la interacción directa con sus directivos, quedando la auditoría externa situada en tercer lugar en cuanto a la creación de confianza.
- La calidad de la gestión fue valorada como el factor clave y condicionante del nivel de realización de la empresa; aspectos relacionados con la calidad de la gestión, estrategias y fuentes de riesgo fueron los aspectos más valorados por los encuestados para evaluar una compañía.

En opinión de la autora del informe, cualquier cambio en el sistema informativo debe ir acompañado de información suministrada con mayor periodicidad, acceso a la información a grupos hasta ahora en clara desventaja con respecto a usuarios más sofisticados, incremento de las oportunidades de interactuar con los directivos de las compañías, suministro de información relevante no revelada en los estados contables tradicionales, mayor información previsional y no financiera, y garantizar la confianza y fiabilidad de la información. Como fruto o continuación de los anteriores hallazgos se plantea un modelo informativo materializado en siete propuestas:

1. La información debe estar disponible en la página web de la compañía accesible para cualquier usuario.
2. En la página web deben facilitarse enlaces a otras bases de datos ajenas a la compañía, al objeto de que el usuario controle su propio proceso de búsqueda y selección de información.
3. La información debe suministrarse y estructurarse con diferentes niveles de complejidad y detalle, al objeto de satisfacer las necesidades de diferentes tipos de usuarios.
4. Acceso a las juntas generales a tiempo real y por Internet, así como el registro en la página de su contenido posteriormente. Registro del contenido de reuniones privadas y la implantación, vía correo electrónico, de la posibilidad de hacer preguntas al equipo directivo.
5. Debe proporcionarse información histórica de 3 a 5 años, así como información previsional, indicadores no financieros utilizados internamente para evaluar la gestión, así como la biografía profesional de consejeros y directivos y datos relativos al capital intelectual. El concepto y filosofía del *balance scored* recomendado para la gestión interna se amplía para cualquier usuario.
6. La periodicidad en el suministro actual de información debe mantenerse, al objeto de que los usuarios vayan adaptándose paulatinamente a los cambios en la frecuencia y en el concepto de información.
7. Habrán de estudiarse las formas de garantizar la confianza y fiabilidad en este nuevo entorno informativo.

En opinión del Comité de Investigación del ICAS, todos estos cambios han de hacerse de forma gradual, reconocen que cualquier intento de hacer obligatorio un cambio tan radical en el proceso de comunicación, podría desestabilizar el mercado. La investigación teórica y empírica sobre la relevancia de diferentes indicadores no financieros, así como el estudio de las prácticas de divulgación voluntaria de las compañías, ayudarán a llevar a cabo y diseñar este cambio futuro en el sistema informativo externo.

Todo lo anterior no deja de ser una muestra de una cierta falta de satisfacción con el sistema contable tradicional para informar de ciertos aspectos empresariales que van cobrando, si cabe, más importancia en los tiempos presentes. Lo anterior nos motivó a preguntar, adicionalmente, a los entrevistados, aunque no fuera el objeto principal de nuestro trabajo, por riesgos e incertidumbres de la compañía que no eran informados en la información contable, y que son objeto de atención, y demanda informativa, por parte de analistas e inversores institucionales. El análisis conjunto de las respuestas dadas nos permiten aventurarnos a destacar como conclusión que el tipo de información requerida y la preocupación por el riesgo dependen del sector y el nivel de competencia del mismo, de manera que podríamos resumir las evidencias, tal como sigue:

- i) En algunos casos, los entrevistados opinaban que en los folletos de emisión se detallan los factores de riesgo de la compañía, donde se aluden a cuestiones tales

como las siguientes: control de la compañía, principales acuerdos comerciales y contractuales, inversiones en tecnología, política de retención del personal, competencia, marco legal, derechos de propiedad intelectual, exposición a tipos de cambio e interés, etc. En opinión de las empresas, repetir, aunque de forma actualizada, todo lo anterior en los informes anuales e intermedios, aparte de alargar y complicar innecesariamente el contenido de la información contable, la haría redundante en ciertos aspectos.

- ii) La preocupación por riesgos no cuantificados contablemente en los casos de empresas inmobiliarias y autopistas es bastante escasa, habría que señalar en estos dos sectores, dos cuestiones: su alta transparencia informativa y la escasa percepción de que la información voluntaria pueda dañar su competitividad.
- iii) En el sector de la construcción, el riesgo sistemático, el efecto de variables macroeconómicas, tales como inflación y tipos de interés, son las consideradas como de mayor relevancia.
- iv) Los riesgos medioambientales se concentran en el sector petróleo y eléctricas. Algunos analistas, de acuerdo con los entrevistados, empiezan a preguntar por la memoria de sostenibilidad. No obstante, una percepción general de las compañías sería que esta preocupación es mayor para ellas que para los analistas e inversores institucionales. En el caso concreto de las eléctricas, existe una preocupación especial por el riesgo regulatorio.
- v) En otros casos, en sectores comerciales y transportes, interesa de forma especial el apalancamiento operativo y el efecto de las variaciones de precios de combustibles.
- vi) En sectores relacionados con la industria del tabaco preocupa el hecho de que sus acciones están siendo eliminadas de los fondos denominados éticos.
- vii) En las empresas de menor tamaño, preocupa la preparación de la compañía para la posible entrada de multinacionales, y qué estrategias utilizarían para competir.
- viii) En las empresas del sector de nuevas tecnologías, donde la mayor parte de activos son intangibles, preocupa la capacidad de la compañía de atraer y retener a personal técnico altamente cualificado, fundamentalmente los creativos. De hecho, dos de las que forman parte del estudio han incluido en la Memoria Anual, un apartado relativo al capital intelectual, con explicación de la política de retenciones, política de remuneración y motivación, estructura de la plantilla, titulación de los empleados, conocimientos de determinados lenguajes y sistemas informáticos, índices de rotación, etc.
- ix) Los inversores institucionales y analistas financieros tienen escasa preocupación por el riesgo financiero, al contrario que las agencias de rating.
- x) Por último, quisiéramos resaltar una opinión generalizada, y consistente en la escasa propensión de las compañías a no detallar las provisiones para riesgos y gastos. La dotación de riesgos generales les permiten alisar y controlar adecuadamente la dirección del resultado, como lo pone de manifiesto la siguiente opinión:

«Este es un negocio de resultados, lo que vas creciendo un año lo pierdes en otro. Si de repente un año te ha ido mejor de lo previsto, y además has vendido una participación industrial que ha generado una plusvalía importante, lo que el mercado no te va a permitir es que este año tengas un incremento del beneficio del 100%, y al año siguiente no mantengas ni mínimamente la tendencia. El resultado hay que dosificarlo ¿Cómo? Si un año te ha ido especialmente bien, intentas crear provisiones genéricas, de manera que neutralizas el crecimiento del beneficio creando reservas, para que en años con problemas se neutralicen» (Caso T).

No obstante, la información contable es el marco mínimo de información a suministrar, y permite un mecanismo inicial de conocimiento y diagnóstico de una empresa, así como un marco de diálogo posterior, estableciendo un lenguaje común entre el emisor y el receptor de la misma. Para salvar estas limitaciones, las empresas suelen utilizar en principio dos mecanismos que tienen de común el aumento de divulgación voluntaria, y son diferentes por los canales que utilizan:

Algunas compañías reaccionan aportando información no obligatoria en sus cuentas anuales e intermedias. Prácticamente, todas las compañías entrevistadas aportan en la información del primer y tercer trimestre, balance y cuenta de resultados, cuando la legislación sólo requiere un avance de la cifra de negocios y de los resultados. Igualmente, la información segmentada en muchas de las empresas objeto de estudio no se ha ceñido a la cifra de negocios, y se ha ampliado a otras variables, como el resultado antes de impuestos. En las empresas inmobiliarias entrevistadas, se ofrecen los activos valorados (de forma global, en un caso, y especificados, en otro) con criterios alternativos, tal es el caso del valor de mercado o liquidativo realizado por un asesor independiente, e incluso los períodos de maduración de los contratos. Otras compañías con mayor proyección internacional, aportan el resultado medido bajos principios americanos, o con normativa del IASC.

La otra alternativa, igualmente en el ámbito de la divulgación voluntaria, consiste en ampliar la información vía canales privados de información, a través de reuniones globales con miembros de diferentes organizaciones (presentaciones en bolsa de resultados anuales, trimestrales y hechos relevantes, vídeo y tele conferencias, presencia en conferencias y seminarios especializados, etc.) y reuniones especiales, con miembros de una misma organización. Por el especial interés que tienen estos canales de comunicación, le vamos a dedicar nuestra atención en los dos apartados siguientes.

2.4.4.6. Canales Privados de Información

2.4.4.6.1. Reuniones generales o Presentaciones

Las presentaciones generales suelen tener una periodicidad bastante heterogénea en las empresas analizadas. Las consideramos como canales privados ya que van dirigidas sólo a una parte del mercado, si bien es verdad que los agentes, a los que van dirigidas estas presentaciones, tienen una influencia importante en el comportamiento del mercado y en

la formación de los precios. Como mínimo suele haber una presentación anual de resultados en la Bolsa de Madrid⁵², que se comunica previamente a la CNMV. Este tipo de presentaciones va dirigida a analistas e inversores, si bien acuden mayoritariamente analistas sell-side. En algún caso, se hacen dos presentaciones: una dirigida a analistas y otra a inversores institucionales⁵³. El contenido de la presentación, previamente, y al objeto de cumplir con la normativa relativa a información privilegiada (véase al respecto, la Carta Circular 14/98), se traslada a la CNMV, que lo introduce como hecho relevante en su página web, para su difusión pública.

En un estudio llevado a cabo en el Reino Unido por Walmsley, Yadav y Rees (1992), utilizando como referencia las presentaciones en bolsas organizadas por la Society of Investment Analysts en el período comprendido entre junio de 1985 y mayo de 1990, obtienen evidencias de la existencia de contenido informativo de estas reuniones o, lo que es lo mismo, de reacción posterior del mercado con variaciones significativas de los precios. Los autores subrayan que estas actividades pudieran considerarse ilegales, dado que el efecto en precios puede permitir catalogar el contenido de esa información como privilegiada, habida cuenta que no se dirige a la totalidad del mercado, sino a una parte constituida por algunos analistas e inversores institucionales. En el caso español, de acuerdo con los entrevistados y con las consultas que hemos efectuado en la página web de la CNMV, el contenido de las presentaciones, para evitar lo anterior, se comunica previamente como hecho relevante. No obstante, también habría que señalar, que esa comunicación se materializa en un conjunto de transparencias, figuras y datos sintéticos, o, lo que es lo mismo, en un esquema resumido de lo comunicado realmente. Adicionalmente, las preguntas y respuestas que se producen en las mismas no son objeto de publicación.

Algunas presentaciones se dirigen a presentar resultados anuales o trimestrales, y otras a explicar un hecho relevante, como pudiera ser el anuncio de una operación de fusión o una alianza estratégica importante. En algunos casos, la presentación va destinada a explicar la situación en cuanto a una decisión estratégica adoptada, y anunciada con anterioridad, tal es el caso de Repsol cuando realiza en este ejercicio una presentación de estrategias futuras después de la compra de YPF.

Existe una tendencia a limitar las presentaciones de resultados trimestrales vía presentaciones físicas en Bolsa a una sola ocasión. En ocho de las empresas analizadas, se utiliza el sistema de tele conferencia⁵⁴ (conference calls) para llevar a cabo la comunicación

⁵² Estas presentaciones en Bolsa suelen estar organizadas por el Instituto Español de Analistas Financieros.

⁵³ La opinión que soporta esta distinción es la siguiente: «Consiste en expresarle al gestor la atención que merece, puesto que el analista sell-side en el fondo es un intermediario. Entonces nos dirigimos directamente al colectivo inversor, en lugar de mezclarnos con unos señores que no son directamente inversores. En cuanto a Estados Unidos, en este momento, estamos haciendo una conferencia al año destinada a inversores. A los analistas le interesa más la información cuantitativa y detallada, a los inversores institucionales, por el contrario, le interesa más la estrategia, lo cualitativo del negocio» (Caso U).

⁵⁴ En algunos casos, se hace como algo añadido a la presentación física y al día siguiente de la misma.

más directa de este tipo de información⁵⁵. En este caso, analistas e inversores se conectan con un número de teléfono determinado, se comienza con una introducción, generalmente, del Presidente de la compañía, y luego se abre una sesión de preguntas y respuestas en la que pueden participar todos aquéllos que se hayan conectado, a través de un moderador. Se suelen llevar a cabo en horario de tarde, al objeto de dar tiempo a que la información se haya publicado por la CNMV y sea conocida por inversores y analistas, procurando que el mercado esté cerrado, y posibilitando el acceso a inversores del Reino Unido y americanos.

«Aunque cada vez se están utilizando más las vídeo conferencias y las conference calls, hay que tener en cuenta que los inversores prefieren, aunque sea más costoso, tener un contacto directo con los directivos de la compañía. Las vídeo conferencias están bien, pero el contacto humano no va a perder nunca su importancia y relevancia. El inversor quiere ver la cara del gestor, quiere ver las oficinas de la compañía, ver a los empleados, el ambiente, las instalaciones» (Caso N).

A continuación, vamos a tratar de sintetizar los aspectos positivos o beneficios que tiene para la compañía este canal de comunicación, a la vista de las opiniones manifestadas, para pasar a comentar, posteriormente, y de forma separada, los inconvenientes:

Tienen mucho valor añadido, tienen el valor de estar comunicando de forma directa qué hay detrás de las cifras y magnitudes contables, se suele explicar el porqué y cómo han sucedido las cosas que se ven reflejadas en los Estados Financieros y, sobre todo, se divulga cuál es la dirección que quiere seguir la compañía en el futuro, que es en realidad lo que le interesa a los analistas: estimar y dibujar el futuro más que describir el pasado. Por tanto, en estas presentaciones, una vez comunicada la información, la empresa hace su propio análisis, con lo cual el analista tendrá que ratificarlo, y/o ampliarlo, antes de emitir su propio juicio de valor sobre la compañía. Tienen, por tanto, una función educativa, lograr en un espacio corto de tiempo un conocimiento aceptable o deseable de la situación actual de la compañía y sus expectativas; así como análisis de los pasados resultados, tendencias de costes, ingresos, precios de materias primas, etc.

«La información que se vuelca en las presentaciones, es básicamente el análisis de calidad de la cuenta de resultados, no es lo mismo que crezcan unas rúbricas que otras, se desglosan las partidas por naturaleza, por negocio y por áreas geográficas. Se explican si aumentamos, o no, cuota de mercado, los progresos de la fusión, sus plazos, sus acuerdos, las alianzas estratégicas, las compras realizadas en Latinoamérica, los componentes estratégicos, etc.» (Caso U).

En algunas presentaciones se aporta información cuantificada sobre algunas variables orientadas a futuro, que no están recogidas en las cuentas anuales o intermedias.

⁵⁵ Sólo una de las empresas entrevistadas ha manifestado utilizar el sistema de vídeo conferencias.

Otro beneficio de este canal sería el mayor y más rápido conocimiento del mercado sobre la empresa. Las presentaciones benefician la calidad de las estimaciones y de los informes realizados por los analistas. Las posibilidades de error son mayores cuando comprenden o tratan de conocer el negocio a través de otras fuentes, sin contrastar con las de la propia compañía.

Con las presentaciones se garantiza, que esa misma tarde-noche, los analistas escriben unas notas, que al día siguiente son diseminadas entre los inversores, con lo cual todos los inversores acceden a esa información en un plazo bastante corto de tiempo.

«Una función que cumple la presentación es hacerle más fácil el trabajo al analista, pues con ella tratas de analizar, simplificar y visualizar la compañía en un corto espacio de tiempo, proporcionando cálculos y comparaciones. Es una oportunidad para tener los datos de primera mano y poder salir a la calle opinando sobre la calidad de los resultados y sus perspectivas» (Caso U).

En la mayoría de las empresas, a las presentaciones asisten el Director Económico-Financiero, el Consejero Delegado, y, dependiendo de que se quiera hacer hincapié en cuestiones o temas más concretos, los directores de áreas funcionales. En algunos casos, las presentaciones se preparan en un Comité, donde participan directores de las distintas áreas funcionales, cada uno es responsable de aportar su mensaje y de anticipar las preguntas que pudieran surgir. Las presentaciones permiten, por tanto, a analistas e inversores entrar en contacto con la Alta Dirección, poner cara al comentario estratégico que día a día la compañía va comunicando, y preguntar directamente sus dudas sobre determinados aspectos de la compañía.

Tienen una función bidireccional, no sólo se da información al mercado, sino también se toma información del mismo, cuáles son sus preocupaciones, incertidumbres, faltas de comprensión, lo cual hace modificar los contenidos de futuras presentaciones.

«A nosotros nos permite observar que es lo que ve el mercado de positivo rápidamente, cuáles son las preocupaciones que puede tener el mercado en un momento determinado, qué es lo que está valorando y penalizando, etc., en definitiva, qué piensan de determinadas estrategias, que podrán ser matizadas, cambiadas, o mejor explicadas» (Caso U).

A las compañías más pequeñas, que son seguidas por un menor número de analistas, las presentaciones les posibilitan darse a conocer de mejor forma al mercado.

Frente a las ventajas anteriores, surgen una serie de limitaciones:

-Aunque el contenido de las presentaciones se deposita y publica por la CNMV, se pueden suscitar problemas derivados de la divulgación selectiva y no pública de información privilegiada, o que de hacerse pública afectaría sensiblemente a los precios. Las preguntas y respuestas que se producen en estas reuniones no tienen el mismo tratamiento, lo cual lleva a las compañías a preparar previamente las posi-

bles preguntas y respuestas, siendo conscientes de que los silencios y las dudas pueden tener contenido informativo.

«La experiencia nos lleva a acertar previamente el 80% de las preguntas que se van a realizar. (...) Nunca hay nada que se quede sin responder. Lo puedes hacer con mayor o menor profundidad. Se tiene especial cuidado en no decir nada relevante que no se haya hecho público previamente. Más problemas pueden existir cuando a las presentaciones acude algún consejero delegado que no esté al día de la relación con el mercado; para lo cual, tanto para presentaciones, reuniones como road shows, tratamos de mantener una reunión con los directivos que van a asistir, al objeto de unificar el mensaje, definir lo que se puede decir, y lo que no se puede contar aún» (Caso N).

Con independencia de los posibles costes legales en que pueda incurrir la empresa por divulgar información relevante en una presentación sin haberla hecho pública con anterioridad, aunque sería aconsejable que como mínimo se haga a posteriori, existe en este caso la aversión por parte de la empresa a publicar o divulgar algún tipo de información que pudiera dañar su ventaja competitiva. A algunas empresas, como las del sector de petróleos y construcción, les preocuparía más este tipo de cuestiones que a otras, como las ubicadas en el sector inmobiliario o de autopistas.

La información adicional y voluntaria que se suministra, tanto cuantitativa como cualitativa, no contenida en las cuentas anuales, no tiene garantía objetiva de su fiabilidad, puesto que no sería objeto de auditoría.

Las ventajas de unos analistas frente a otros, y lo mismo ocurre con los inversores institucionales, están en su conocimiento de la empresa y en su capacidad de análisis. Lo anterior lleva a que en este tipo de reuniones sean reacios a formular determinadas preguntas que le resten posible competitividad, o que alguna información, sin ser relevante, se haga pública perdiendo dicha ventaja.

«Cuando se hace una presentación, tanto analistas como inversores institucionales no desean hacer ciertas preguntas para no despertar el interés por ciertos aspectos del negocio al resto del auditorio, que serían sus competidores. Puede ocurrir que han descubierto un punto concreto de la compañía que les parece relevante y que no quieren que los demás sean conscientes del mismo. (...) Igualmente, este tipo de reuniones, al mantenerlas con la dirección de la compañía, les hace sentirse valorados, de que se le presta un servicio personalizado» (Caso R).

Para terminar este apartado, y al objeto de resaltar el alcance de la información voluntaria divulgada en estos encuentros, vamos a destacar, y a modo de ejemplo, algunos de los apartados informativos recogidos por Unión Fenosa en la presentación de resultados del primer semestre de 1999:

- Características básicas de la compañía en 1999, resaltando sus fortalezas cualitativas y su materialización en cifras contables.

- Hechos relevantes.
- Explicación sobre Ganancias de Capital en operaciones singulares, y fortalecimiento de provisiones para riesgos y gastos, así como Reservas.
- Indicadores no financieros de actividad, tal como crecimiento de la energía producida o mejora de la calidad del servicio.
- Objetivos de Unión Fenosa para el período 2003, con explicación de su estructura orgánica, plan de actuación en inversiones (internacionales, telecomunicaciones y servicios profesionales), hipótesis generales, plan de reducción de costes operativos, plan de situación laboral especial, crecimiento esperado de beneficios, beneficios estimados del 99 y 2003.
- Descripción de riesgos de la entidad (diversificación de actividades, sensibilidad a cambios en tipo de interés y cambio, diversidad internacional, etc.), y participación porcentual de cada división del negocio en el valor total de la compañía, para lo cual se ha aplicado básicamente el método de actualización de flujos futuros de caja, y se ha contado con la intervención de bancos de inversión y consultores especializados, para su cálculo objetivo.

Este mismo ejercicio, lo hemos efectuado para otras muchas empresas que componen la muestra objeto de estudio, a partir de las presentaciones de resultados volcadas en la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores como hecho relevante, llegando a la conclusión de que existe una información publicada a título voluntario más amplia que la exigida obligatoria por la legislación, lo cual nos lleva a inducir que las fuerzas del mercado, la demanda en concreto, y habida cuenta de la concepción multiutilitarista de la información contable, llevan a exigir a las empresas la publicación de información cuantitativa y cualitativa más a la medida de sus necesidades; necesidades, en este caso, ligadas a las decisiones de inversión o desinversión en los mercados financieros.

2.4.4.6.2. Reuniones especiales

Con las reuniones especiales nos queremos referir a aquéllas mantenidas entre la empresa y miembros de una misma organización, con inversores institucionales o analistas. Si bien el contenido de las presentaciones generales se suele depositar en la CNMV, aunque no se hace lo mismo con las preguntas y respuestas, la información volcada y transmitida en estas reuniones especiales, individuales o *one-to-one* en terminología anglosajona, puede tener mayores riesgos de convertirse en privilegiada y, por tanto, quebrantar ciertos preceptos legales. No obstante, tienen las siguientes características diferenciadoras, con respecto a las reuniones globales:

Este tipo de reuniones cumple un papel formativo inicial, cuando el analista o el inversor no conoce excesivamente a la empresa, por su escasa experiencia profesional, habida cuenta de la alta rotación existente en el campo del análisis, o por tratarse de un nuevo sector no excesivamente conocido, como pudiera ser todo lo relacionado con las nuevas tecnologías de la información.

«Los analistas e inversores no tienen tiempo para asimilar toda la información que va saliendo de nuevos sectores, incluso la relativa a los sectores donde están más especializados. (...) No es tan sencillo estar al día en un sector. En las reuniones que mantenemos con inversores y analistas cumplimos esta función, que conozcan mejor la compañía y el sector, vamos casi a dar clases teóricas, a evangelizar» (Caso N).

«Si es una primera visita, se dedica mucho más tiempo a explicar quién es nuestra compañía y en qué es diferente de otras, la competencia, la evolución de sus principales magnitudes financieras, las razones de estar en cada negocio, las estrategias, porqué acabas de vender una filial o hacer una determinada inversión. En segundas y terceras reuniones, la reunión gira en torno a la actualización de un informe, y preguntas más concretas sobre capacidad de producción de determinadas fábricas, etc.» (Caso A).

Los inversores prefieren, en general, este tipo de reuniones por varias razones. Al igual, que los analistas, determinadas preguntas no las lanzarán en reuniones generales por no ocupar demasiado tiempo, por no facilitar que otros competidores del sector financiero presten atención a determinados aspectos del negocio que pudieran ser relevantes para la interpretación de futuros eventos de la empresa, o para no mostrar públicamente sus intenciones con relación a tomar mayor o menor participación en la empresa.

Estas reuniones pueden servir para captar información mucho más detallada de determinados aspectos en los que estén interesados inversores y/o analistas. Lógicamente, la demanda de más información detallada sobre aspectos particulares va a depender del nivel de conocimiento del sector y de la empresa, así como de la capacidad de análisis que tenga el gestor de fondos y/o analista.

«La cantidad y calidad de información que se va a dar a cada analista e inversor institucional va a depender del tipo de preguntas que hagan y del nivel de conocimiento que posean sobre la compañía. Nosotros sabemos muy bien los límites de lo que podemos informar. Pero sí que es cierto, que hay muchas personas que conocen muy bien la compañía y que te van a hurgar ahí donde más te duele, y tienes que explicarles una serie de cosas, que a otras personas no se las explicarías» (Caso M).

«Todo lo que previamente has comunicado como hecho relevante se explica con detalle. Las noticias generales sirven para animar al mercado, para llamar la atención sobre una compañía, que es activa, que hace cosas, que hay un potencial. La cuantificación y los detalles se ofrecen en las presentaciones y reuniones one on one» (Caso P).

«La calidad de las reuniones depende del conocimiento que tenga el inversor de nuestro grupo, si el inversor no conoce el grupo la reunión va a ser bastante genérica y muy superficial. Cuando ese conocimiento existe, se profundiza y detalla en cuestiones más concretas en las que el inversor esté interesado» (Caso T).

Este tipo de reuniones va a servir para conocer a los directivos, escuchar de cerca sus mensajes, tratar de intuir el grado de convicción en los mensajes lanzados

sobre estrategias. Igualmente, permitirán conocer físicamente las instalaciones y el ambiente de trabajo.

«Los inversores no disponen de mucho tiempo, quieren tener un feeling de cuál es la estrategia de la compañía, el compromiso de la dirección en un proyecto determinado. Quieren ver y conocer a los que gestionan su dinero, conocer de cerca los nuevos proyectos, los cambios, tener una comunicación fluida con la empresa. Cada vez mas, sin romper las reglas del juego, sin proporcionar información privilegiada, lo que se busca es una relación muy fluida con el inversor, que esté enterado en todo momento de lo que pasa en la compañía. Ellos ven a nuestra empresa en un entorno competitivo, conocen y visitan a la competencia, su opinión sobre nuestras estrategias y las de la competencia es muy valorable. La relación continua y fluida es mutuamente beneficiosa» (Caso O).

Las empresas con el ánimo de tener una relación fluida, tratan de incrementar el nivel de conocimiento y confianza en la empresa, al objeto de contar con aliados en futuras necesidades de financiación, o para luchar contra compras no deseadas. Sin infringir la ley, sin llegar a dar de forma selectiva información que pudiera afectar a la formación de precios, pueden comunicar información que no la suministran públicamente, porque nadie la demanda o porque dañaría su estado de competitividad. En un entorno de confianza, y con el compromiso de no divulgación por parte del usuario de información, este tipo de situaciones se produce, y sobre ellas advierte el Código Olivencia, en su apartado 8.6. cuando expresa: «respecto al uso de información no pública, la Comisión ha detectado la existencia de una cierta preocupación en los mercados por la distribución asimétrica de la información entre los accionistas y por el acceso de los accionistas significativos a información reservada de la sociedad. El Consejo de Administración deberá estar vigilante ante este tipo de situaciones para determinar si ha habido alguna anomalía o filtración, con el objeto de exigir las correspondientes responsabilidades. En cualquier caso, no estará de más contemplar la extensión a los accionistas significativos del deber de confidencialidad y de no explotación de la información privilegiada». Sobre este particular, recogemos algunas opiniones de los entrevistados:

«Cuando te sientas en una reunión con un inversor, no es lo mismo un potencial inversor que otro que participa del 6% del capital, la información que das no puede ser nunca la misma, aunque no pertenezca al Consejo» (Caso W).

«Los inversores institucionales son tenidos en cuenta en algunas decisiones, hay inversores de este tipo que manejan miles de millones, y que en un momento determinado pueden quitar a alguien del equipo directivo, y designar a otro» (Caso Z).

La información a la que hemos hecho referencia con anterioridad, si bien no es relevante en el momento de publicarse, sí que le va a permitir al analista o gestor tener un mayor conocimiento de la empresa, y ante cualquier evento o noticia posterior tendrá mayor capacidad para evaluar el impacto cuantificado de la misma en el valor de la empresa; lo cual les permitirá tener una posición ventajosa en cuanto a la interpretación de futuros hechos, y, por tanto, podrán asesorar o tomar

posiciones en mejores condiciones que los competidores. Aunque no se trate de información privilegiada, dicha información les va a conferir una capacidad de análisis privilegiada frente al resto de inversores.

Si bien estos canales no se ubican en la ilegalidad, que duda cabe que se encuentran en una zona gris, habida cuenta que la información que se proporciona no es privilegiada en la actualidad, en el momento presente, pero sí les permite a los usuarios de la misma actuar en el futuro con la información pública disponible en condiciones ventajosas y privilegiadas, para poder interpretarlas. Los detractores de este tipo de situaciones aluden a la falta de equidistribución de la información que se produciría entre los agentes del mercado. Por el contrario, los defensores argumentan que los inversores institucionales y analistas son representantes democráticos de la totalidad del mercado y, además, esa ventaja informativa se va a ver compensada con el coste de acceder a ese mayor volumen de información, y a propiciar una mejor capacidad de análisis; no obstante, sería de esperar que los beneficios derivados de lo anterior superen a los costes. Por otra parte, para que esa equidistribución existiera tendrían que hacerse públicos los contenidos, no sólo de las presentaciones generales con las preguntas y respuestas, sino también los relativos a reuniones individuales e, incluso, conversaciones telefónicas.

Estas reuniones pueden ser mutuamente beneficiosas para ambas partes, y constituyen un refuerzo del proceso de aprendizaje mutuo al que hicimos referencia cuando analizábamos las presentaciones generales. A la empresa le va a permitir entrar en contacto directo con inversores y analistas especializados en sectores concretos, que pueden asesorar o aconsejar sobre la conveniencia o no de desarrollar determinadas estrategias, así como de los resultados pasados de distintas acciones llevadas a cabo por la competencia.

« Se puede aprender del mercado, de los analistas e inversores, sobre todo en un sector tan innovador, tan cambiante y puntero como las tecnologías de información. Los líderes en análisis ven a todos los grandes competidores, tienen analizadas sus estrategias, y es importante su opinión. Han habido muchas decisiones estratégicas que se han tomado en función de lo que el mercado nos ha transmitido, o en función de cómo nosotros pensábamos que lo iban a interpretar» (Caso I).

En este tipo de reuniones, las empresas se encuentran más en disposición de informar sobre cuestiones más delicadas, que en público no lo harían, tal como calidad de gestión, rendimientos de líneas de negocios, proyectos de I+D, desarrollos de nuevos productos, políticas de personal, etc., siempre y cuando no pudiera considerarse como información privilegiada.

Si bien, tal como hemos puesto de manifiesto en el capítulo anterior, la legislación española define la información privilegiada como cualquier hecho o decisión que de ser publicado afectaría sensiblemente al precio o valor de la empresa en el mercado, no cuantifica a partir de qué porcentaje se considera que la variación es sensible, y sólo aporta un listado, en la Carta Circular I4/98 de la CNMV, de posibles hechos que pudieran caer dentro de esa categoría, obligando a su publicación

cuando se prevea un movimiento material de precios, y aconsejándola cuando existan dudas al respecto. La percepción obtenida en las entrevistas acerca de cómo detectaban si determinada información era privilegiada o no, fue que estaba más relacionada dicha catalogación con la naturaleza del hecho o decisión que con el posible impacto cuantificado sobre el precio.

En el ámbito de las reuniones especiales podríamos encuadrar también las conversaciones telefónicas y la comunicación fluida que se mantiene con los analistas financieros. La ventaja para el analista de este método de comunicación es que los competidores no participarían de dicha información. En general, la publicación de cuentas anuales e intermedias estimula un importante número de llamadas telefónicas de analistas a la compañía, en pro de mejorar la interpretación de los estados financieros antes de proceder a la elaboración de un informe. La totalidad de los entrevistados suelen recibir borradores de informes antes de su publicación, los cuales suelen confirmar, o corregir, en su caso, lo que el analista no haya interpretado adecuadamente, tal como ciertas estrategias o hechos comunicados de la empresa no entendidos adecuadamente, errores importantes en la cuantificación y proyección objetiva de algunas variables, así como el hecho de que las estimaciones se alejen considerablemente de las establecidas por la empresa. No obstante, no se suele opinar sobre los modelos establecidos, ni sobre las tasas de descuento, a menos que se distancien de forma significativa de las que son utilizadas por término medio. Igualmente, en algunos casos, el reglamento interno de conducta, les obliga a no dar información alguna una semana antes de la presentación de resultados.

2.4.4.7. Eficiencia y diseminación de la información

Al igual que en el estudio de Barker (1998) en el Reino Unido, la mayor parte de los entrevistados, en nuestro caso, dicen seguir diariamente los movimientos de precios de sus acciones, tratando de encontrar explicaciones para aquellos movimientos que consideren más significativos. Ciertas bases de datos identifican a los intermediarios que han efectuado las transacciones, a los cuales se les llama y aunque no deben identificar al comprador o vendedor, sí que les suelen explicar los motivos de tales operaciones: liquidez, pérdida de confianza, etc. La preocupación general se manifiesta más en las tendencias a largo plazo, la volatilidad a corto plazo suele preocupar cuando va precedida por la publicación de un evento o un rumor.

Dichos movimientos se suelen comparar con los del sector y los del mercado al objeto de identificar si afectan directamente a la compañía, en definitiva, y utilizando terminología de la investigación basada en el mercado de capitales⁵⁶, tratan de evaluar la existen-

⁵⁶ Sobre este particular, y en concreto en la fase previa a la comunicación de un hecho relevante, la Carta Circular 14/98 de la CNMV recomienda en el apartado 3.b. que: «la entidad deberá estar durante este período especialmente atenta a la evolución de sus acciones en los mercados. Una oscilación anormal en las cotizaciones o en los volúmenes contratados podría ser un indicio de una ruptura de los controles adoptados, que debe dar lugar inmediatamente a la revelación anticipada a la CNMV del contenido y alcance de los planes en estudio».

cia de rentabilidades diarias anormales o ajustadas al mercado. En la mayor parte de los casos, preocupa tanto la sobrevaloración como la infravaloración, aunque dan más importancia a esta última.

Cuando la acción está sobrevalorada, algunos entrevistados comentan que tratan de transmitir prudencia, para evitar fuertes penalizaciones posteriores, lo que se pretende es la generación de valor a largo plazo, y no una situación anormal y beneficiosa de unos días, dado que antes de volver nuevamente al valor y tendencias normales, durante un tiempo determinado se penalizará la acción. En algún caso, más que la penalización, lo que preocupa es que el aumento de precios se deba a la compra de acciones de un inversor no deseado:

«La sobrevaloración, yo creo que preocupa a empresas como la nuestra, que siempre hemos sido objeto de posibles OPAS, preocupa desde el punto de vista de ver lo que está pasando, si hay alguien que te está comprando» (Caso F).

Si bien una valoración por encima del valor intrínseco, puede deberse a compras de hecho no deseadas, el caso contrario, la infravaloración preocupa a las empresas más pequeñas porque aumenta las probabilidades y favorece las opas hostiles. En general, esta situación no es deseada puesto que aumenta el coste de capital y dificulta o encarece las posibilidades de obtención de financiación. Cuando la infravaloración no está justificada, opinan algunos de los entrevistados que se suele aumentar la cantidad de información al mercado, se justifica la posición en el mercado, el potencial de desarrollo, las ventajas competitivas:

«Cuando el mercado ha malentendido una noticia, incluso se hace una presentación, en nuestro caso hubo una fusión que se explicó mal (...) Tuvimos que salir dos meses después al mercado a explicar en qué consiste esa fusión, qué grupo nace como consecuencia de la fusión, qué posición de mercado tiene, qué potencial de ahorro tiene, qué potencial de generación de sinergia, etc.» (Caso U).

Por otra parte, las empresas más pequeñas se quejan de una infravaloración y una penalización por tamaño, y que el interés del mercado por las nuevas tecnologías e internet les ha hecho perder atractivo y valor. En general, opinan que sólo en las compañías más grandes, fundamentalmente las que forman parte del IBEX35, que gozan del seguimiento periódico de un buen número de casas de análisis, el concepto de eficiencia funciona. En las más pequeñas, hay que ser más proactivos desde el punto de vista de comunicación financiera, para conseguir que exista un seguimiento significativo en cantidad y calidad. En el caso contrario, existe una alta volatilidad, una falta de liquidez importante, y, de acuerdo con los entrevistados, una infravaloración permanente. Piensan que el mercado también se mueve por modas e inercias, de forma que en la actualidad toda compañía que no contemple en la diversificación de sus actividades algún negocio relacionado con las nuevas tecnologías de información es penalizada.

Al igual que en el estudio de Holland (1998b), las compañías reconocen que el aprendizaje y conocimiento sobre la compañía, por parte de analistas e inversores institucionales, lo consiguen como resultado de la interacción de distintos canales privados de comu-

nicación (Reuniones generales y especiales). Como resultado de lo anterior, estos usuarios, o parte de ellos, van a tener una ventaja informativa, dado que van a estar en una posición privilegiada para interpretar determinados hechos y decisiones relativas a la compañía. Esa interpretación, y los juicios resultantes se harán de mejor manera o con mayor calidad, así como con antelación a los que se produzcan por otros participantes del mercado menos informados. En definitiva, la información privada, aunque no tenga porqué afectar a la formación instantánea de los precios, alimenta, sin duda, la configuración de los mismos en algún momento del futuro. Lógicamente, estas evidencias se pueden relacionar con el papel que juegan los intermediarios financieros en la consecución de la eficiencia de los mercados financieros.

Por el contrario, una restricción al proceso privado de información con analistas e inversores institucionales sería la legislación relativa a información privilegiada y, por tanto, la prohibición de dar selectivamente información, que de ser divulgada públicamente, afectaría de forma sensible a los precios de la compañía. El peligro anterior puede darse no sólo en el caso de los flujos de información que se producen en reuniones privadas, sino en mayor medida en la revisión de los informes de analistas que llevan a cabo las compañías. Lo anterior puede ser muy arriesgado en el clima creado en los noventa, en torno a la protección de inversores, en todos los mercados europeos, incluido el caso español, tal como lo hemos puesto de manifiesto en el capítulo anterior de este trabajo. Por otra parte, y de acuerdo con los entrevistados, el conocimiento superior de la compañía que tienen ciertos analistas e inversores institucionales, no tiene un efecto inmediato en precio, por lo que no se sienten amenazados por caer en ilegalidad. No obstante, la legislación española, aunque no hayamos encontrado ninguna referencia a lo beneficioso que sería el papel de inversores institucionales y analistas, como así se produce en otras legislaciones, no prohíbe estos contactos, siempre y cuando en los mismos no se transmita información privilegiada, en cuyo caso habría que publicarla a la mayor rapidez posible. Por tanto, se reconoce, o al menos no se prohíbe, el hecho de que la adquisición de información privada es una práctica legal.

Todos los entrevistados utilizan continuamente ideas relacionadas con la eficiencia del mercado, fundamentalmente en su forma semifuerte, en el sentido de que la información una vez hecha pública se transmite casi de forma inmediata. Aunque opinan, que dada la escasez de recursos dedicados al análisis en España, la reacción del mercado a noticias y eventos de la compañía no es todo lo rápida que debiera.

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

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

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

La solución al anterior conflicto pasa por entender que el papel del analista en los Mercados de Capitales consiste en explotar las anomalías del mercado. Hay una serie de factores que pueden explicar esta paradoja. El primero es el hecho de que toda la Teoría sobre Eficiencia de los Mercados de Capitales se levanta sobre pruebas basadas en la evaluación del comportamiento de un agregado, y no en comportamientos individuales. Al concentrarse en el comportamiento agregado, no sólo se destacan los resultados y rendimientos medios, sino que además se olvidan y enmascaran los resultados obtenidos por la capacidad, el trabajo, y el ingenio individual, así como por la mayor velocidad de respuesta a la información que se hace pública (Bernstein, 1995, p. 18). Así pues, el movimiento de la nueva información y su correcta interpretación se desarrolla desde los segmentos bien informados y preparados del mercado hacia segmentos menos informados y que la absorben más lentamente. Por tanto, el analista puede adelantarse al mercado si el ajuste de los precios a la nueva información no se produce de manera inmediata, obteniendo rendimientos positivos netos como diferencia entre el resultado de sus inversiones y el coste de la información adquirida. Ello explica que la distribución de la información sea gradual en lugar de inmediata⁵⁷ (Bernstein, 1995, p. 19). A continuación, recogemos alguna opinión explícita sobre este proceso de diseminación:

«La diseminación de la información es muy rápida, la calidad de la información que se transmite es mediocre, y muchas veces la cantidad de tiempo que se dedica a descontar y a valorar la información es escasa. Una de nuestras tareas es la de intentar revisar los borradores de los analistas, para evitar comentarios que no se ajusten a la realidad. (...) La información se transmite rápidamente pero no va acompañada de una objetividad, de una profundidad o de un calado lo suficientemente adecuado. El problema básico es que hay escasez de recursos dedicados a esta actividad (...) Hay reuniones en la que pasas el 60% del tiempo repitiendo algo que ya has dicho en la presentación (.....) No obstante, hay una minoría que sería la que crea opinión, es una elite que disemina y crea opiniones» (Caso R).

«Existe una guerra entre los analistas para ver quién escribe más rápido, la nota más rápida. Lo ves, por el orden de la presentación en el que había un cocktail después, no se queda nadie. Se trata de diseminar la información lo antes posible entre

⁵⁷ Sobre este particular, puede consultarse Giner (1999, pp. 18-21).

sus clientes, dado que sus comisiones y reputación van a depender de la calidad del análisis, pero también de la capacidad de respuesta» (Caso L).

Volviendo a lo anterior, en la investigación en finanzas hay una larga historia sobre los papeles de los inversores informados y no informados y su repercusión en la contratación y la eficiencia⁵⁸. Este tipo de investigación asume la existencia de inversores mejor informados, e ignoran el cómo llegan a ese mayor estado de conocimiento, lo cual ha sido objeto de nuestro estudio, o asumen que se convierten en mejor informados observando las operaciones llevadas a cabo por otros inversores informados, y no informados también (Véanse, entre otros: Keynes, 1936; Cootner, 1972; Grossman, 1976; Grossman y Stiglitz, 1976, 1980; Hogan, 1989, Lonie, Nixon y Collinson, 1993; Holland, 1997, 1998.^a, 1998b).

A la luz de los resultados de los anteriores trabajos y del presente, podemos distinguir una cierta jerarquía de participantes en el mercado. Por una parte los directivos de la compañía, los cuales tienen acceso a la totalidad de información sobre la compañía, así como un superior conocimiento y experiencia sobre la misma. A continuación, vendría un selecto grupo de inversores institucionales y analistas, los cuales tienen mayor conocimiento y más acceso a información de la compañía que el resto de inversores e instituciones. A continuación le seguirían otros inversores institucionales con algún conocimiento sobre la compañía y con rápido acceso a los informes de analistas, así como analistas seguidores o no líderes de un determinado sector y, por tanto, sin mucho conocimiento sobre la compañía. El grupo anterior puede seguir de cerca el comportamiento de los anteriores, observando sus recomendaciones y/o transacciones efectuadas en el mercado, a partir de lo cual pueden inferir información sobre las expectativas de las compañías. Lógicamente, este grupo debiera tomar acciones congruentes con las llevadas a cabo por el grupo privilegiado, siempre y cuando su información y sus evaluaciones no sean muy dispares o incongruentes con las que se infieren de los comportamientos observados. Seguidamente se situarían los pequeños inversores no informados, los cuales se pueden dividir en dos grupos: aquéllos que actúan a partir de rumores, y los que siguen señales fundamentales. Cualquiera de los usuarios peor informados actúan con desventaja con respecto a los primeros, si bien es verdad que el coste de obtención de información privada para los menos informados es nulo o muy bajo. De acuerdo con Hogan (1989), los mejor informados tienen dos formas de rentabilizar su superioridad informativa en el mercado. Una sería actuando más rápidamente que el mercado. La segunda haría referencia a las acciones y posiciones a tomar, una vez que los menos informados no han interpretado, adecuadamente, determinadas noticias y señales fundamentales de la empresa.

El papel de analistas e inversores institucionales en el esquema anterior y para el caso español tendría algunos matices que lo harían algo diferente. Por una parte, la legislación española dificulta el conocimiento de quiénes son los accionistas. Lo anterior dificulta o imposibilita saber quién está tomando posiciones sobre una compañía, las bases de datos

⁵⁸ Dos artículos interesantes sobre las microestructuras de los mercados financieros, pueden consultarse en Tapia (1996) y Brusco (1997).

identifican a la sociedad de valores que está ejecutando la orden, pero no quién la ha requerido. Por tanto, en este caso la observación de comportamientos estaría más limitada en el caso español. Por otra parte, y de acuerdo con los entrevistados, en nuestro país los inversores institucionales no tienen muy diferenciadas las figuras de gestor de fondos y analista buy-side⁵⁹, por lo que al no tener desarrollado como en otros mercados la figura de analista de la propia institución soportan sus decisiones más en los informes de los analistas sell-side⁶⁰. Por tanto, la figura de analistas líderes en el sector cobra más relevancia en el caso español que en otros países.

De acuerdo con las empresas entrevistadas, los inversores institucionales son reacios a identificarse y dar a conocer sus posiciones, precisamente para evitar el efecto copia o seguimiento. No obstante, sus posiciones si son conocidas por las agencias donde canalizan sus operaciones. En concreto, los inversores institucionales utilizan el sistema de «voto» para repartir sus operaciones entre diferentes casas de análisis, en función de la valoración efectuada de cada una de ellas. Los inversores institucionales, aparte de disponer de una superioridad en el acceso a información de las compañías, pueden acceder a los informes, puntualmente, que emiten los analistas, los cuales, en general, no son públicos. Es por lo anterior que las pautas de comportamiento son marcadas por los analistas, del tipo sell-side, líderes en determinados sectores, dado que su superioridad, en el acceso a información de las compañías, se materializa en una posición privilegiada para identificar e interpretar mejor las noticias empresariales, así como las posiciones que van tomando determinados inversores institucionales. En opinión de uno de los entrevistados, si toda la información trasladada selectivamente a algunos analistas se hiciera pública, ciertos sectores españoles de análisis no serían capaces de interpretarla adecuadamente, lo cual refuerza su creencia de que el efecto copia, o imitación escalonada, puede ser beneficioso para el buen funcionamiento del mercado.

De acuerdo con Holland (1998b), este tipo de evidencias puede ser de gran ayuda para comprender y asimilar el concepto de eficiencia. En su opinión, una limitación impor-

⁵⁹ Los gestores de carteras, por otra parte, tendrán que gastar más tiempo en controlar la composición de las carteras de las cuales son responsables, realizando compras y ventas de acciones, asegurándose que los cambios en las preferencias de sus clientes se vean reflejadas en las carteras. Por tanto, y en consecuencia, los gestores de fondos deben gastar inevitablemente menos tiempo, y llevan a cabo menos detallados análisis sobre las acciones a título individual, que el que dedican los intermediarios financieros. Los gestores de fondos se surten más de información provista por otros analistas financieros que los intermediarios de información. Los analistas del tipo *Buy-Side* pronostican resultados, su papel es mas consultivo. Normalmente, trabajan para un Banco, Fondo de Pensiones, Compañía de Seguros, etc., e informan a un gestor de carteras, por lo que sus pronósticos son usados internamente por la compañía a la que pertenecen.

⁶⁰ El Analista del tipo *Sell-Side*, generalmente trabaja para una gran compañía, que ofrece servicios tanto de asesoramiento como de gestión de compra-venta. Basándose tanto en la investigación como en el análisis, lo cual incluye frecuentemente contactos directos con los gestores de las compañías, este tipo de analistas determinan o realizan pronósticos de beneficios por acción como parte de una recomendación de compra, venta o mantenimiento de la acción. Esta información, en términos generales, se remite al exterior, a través de notas e informes escritos, o de una forma directa a los clientes mediante los *brokers* que trabajan para la compañía.

tante de la teoría de eficiencia es que es una teoría de puro intercambio y, por tanto, guarda silencio total y absoluto de cómo se produce la información, cómo se adquiere y cómo se procesa por empresas, analistas e inversores. En esta misma línea, Barker (1998) opina que la eficiencia del mercado es un modelo que a priori describe bien el mercado. La información sobre precios, estados financieros, hechos relevantes, etc. está simultáneamente disponible a bajo coste para todos aquellos agentes que actúan en el mercado, los cuales responden de una forma rápida y racional a la misma, lo cual dificulta la comprensión de ciertas anomalías en el funcionamiento del mercado con respecto a la información que está públicamente a disposición del mismo. No obstante, ambos autores coinciden en apuntar el silencio de la teoría en dos aspectos importantes: Uno relativo a la cantidad y calidad de información con respecto a la cual el mercado es eficiente, y otro relativo al mecanismo de equilibrio o, lo que es lo mismo, el proceso de transferencia de información y análisis que lleva a tomar decisiones de comprar, vender o mantener y, por tanto, configuran finalmente el precio. La clave de lo anterior la podemos encontrar en Gonedes (1976) y Keane (1983), que en su día animaban a estudiar un segundo mercado: el mercado de información. Si el mercado de información fracasa en hacerla disponible al mercado, o si la información que provee no es correctamente procesada, el mercado se comportará de forma ineficiente con respecto a su función primaria, cual sería la eficiente asignación de los recursos.

Una evidencia de gran interés en nuestro trabajo, para entender mejor cómo se llega en la práctica al concepto de eficiencia, es la importancia que cobra en el proceso la información privada⁶¹. De acuerdo con Vickrey (1994), es bastante común acudir a conceptos relacionados con capacidades agregadas o del mercado como un todo, tales como memoria, sofisticación para entender el concepto de eficiencia. En el caso de eficiencia débil se argumenta que el mercado no tiene memoria. La eficiencia semifuerte se considera sofisticada a un nivel agregado, el mercado no se deja engañar por cambios cosméticos en la información de la compañía, y en términos agregados responde de forma racional e informada. La eficiencia fuerte es una idealización, a través de la cual el mercado conoce y descuenta toda la información, la pública y la privada. En nuestro caso, al igual que en las evidencias del Reino Unido, podemos inferir que los inversores institucionales y analistas mejor informados tienen memoria relevante para interpretar correctamente cómo va a responder probablemente la compañía ante determinados eventos. Lo anterior no implica eficiencia en su forma débil puesto que estos agentes casi nunca van a utilizar la evolución de los precios pasados de la compañía como único recurso informativo. Ellos van a utilizar su memoria para identificar circunstancias y reacciones de la empresa en el pasado, que le permitan predecir con un alto grado de bondad las reacciones de la compañía ante nuevas circunstancias y eventos. De esta forma, compararán los valores obtenidos como fruto de su conocimiento y análisis con el precio actual, al objeto de tomar decisiones rentables.

⁶¹ Algunos trabajos de corte teórico y analítico han modelizado el comportamiento del mercado de capitales basándose casi en exclusividad en la información pública (Véanse a modo de ejemplo: Diamond, 1985; Kim y Verrechia, 1994; Baiman y Verrechia, 1996).

El mayor conocimiento poseído por un sector del mercado, al interpretar adecuadamente y convertir su conocimiento en información que afecta de forma sensible a los precios, entra en contradicción con la idea de eficiencia en su forma semifuerte y basada en una capacidad agregada del mercado para responder rápidamente, y de forma insesgada a la nueva información que se hace pública. Esta reacción del mercado como un todo se hace de forma gradual, y partiendo del comportamiento de los agentes mejor informados al resto. Incluso, en opinión de Holland (1998b), el hecho de que la ventaja competitiva de algunos agentes del mercado se base en información privada, sin llegar a infringir la normativa relacionada con información privilegiada, procurando que no se esté cerca de una equivalencia entre conocimiento privilegiado e información privilegiada, puede llevar a que los mismos permitan al mercado estar más cerca de una situación de eficiencia en su forma fuerte. Por tanto, la memoria, conocimiento, sofisticación y capacidad de respuesta de los usuarios mejor informados, contribuyen a la explicación de la eficiencia en su forma semifuerte. No obstante, alguno de los entrevistados opinaba con relación al caso español, que dada la falta de independencia entre los mercados primarios y secundarios, las posibilidades de comunicación de información pseudoprivilegiada no son nulas.

Por último, quisiéramos señalar que cuanto mayor sea el número de inversores e instituciones que estén situados en esa situación privilegiada de conocimiento de la compañía no sólo será mayor la eficiencia, sino también más cerca se estaría de la eficiencia en su forma fuerte, y menos nítidos y claros estarían los límites entre información pública y privada. Lo anterior explicaría la mayor eficiencia en la formación de precios en empresas de mayor tamaño, al tener un seguimiento más exhaustivo por parte de analistas e inversores institucionales, y una respuesta del precio más rápida y consistente a las noticias, habida cuenta que la mayor parte de inversores se encuentran en el primer tramo o escalón de los mejor informados.

2.4.4.8. Clasificación de la información

A partir de las anteriores evidencias, vamos a proponer una nueva clasificación del conjunto total de información disponible de las compañías que enlace con las clásicas divisiones de la información financiera de las empresas. El objetivo de esta clasificación, no es otro que identificar, dentro de la misma, la tipología de información que se transmite en los canales privados de comunicación, previamente analizados. Para ello, vamos a definir, con anterioridad, las clasificaciones más tradicionales de información financiera.

Una primera clasificación procede del carácter obligatorio o voluntario de la misma. De forma que podemos entender como información obligatoria la que divulga la empresa porque así se lo impone la legislación y regulación que les son de aplicación, las cuales le fijan la cantidad, periodicidad y forma de presentar y valorar la misma. Por el contrario, la información voluntaria sería toda aquella que la empresa divulgaría por encima de esos requerimientos, por lo que la información obligatoria sería el punto de partida para esta tipología de información.

Una segunda clasificación sería la que haría referencia a la materialidad de la misma. Así, podríamos definir como información relevante aquella que de hacerse pública afectaría de forma sensible a los precios en el momento actual. Por el contrario, información no relevante sería la que no tendría contenido informativo.

Otra clasificación, vendría de la mano de los posibles canales utilizados para su divulgación. De esta forma, la información pública es aquella que se pone a disposición de toda la comunidad inversora al mismo tiempo, ningún inversor puede tener ventajas en cuanto a haber conocido con anterioridad dicha información. El registro de las cuentas o de hechos relevantes en la CNMV, otorgará el carácter de divulgación pública a dicha información, o, también, ciertos comunicados en prensa que efectúa la compañía. Por otra parte, la información privada se refiere al hecho de publicar cierta información a un individuo o grupo de individuos, antes de que el mercado como un todo tenga acceso a dicha información.

A partir de las anteriores clasificaciones, y las evidencias discutidas y puestas de manifiesto en los apartados anteriores, vamos a definir una nueva clasificación que enlace con las tres anteriores, y se refiera a la totalidad del conjunto informativo de la empresa (Véase Figura 1):

1. Información no relevante con enfoque actual y futuro: Sería aquella información cuyo conocimiento no afectaría a la toma de decisiones sobre la empresa en el momento actual, ni tampoco permitirá comprender mejor determinadas situaciones en el futuro por el efecto aprendizaje y conocimiento de cómo han funcionado en el pasado ciertas relaciones causa-efecto en la empresa.
2. Información relevante actual: Sería aquella que de hacerse pública afectaría de forma material a los precios, a la cual se le denomina como información privilegiada, y que tarde o temprano tendrá que divulgarse obligatoriamente a través de canales públicos, tal es el caso de las comunicaciones a la CNMV de hechos relevantes.
3. Información relevante con perspectiva futura: Sería aquella información cuyo conocimiento actual no influye en la formación de precios, pero el estudio de su comportamiento pasado puede provocar en el futuro ser capaces de interpretar mejor determinadas circunstancias, cómo va a reaccionar la empresa y cuál es el impacto más probable en su valor intrínseco. El conjunto informativo contable completo, en gran medida puede formar parte de este grupo, por lo que ciertos resultados empíricos sobre la no relevancia o contenido informativo de ciertas variables contables debieran analizarse con cautela, puesto que su validez habría que evaluarla en términos actuales y futuros, que es quizás uno de los enfoques presentes en el Análisis Fundamental, que ha vuelto a reaparecer con fuerza en el ámbito de la investigación contable y financiera (Giner, 1999). Dentro de este conjunto de información, a su vez, distinguimos dos grupos: aquella información que la empresa no le gustaría divulgar porque afectaría a su competitividad y el resto.

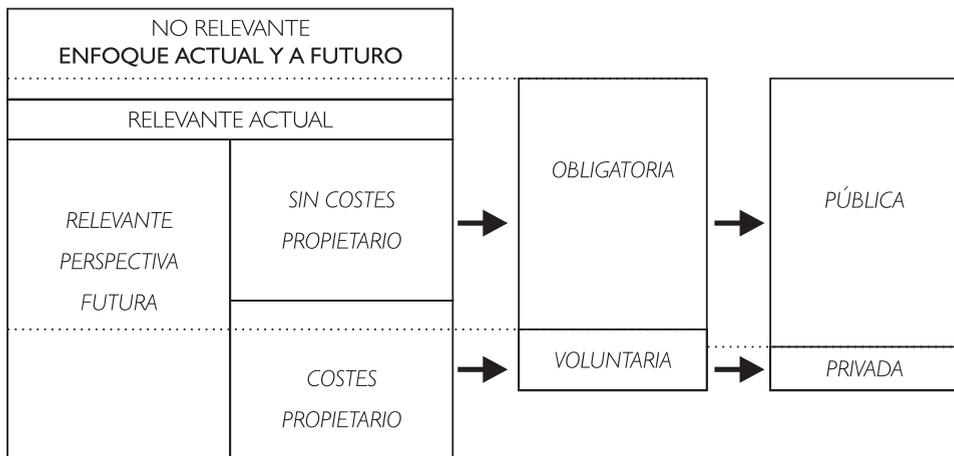
En conclusión, la información divulgada, que va ser la suma de la obligatoria y voluntaria, siendo esta adición equivalente a la divulgada por canales públicos y privados, es sólo una parte del conjunto de información disponible.

La información obligatoria suele estar formada por una parte de información, quizás no relevante, con perspectiva presente y futura, a lo que se le denomina «ruido» en la terminología de sistemas de información; no obstante, esta parcela debe ser la mínima. Desde una perspectiva normativa, otro componente importante sería la información relevante actual y aquella parte de información relevante futura a la que no le afecten los costes del propietario o, lo que es lo mismo, cuya divulgación no dañe su competitividad. Por último, estaría compuesta por una determinada porción de información relevante futura, y que sí tendría asociados costes del propietario.

La información voluntaria estaría formada por una parte de información relevante futura que tendría costes de propietario. Otra parte de esa información relevante con carácter futuro no se va a divulgar, ni de forma voluntaria ni pública, puesto que los beneficios de su divulgación nunca serían suficientes para absorber los costes del daño en su competitividad y, por tanto, va a formar parte exclusiva del sistema interno de información empresarial. La obligación de publicar cierta información segmentada, puede ser un ejemplo de información relevante de cara al futuro, que puede dañar la competitividad y que sería obligatoria a su vez.

Por último, la información pública comprendería la totalidad de la obligatoria y una parte de la voluntaria. La divulgación privada, que es la que da ventaja competitiva a unos analistas e inversores institucionales frente a otros, estaría formada por información relevante a futuro, no entraría en el concepto de privilegiada o no debiera entrar para no incurrir en ilegalidad, y que pudiera dañar la competitividad si fuera publicada o divulgada sin carácter selectivo. Precisamente, esta parcela de información, tal como hemos tenido ocasión de evidenciar a través de las entrevistas, constituye el centro de atención de los encuentros privados entre las compañías españolas y analistas y/o inversores institucionales.

Figura I: **Clasificación Información Empresarial**



2.5. Conclusiones

Los resultados del presente capítulo, aun asumiendo sus limitaciones, muestran una situación bastante diferente a la dibujada por Lev (1992, p.9), con una distancia temporal inferior a diez años, cuando su artículo «Information Disclosure Strategy» era introducido con la siguiente frase: «Los directivos, raramente, dedican la adecuada atención y planificación que las actividades de divulgación de información financiera requieren, tal como se hace con otras actividades, como la producción, el marketing y las finanzas».

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.

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, provocado 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, sería 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 empresa 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 producirán 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.

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 las entrevistas, 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.

La información contable 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.

Los canales privados de comunicación con analistas e inversores institucionales son considerados como beneficiosos para el buen funcionamiento del mercado por todos los entrevistados. 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.

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 explicar 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 permiten 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 sería relevante, está orientada a futuro y podría dañar su competitividad. Este tipo de reuniones permiten, 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.

Otro canal, que actúa fundamentalmente en los momentos previos y posteriores al anuncio de resultados, sería 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 en este caso.

Por último, encontramos opiniones favorables a que el proceso de diseminación de información 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.

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.

2.6. Bibliografía

- ADREM, A. H. (1999): *Essays on Disclosure Practices in Sweden- Causes and Effects*. Lund University Press. Malmö. Sweden. 1999.
- AERI (2000): *Las Relaciones con Inversores en las Empresas Españolas*. *Revista de AERI*. www.aeriesp.net. Trabajo elaborado por el Director de la Asociación Española para las Relaciones con Inversores, David López.
- ASHBAUGH, H., JOHNSTONE, K.M. y WARFIELD, T.D. (1999): «Corporate Reporting on the Internet». *Accounting Horizons*. Vol. 13. No.3. pp. 241-257.
- AICPA (1994): *Accounting Standards Executive Committee. Statement of position: Disclosure of Risks and Uncertainties and Financial Flexibility (SOP 94-6)*.
- AICPA (1994): *Improving Business Reporting-A customer focus: Meeting Information Needs of Investors and Creditors. A Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting*. American Institute of Certified Public Accountants. El comité fue dirigido por Edmund L. Jenkins, socio de la firma de auditoría Arthur Andersen.
- BAIMAN, S. y VERRECHIA, R.E. (1996): «The Relation Among Capital Markets, Financial disclosure, Production Efficiency and Insider Trading». *Journal of Accounting Research*. Vol. 34. N.º 1. pp. 1-26.
- BLANCO BERMÚDEZ, F. (1994): *Relaciones con Inversores: una necesidad y un compromiso empresarial*. En el libro: *El reto de las Relaciones con Inversores en los noventa*. Asociación Española para las Relaciones con Inversores (AERI). 1994. pp. 17-38.
- BARKER, R. G. (1998): «The market for information-evidence from finance directors, analysts and fund managers». *Accounting and Business Research*. Vol. 29. N.º 1. pp. 3-20. Winter. 1998.
- BRUSCO, S. (1997): «La microestructura de los mercados financieros: Una reseña de la literatura teórica y empírica». *ICE. Avances Recientes en Finanzas*. Julio-agosto. 1997. N.º 764. pp. 15-28.
- BURGELMAN, R.A. (1993): «Organizational Structure for Top World Corporations». *Stanford Sloan Management Review*. Spring. 1993.
- CALZADO, B. Y BLANCO, R. (2000): «La propiedad de las acciones en España». *Revista de la Bolsa de Madrid*. N.º 93. Noviembre 2000. pp. 25-27.

- CARPENTER, R. (1997): «Enchanted by Equity». *Investor Relations*. Noviembre. pp. 49-51.
- CARTA CIRCULAR 14/98 DE LA CNMV relativa a Hechos relevantes y su comunicación a la CNMV y al mercado. 28 de diciembre de 1998.
- CONTRERAS, C. y BUENO, O. (1994): Pasado, presente y futuro de la inversión institucional en España. En el libro: El reto de las Relaciones con Inversores en España. Asociación Española para las Relaciones con Inversores. AERI. 1994. pp.163-192.
- COOTNER, P. (1972): «Stock Prices: Random versus Systematic Changes». *Industrial Management Review*. Spring.
- CRAVEN, B.M. y MARSTON, C.L. (1999): «Financial Reporting on the Internet by leading UK companies». *The European Accounting Review*. Volumen 8, N.º 2, pp. 321-334.
- DELLER, D., STUBENRATH, M. Y WEBER, C. (1999): «A Survey on the use of the Internet for investor relations in the USA, the UK and Germany». *The European Accounting Review*. Vol. 8. N.º 2. pp. 351-364.
- DIAMOND, D.W. (1985): «Optimal Release of Information by Firms». *Journal of Finance*. Vol. 40. September. pp. 1071-1094.
- DIGNAN, J. (1989): «As others see us». *Professional Investors*. Noviembre 1989.P. 29.
- EASTERBY-SMITH, M., THORPE, R. y LOWE, A. (1991): *Management Research- An Introduction*. Sage. London.
- ELSHARKARWY, A.E. y GARROD, N. (1996): «Investor Sophistication and Price Response». *Journal of Business, Finance and Accounting*. 23 (2). March. 1996. pp.221-236.
- ENRICH, M. (1994): La contribución de las Relaciones con Inversores a la correcta formación de los precios bursátiles. En el libro: El reto de las Relaciones con Inversores en los noventa. Asociación Española para las Relaciones con Inversores. AERI. 1994. pp. 207-220.
- FERNÁNDEZ ROZADO, J. (1994): El papel de la relación con Inversores en la definición de la estrategia empresarial. En el libro: El reto de las Relaciones con Inversores en los noventa. Asociación Española para las Relaciones con Inversores. AERI. 1994. pp. 263-268.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (2001): «Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures». Steering Committee Report. Business Reporting Research Project. FASB. Enero de 2001. Disponible en <http://www.rutgers.edu/Accounting/raw/fasb/project/busreport.htm> l.
- GARCÍA, D. Y GARRIDO, J. (2000): «El comportamiento de los valores españoles». *Revista de la Bolsa de Madrid*. N.º 90. Julio 2000. pp. 16-23.
- GINER, B.(1995): *La Divulgación de Información Financiera: Una investigación empírica*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Madrid. 1995.
- GINER, B. (1999): *La Vuelta al análisis Fundamental en la Investigación relacionada con el Mercado de Capitales*. Ponencia presentada en la V Jornada de Análisis Contable. ASEPUC. Cádiz. Octubre 1999.
- GONEDES, N.J. (1976): «The capital market, the market for information, and external accounting». *Journal of Finance*. Vol. 31. N.º 2. pp. 611-630.
- GROSSMAN, S. (1976): «On the efficiency of competitive stock markets where trades have diverse information». *Journal of Finance*. Vol. 31. N.º 2. May. pp. 573-585.
- GROSSMAN, S. y STIGLITZ, J. (1976): «Information and Competitive Price Systems». *American Economic Review*. Vol.66. N.º 2. June. pp.246-253.
- GUMMER, P.S.(1987): *Financial Public Relations*. En *Effective Corporate Relations*. Editado por Mc. Graw Hill. Londres. pp. 39-58.
- HAYES, R. (1989): *Consultants or in House: Roles and Relationships*. En *Handbook of Financial Public Relations*. Editado por Bowman, P. Heinneman. Londres. pp. 146-150.
- HEDLIN, P.(1999): «The Internet as a vehicle for investor relations: The Swedish case». *The European Accounting Review*. Vol. 8. N.º 2. pp. 373-382.

- HOGAN, W.P. (1989): «Insider Trading: Implications and Responses». *Abacus*. Vol.25. N.º 2. Septiembre. pp.85-96.
- HOLLAND, J. (1997): Corporate Communications with Institutional Shareholders: Private Disclosures and Financial Reporting. The Institute of Chartered Accountants of Scotland (ICAS). Edinburgh. 1997.
- HOLLAND, J. (1998.^a): «Private Disclosure and Financial Reporting». *Accounting and Business Research*. Vol. 24. N.º. 4. pp. 255-269.
- HOLLAND, J. (1998b): «Private Voluntary Disclosure, Financial Intermediation and Market Efficiency». *Journal of Business, Finance and Accounting*. Vol. 25. N.º 1 y 2. January/March. pp. 29-68.
- ICAS (1988): Making Corporate Reports Valuable. A Discussion Document by the Research Committee of the Institute of Chartered Accountants of Scotland. Ed. By McMonnies, P.N.
- ICAS (1999): Business Reporting: The Inevitable Change. The Institute of Chartered Accountants of Scotland. Ed. By Vivien Beattie. Edinburgh.
- INSTITUTE OF DIRECTORS (1985): Guide to Boardroom Practice N.º 7: Insider dealing. 2.^a edic. Institute of Directors. Londres.
- INTERNATIONAL STOCK EXCHANGE (1989): Working with Industry 1988. The International Stock Exchange Conference for Industry. 27 de octubre de 1988. Conference Report. The International Stock Exchange. Londres.
- KEANE, S.M. (1983): Stock Market Efficiency: Theory, evidence and Implications. Oxford: Philip Allen. 1983.
- KEYNES, J.M. (1936): «The General Theory of Employment, Interest and Money». MacMillan, London.
- KIM, O. y VERRECHIA, R.E. (1994): «Market Liquidity and Volume around Earnings Announcements». *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 17. N.º. 1-2. January. pp. 41-67.
- LANG, M. Y LUNDHOLM, R. (1995): «Corporate Disclosure Policy and Analysts Behaviour». *The Accounting Review*. Vol. 71. N.º 4. pp. 467-492.
- LAFFARGA, J. y RUIZ, I. (1999): El riesgo en los estados financieros: normas y recomendaciones. Comunicación presentada al X Congreso de AECA. Zaragoza.
- LARRÁN, M. y REES, W. (2000): «Incentivos de los analistas financieros para pronosticar con sesgo optimista». *Revista de Contabilidad*, vol. 36, n.º 6.
- LARRÁN (2001): «Costes, beneficios y factores ligados a la política de divulgación empresarial. Comunicación presentada a la Jornada de Contabilidad Financiera. ASEPUC. Jaén. Junio, 2001.
- LEV, B. (1992): «Information Disclosure Strategy». *California Management Review*. Vol. 34. Summer. pp. 9-32.
- LEV, B. (1996): The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend them. SEC. Symposium on Financial Accounting and Reporting of Intangible Assets. April. 1996.
- LISTED COMPANIES ADVISORE COMMITTEE. THE INTERNATIONAL STOCK EXCHANGE (1988): The Investor Relations. A Guide for Directors. The International Stock Exchange of the United Kingdom and Republic of Ireland Limited. London.
- LONIE, A. NIXON, W. y COLLINSON, D. (1993): «Internal and External Financial Constraint on Investment in Innovative Technology- Some evidence from UK and US Companies». En P. Swann (ed): *New Technologies and the firm*. Rotledge.
- MAHONEY, W.F. (1991): *Investor Relations: The Professionals Guide to Financial Marketing and Communications*. New York. Institute of Finance.
- MARCUS, B. W. (1983): *Competing for capital in the 80's*. Quorum Books.
- MARCUS, B. W. y WALLACE, S.L. (1997): *New Dimensions in Investor Relations: Competing for Capital in the 21st. Century*. John Wiley & Sons.
- MARSTON (1993): *Company Communications with Analysts and Fund managers*. PhD. University of Glasgow.
- MARSTON, C. (1996): «The Organization of the Investor Relations Function by Large Quoted Companies». *Omega*. Vol. 24. N.º 4. pp. 477-488.
- MARSTON, C. (1999): *Investor Relations Meeting: Views of Companies, Institutional Investors and Analysts*. The Institute of Chartered Accountants of Scotland. Glasgow. 1999.

- MARSTON, C. y STRAKER, M. (2000): A Survey of European Investor Relations. Comunicación presentada al Congreso de la European Accounting Association. Munich. 2000.
- MARTI, S. y QUINTANA, E. (1994): Cotización de valores españoles en las Bolsas extranjeras: Telefónica. En el libro: El reto de las Relaciones con inversores en los noventa. Asociación Española para las Relaciones con Inversores. AERI. 1994. pp. 131-142.
- NEWMAN, K. (1984): Financial Marketing and Communications. Holt Rinehart and Winston (for) the Advertising Association.
- NATIONAL INVESTOR RELATIONS INSTITUTE (NIRI) (1994): The Body of Investor Relations Knowledge. Vienna, VA. 1994.
- NATIONAL INVESTOR RELATIONS INSTITUTE (NIRI) (1995): Issues in Investor Communications and Corporate Disclosure. NIRI & Braznell & Company. Londres 1995.
- OLIVENCIA, M. (1997): Informe de la Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos Administrativos de las sociedades. El Gobierno de las sociedades cotizadas. BOICAC. NUM. 33.
- ORTI, A. (1992): La Apertura y el Enfoque Cualitativo o Estructural: La Entrevista Abierta Semidirectiva y la Discusión de Grupo. En GARCIA, M., IBÁÑEZ, J. Y ALVIRA, F.: El Análisis de la realidad social. Métodos y Técnicas de Investigación Social. Alianza Universidad. 1986. Reimpresión en 1992. pp. 171-203.
- PIRCHEGGER, B. Y WAGENHOFER, A. (1999): «Financial Information on the Internet: a survey of the homepages of Austrian companies». *The European Accounting Review*. Vol. 8. N.º 2. pp. 383-395.
- REGESTER, M. (1993): Crisis Management in Financial Public Relations. Editado por Bowman P. Y Bing R. Butterworth Heinemann. Oxford. pp. 100-109.
- REPSOL (1994): El día después de la Bolsa. Relaciones con Inversores. En el libro: el reto de las Relaciones con Inversores en los noventa. AERI. pp. 39-58.
- RODRÍGUEZ, J.L. (1993): La Entrevista en la empresa. Eudema. Madrid.
- RUIZ, I., LAFFARGA, J. Y JIMENEZ, S. (2000): La información sobre riesgos revelada por las empresas españolas: Un análisis preliminar. Comunicación presentada al IX Encuentro de Profesores Universitarios de Contabilidad. ASEPUC. Las Palmas de Gran Canaria.
- RYDER, N. y REGESTER, M. (1989): Investor Relations. Hutchinson. Business Books. Londres.
- SÁNCHEZ, M.ª J., GARCÍA, D. Y GARRIDO, J. (1999): «La posesión de acciones en Europa». *Revista de la Bolsa de Madrid*. N.º 76. Abril. pp. 4-10.
- SCALLON, C. (1994): Targeting y comunicación con inversores institucionales internacionales. En el libro: El reto de las Relaciones con Inversores en los noventa. Asociación Española para las Relaciones con Inversores. AERI. 1994. pp. 117-130.
- TAPIA, M. (1996): «Formación de precios en un mercado financiero con creador de mercado informado». *Revista Española de Economía*. Vol. 13. N.º. I. 1996. pp. 141-155.
- TAYLOR NELSON RESEARCH (1989): Attitudes to the Investors Relation Industry. Taylor Nelson Research Ltd. Epsom.
- SIERRA, G. y MORENO, I. (2000): La información contable sobre el Capital Humano: La opinión de analistas financieros. Comunicación presentada al IX Encuentro de Profesores Universitarios de Contabilidad. ASEPUC. Las Palmas de Gran Canaria. Mayo del 2000.
- SOCIETY OF INVESTMENT ANALYSTS (1986): Guidelines to Insider Dealing referred to in Companies Securities (Insider Dealing). Act 1985. The Society of Investment Analysts. Bromley, Kent.
- TAYLOR, S.J. y BODGAN, R. (1986): Introducción a los Métodos Cualitativos de Investigación. Buenos Aires. Paidós.
- VICKREY, D. W. (1994): «An Internationally Relevant, Alternative Price Oriented Concept of Market Efficiency». *The International Journal of Accounting*. Vol. 29. pp. 206-219.
- WALMSLEY, T., YADAV, P.K. y REES, W. (1992): «The information content of the company meeting programme of the Society of Investment Analysts: 1985-1990». *Journal of Business, Finance and Accounting*. 19 (4). Junio. pp. 571-584.

2.7. Anexo: Listado de empresas que han colaborado en el estudio

<u>Empresa</u>	<u>Persona entrevistada</u>	<u>Fecha de la entrevista</u>	<u>Indices (Cap.Bursátil)</u>
Aldeasa	Eugenio M. Andrades	20 de julio	IGBM (459)
Altadis	Aurelio López-Barajas	20 de julio	Ibex35, IGBM (4.432)
Amadeus	Santiago Ortega Barba	19 de julio	Ibex35, IGBM (7.359)
Azucarera Ebro-Agríc.	Víctor González	13 de julio	IGBM (902)
Azkar	Belén Fernández Paradela	13 de julio	IGBM (492)
BBVA	Alvaro Vázquez Lapuerta	12 de julio	Ibex35, IGBM (43.928)
BSCH	Isabel García Mora	18 de julio	Ibex35, IGBM (45.431)
Befesa Medio Ambiente	Uwe Geppert	19 de julio	IGBM (329)
Cepsa	Teresa Mañueco Pfeiffer	11 de julio	IGBM (2.521)
Endesa	Luis Calvo Lema	20 de julio	Ibex35, IGBM (25.241)
Europistas	Felipe Gómez - T. Pulgar	13 de julio	IGBM (552)
Ferrovial	Ricardo Jiménez	11 de julio	Ibex35, IGBM (2.217)
FCC	Cristina Alvarez	19 de julio	Ibex35, IGBM (2.611)
Hidrocarbónico	Macario García	20 de julio	Ibex35, IGBM (2.601)
Iberdrola	Justiniano Luengo	21 de julio	Ibex35, IGBM (12.107)
Iberpistas	José Puelles Calvo	13 de julio	IGBM (437)
Indra	Agustín del Valle	19 de julio	Ibex35, IGBM (1.909)
OHL	Francisco J. Meliá	12 de julio	IGBM (567)
Prima Inmobiliaria	Teresa Olzewski	18 de julio	IGBM (353)
Repsol-YPF	Alejandro Plaza	17 de julio	Ibex35, IGBM (26.183)
Telefónica de España	Jaime Nicolás Moure	21 de julio	Ibex35, IGBM (85.174)
Terra	José Carlos Durán	18 de julio	Ibex35, IGBM (22.960)
TPI	Pablo Monjardín	11 de julio	Ibex35, IGBM (5.689)
Unión Fenosa	Jose Luis Pérez	12 de julio	Ibex35, IGBM (6.343)
Uralita	Alicia Arregui	12 de julio	IGBM (425)
Vallehermoso	Miguel Coronel	17 de julio	Ibex35, IGBM (906)

Capítulo III

CANALES PRIVADOS DE COMUNICACIÓN ENTRE COMPAÑÍAS, ANALISTAS E INVERSORES INSTITUCIONALES: UN ESTUDIO BASADO EN CUESTIONARIOS

3.1. Introducción

Como continuación del Capítulo anterior, el objetivo del presente es el de profundizar en las relaciones entre empresas, analistas e inversores institucionales, y en cómo aquéllas organizan y llevan a cabo sus programas de relaciones con inversores, concentrándonos, fundamentalmente, en las reuniones y/o presentaciones que se mantienen entre las compañías, analistas y gestores de carteras.

En general, la comunidad financiera demanda información que le pueda conferir ventaja competitiva frente a otros inversores y analistas sofisticados, información que le sirva para interpretar adecuadamente lo que hay detrás de los estados cuantitativos y, en definitiva, que le sea de mayor utilidad al objeto de pronosticar resultados lo más exactamente posible, e información previsional u orientada al futuro con el objeto de valorar adecuadamente las compañías. Como Gassman (1995) señala, es imposible para analistas e inversores tomar posiciones ventajosas o competitivas en el mercado de análisis e investigación de compañías cotizadas, utilizando únicamente información cuantitativa y tradicional, dado que está disponible su acceso para toda la comunidad financiera. Los contactos con directivos, tales como presentaciones generales, visitas a empresas, reuniones, etc., son los que confieren de dicha ventaja competitiva a unos analistas frente a otros. Tanto en España como a nivel internacional, uno de los recursos informativos más valorados por los analistas sería, precisamente, el acceso a obtener información directamente de las compañías, a través de canales privados de información. Por otra parte, estos medios de comunicación, y tal como deducimos de los resultados del capítulo anterior, son utilizados por la compañía para hacerse más entendidas y atraer más seguidores que faciliten la entrada de mayor inversión.

Desde los años 70, una amplia variedad de estudios ha investigado la clase de información que requiere la comunidad financiera, centrándose básicamente en los analistas. No obstante, nos gustaría resaltar dos de ellos, por cuanto están íntimamente ligados a los

objetivos del presente capítulo. Williams (1993) demostró que existe una correlación entre las revisiones de los pronósticos efectuados por los analistas y la utilidad de la información, en concreto el nivel con que la información mejoraba la exactitud del pronóstico, lo cual se relacionaba con la credibilidad que le inferían los directivos. Un sentimiento de afecto, o «*management affect*», fue también descubierto por Breton, Taffler y Cucumel (1993), donde tras un análisis de contenido de los informes, notas y circulares que publican los analistas, mostraban que el principal argumento para soportar una determinada recomendación se basaba en la calidad de la gestión y las estrategias. Los autores, tras poner de manifiesto las dificultades de evaluar la calidad de la gestión, evidencian que una buena vía para llegar a un juicio de valor de esta naturaleza, estaría materializada en las visitas a empresas y comidas con directivos de las compañías. Tales métodos, llevarían a los analistas a tomar una posición más correcta en la revisión de pronósticos.

Tanto los resultados de las entrevistas con los responsables de las relaciones con inversores mostradas en el capítulo anterior, como los derivados de entrevistas y encuestas a analistas españoles (Larrán y Rees, 1999; 2000), ponen de manifiesto la percepción para ambas partes, elaboradores y usuarios de la información, de la importancia y relevancia que los encuentros y, por tanto, este proceso de transmisión de información privada, tienen en el proceso de valoración de acciones en los mercados de capitales. Es por lo anterior que hemos querido profundizar en este apartado, complementando las entrevistas con la remisión de un cuestionario a todas las compañías que cotizan en el mercado continuo de la Bolsa de Madrid. Otra razón adicional que justifica este apartado del trabajo, sería el extremo cuidado que ha de tenerse en este tipo de encuentros, al objeto de cumplir con la normativa relativa a divulgación de información privilegiada.

Como ya hemos puesto de manifiesto con anterioridad, la investigación académica sobre los procesos llevados a cabo por los departamentos de relaciones con inversores ha sido bastante escasa, aunque, por el contrario, la investigación basada en la extensión de la información financiera divulgada con carácter voluntario es sumamente abundante. No obstante, la información divulgada por canales privados de comunicación puede ser relevante, y convertirse en una forma de mantener actualizados a los inversores más sofisticados del mercado sobre la marcha de la empresa. Aunque lo anterior es cierto, también existen opiniones contrarias al mantenimiento de estas reuniones, por cuanto quebranta el reparto equitativo de la información en el mercado, habida cuenta que los inversores individuales no tendrán acceso de la misma forma a la información que inversores más sofisticados, tales como analistas e inversores institucionales. Es evidente la existencia de un conflicto entre la necesidad de cumplir con la legislación y la normativa emanada de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, al mismo tiempo, mantener una comunicación abierta con los participantes en el mercado. Lo anterior ha sido reconocido por distintas organizaciones profesionales, las cuales han llevado a cabo guías y documentos al objeto de ayudar a sus miembros a actuar en este complejo entorno, donde la eficiencia y la equidad en la distribución de información no son siempre objetivos compatibles.

Recientemente, en el caso de Estados Unidos, se ha emitido una propuesta de norma por parte de la SEC (Securities Exchange Commission) como respuesta a la preocupación existente sobre la evidencia de divulgación de información sensible a la formación

de precios en canales privados y selectivos, tales como presentaciones, reuniones, tele y vídeo conferencias, road shows, etc. La solución pasaría por utilizar las nuevas tecnologías de comunicación para diseminar amplia y rápidamente los contenidos de estos encuentros⁶². No obstante, la norma que ha entrado en vigor en octubre de 2000 no ha estado exenta de críticas, fundamentalmente por parte de las empresas y analistas, como sería de esperar. Así, la Association for Investment Management Research, en un comentario a dicha norma, enviado el 8 de Agosto de 2000, mostraba su creencia de que el efecto de la misma puede ser el contrario al esperado, dado que las empresas disminuirán el flujo de información, en el caso de que se haga obligatoria y pública parte de la información que hasta ahora era privada y voluntaria. Igualmente, manifiestan que la sobrecarga informativa en usuarios no sofisticados puede provocar una mayor volatilidad. Por otra parte, el National Investors Relation Institute (NIRI), en una encuesta realizada con las compañías pertenecientes a la asociación americana de relaciones con inversores, titulada: Survey of Corporations' Anticipated Response to SEC Proposed Rule Fair Disclosure, muestra como resultados que como reacción a la norma, si llegara a implantarse, el 53.1% de las compañías eliminarían o reducirían sus prácticas de comunicación con analistas⁶³.

Con la remisión y análisis de las respuestas obtenidas al cuestionario, hemos pretendido dar respuesta a los siguientes interrogantes:

1. ¿Cuántos directivos están involucrados en las actividades relacionadas con las relaciones con inversores?
2. ¿Cuántas personas trabajan en las relaciones con inversores?
3. ¿Qué importancia le asignan las compañías a las reuniones generales y especiales con analistas e inversores institucionales?
4. ¿Qué directivos de las compañías asisten a estos encuentros?
5. ¿Conservan las compañías registros y documentación de los temas tratados en estos encuentros?
6. ¿Cuántos encuentros se mantienen anualmente? ¿Cuántos analistas atienden por términos medio?
7. ¿Qué tipo de información se divulga en estos encuentros?
8. ¿Qué valoración hace la compañía sobre estos encuentros?
9. ¿Qué factores explican el esfuerzo, la actividad y las estrategias seguidas por los departamentos de Relaciones con Inversores?.

Habida cuenta que los antecedentes sobre este tipo de investigación ya han sido tratados con anterioridad en el Capítulo II, vamos a abordar, directamente, en el siguiente epígrafe las cuestiones relativas al estudio empírico.

⁶² Esta propuesta de norma puede consultarse en: <http://www.sec.gov/rules/proposed/34-42259.htm>. La definitiva puede consultarse en <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>

⁶³ Véase: <http://www.sec.gov/rules/proposed/s73199/caccese1.htm>.

3.2. Estudio Empírico

3.2.1. Metodología

Las comunicaciones de las empresas cotizadas con analistas y gestores de fondos pueden ser vistas como un proceso o parte informal de la estrategia global de divulgación de la información. Al estudiar el proceso de divulgación, muchos de los trabajos de investigación adoptan una metodología basada en el estudio minucioso de la información contenida, voluntaria y no voluntaria, en los Informes o Cuentas Anuales, al objeto de calcular para cada una de las empresas que componen la muestra un índice de divulgación, el cual sería un subrogado de la cantidad de información divulgada, voluntaria o de cualquier otra naturaleza. A partir de lo anterior, sería fácil contrastar determinadas hipótesis que puedan explicar este comportamiento. Una metodología como la anterior, no sería fácil ni posible de aplicar a nuestro caso, dado que los detalles y el nivel de información que se transmiten a analistas por parte de las compañías a través de canales privados de comunicación no forman parte de las cuentas anuales, ni las compañías tienen ningún tipo de requerimiento legal para conservar y publicar los registros relativos a la información que se disemina y transmite en estos encuentros, salvo en el caso de ser información material y, por tanto, sensible a la formación de precios, la cual tendría que publicarse como hecho relevante. Es por lo anterior que las únicas vías de estudiar este proceso serían:

1. Presencia del investigador en estos encuentros⁶⁴ y/o la aplicación de estudios de eventos, tal sería el caso del trabajo de Walmsley, Yadav y Rees (1992) en el caso del Reino Unido, o el de Frankel, Johnson y Skinner (1999)⁶⁵ en Estados Unidos. No obstante, este tipo de trabajos basados en la metodología de eventos han sido aplicados para estudiar las rentabilidades anormales que se producen tras una presentación general a analistas, pero no, dadas las dificultades de obtener esa información, para conversaciones telefónicas y reuniones especiales con un grupo reducido de miembros de una misma organización.
2. Entrevistas dirigidas a los responsables de relaciones con inversores o, lo que es lo mismo, a aquéllos que actúan como emisores de la información y
3. Cuestionarios dirigidos a los oferentes de información.
4. Cuestionarios y/o entrevistas a analistas e inversores institucionales o, lo que es lo mismo, a un conjunto restringido, pero importante, de receptores y usuarios de información en el contexto del mercado de capitales.

⁶⁴ Véase a modo de ejemplo, el trabajo de Rogers (1999)

⁶⁵ Al igual que en el trabajo realizado en el Reino Unido, en este estudio se revela que inmediatamente después de las tele conferencias mantenidas entre analistas y directivos de las compañías se produce un incremento en el volumen de contratación y en la volatilidad de los precios. Lo anterior lleva a concluir a los autores que en este tipo de encuentros se produce divulgación de información material, la cual es utilizada por un grupo reducido de inversores antes de que sea diseminada totalmente en el mercado.

Salvo la primera y última vía, todas las demás han sido utilizadas en el presente trabajo; siendo objeto de análisis en el presente capítulo, los resultados derivados de los cuestionarios remitidos a todas las compañías que cotizan en el mercado continuo de la Bolsa de Madrid. Esta metodología, unida a la información obtenida vía entrevistas, la cual se ha utilizado para este caso en el capítulo inmediatamente anterior, tiene una serie de ventajas dado que nos permitirá comprender, a través de información cuantitativa y cualitativa, la naturaleza del proceso global de divulgación de información objeto de estudio. El cuestionario, y la información que se desprende del mismo, al ser básicamente cuantitativa o susceptible de cuantificación, no nos permitirá estudiar las razones que explican la cantidad de información divulgada por la empresa, pero sí cuestiones íntimamente ligadas a lo anterior, tales como existencia o no de la actividad de relaciones con inversores en las compañías españolas, seguimiento de los analistas y estrategias de divulgación utilizando técnicas cuantitativas tales como el análisis multivariante; así como la posibilidad de obtener datos sobre hechos y opiniones de una forma más objetiva. Por otra parte, los inconvenientes de las entrevistas y los cuestionarios, pueden ser sensiblemente minorados cuando ambas metodologías se utilizan de forma complementaria, tal como es nuestro caso. No obstante, un problema frecuentemente ligado al uso de cuestionarios está en la baja tasa de respuesta, lo cual no permite que los hallazgos puedan ser extrapolados, al menos que se hagan con reservas, a la totalidad de la población. Igualmente, otro problema pudiera estar en la certeza o no de que las opiniones manifestadas representen realmente a los hechos objetos de estudio, y que las respuestas contengan errores deliberadamente cometidos o por un diseño inadecuado del cuestionario, que pueda confundir, o no interpretar con certeza, lo que se está preguntando. Aun a pesar de estas últimas debilidades metodológicas, podríamos decir que, en general y sopesando ventajas e inconvenientes, la remisión y análisis de la información a través de un cuestionario puede ser una metodología apropiada a los fines perseguidos.

3.2.2. *Diseño del cuestionario*

El cuestionario de partida, o que nos sirvió de base, nos fue facilitado por la profesora Claire Marston de la Universidad de Northumbria en Newcastle, al objeto de poder comparar resultados, puesto que un estudio similar lo llevó a cabo en el Reino Unido, y cuyos resultados se pueden obtener en Marston (1996). No obstante, ese cuestionario de partida se adaptó al contexto español, y sufrió algunas modificaciones posteriores tras el análisis que del mismo efectuaron tanto el Director de Relaciones con Inversores de Telefónica, como el Director de la Asociación Española de Relaciones con Inversores.

El cuestionario, cuyo contenido se estructuró en varias secciones:

- En primer lugar, se explicaba brevemente el propósito del trabajo, así como las instrucciones generales para su cumplimentación, y la definición de algunos términos que facilitarían la respuesta y evitaran errores.
- En la primera sección, se solicitaba información general de la compañía, al objeto de poder definir su perfil, y que nos sirviera de fuente de obtención de variables explicativas de las estrategias de divulgación y otras cuestiones.

- En la segunda sección, se recabó información relativa a la organización de las funciones de relaciones con inversores: número de directivos involucrados en esta función, la atención prestada, la existencia o no de esta actividad y su antigüedad en la empresa, etc.
- En la sección tercera, se obtiene información sobre la utilidad de los distintos canales de divulgación, en función de quiénes sean sus receptores.
- En la cuarta sección, se solicitaba información sobre las personas que representan a las compañías en las reuniones y encuentros con analistas, así como el número de éstos que asisten. Igualmente, se recaba información sobre la importancia asignada a diferentes contenidos o ítems divulgados en estos encuentros.
- En la quinta sección, se hace referencia a cuestiones ligadas a las conversaciones telefónicas con analistas y gestores de cartera.
- En la sexta sección, se recoge información sobre la actuación llevada a cabo por las compañías tras la remisión de informes enviados por analistas.
- En la séptima sección, se hace referencia a la información que envía la compañía a los analistas.
- La octava sección, se ocupa de la posibilidad de restricciones o prohibiciones temporales de divulgación de información por parte de las compañías.
- En la última sección, solicitamos a las compañías que se ubiquen en una de las cinco estrategias divulgativas que le definimos.

3.2.3. *Población y Muestra*

La población objeto de estudio está compuesta por todas aquellas empresas que cotizaban en el mercado continuo de la Bolsa de Madrid en el mes de junio de 2000, a las cuales se les remitieron los cuestionarios a principios del mes de julio y, repetidamente, a mediados de septiembre. El total de cuestionarios recibidos fue de 38, lo cual significa una tasa de respuesta del 26%. No obstante, el volumen de capitalización bursátil de estas compañías al 30 de marzo de 2000 fue de 38.228.257,2 millones de pesetas, lo cual representa un 50 % del total capitalizado en esta bolsa y a dicha fecha. El listado de las empresas que conforman esta muestra figura en el Anexo de este capítulo, quedando el perfil de las mismas materializado en la Tabla I. No obstante, habría que añadir que la distribución de la muestra entre sector primario, secundario y terciario sería de un 28.95, 23.68 y 47.37%, respectivamente, así como el porcentaje de las mismas que cotizan en mercados distintos al nacional sería de un 30% aproximadamente.

3.2.4. *Análisis de Resultados*

3.2.4.1. La Organización de la actividad de Relaciones con Inversores

La actividad de relaciones con inversores puede ser llevada a diferentes niveles de la jerarquía organizativa, no obstante, es deseable que exista una participación activa en el

proceso de los puestos directivos más cercanos a la cúspide empresarial. Por término medio, en nuestro caso, cuatro directivos de la compañía están involucrados en mayor o menor medida, en la planificación y gestión de las actividades relacionadas con la función de relaciones con inversores. En concreto, en la Tabla II, podemos observar el nivel de atención dedicada a esta función, por parte de diferentes directivos de la compañía, donde de 1 a 5, utilizando una escala Likert, se han cuantificado los niveles de atención o dedicación, desde ninguna hasta mucha atención, respectivamente. De los resultados mostrados en dicha tabla, destacaríamos lo siguiente:

Tabla I: **Perfil de la Muestra**
N.º. de Empresas: 38

<u>Variables/Valores</u>	<u>Valor Mínimo</u>	<u>Valor Máximo</u>	<u>Media</u>	<u>Desviación Típica</u>
% Capital poseído por los 10 accionistas mayoritarios	5	98	48.5	21.4897
Activo ⁶⁶	12147	26139906	1608835.8	4611961.4
Capitalización Bursátil	12896	14332262	1033196.1	2635700.5
Cifra de Negocios	6895.87	3819724.2	465443.05	764698.14
Endeudamiento	0.63	17.41	2.735	2.8646
Rentabilidad Financiera	0.00	0.99	0.1641	0.1695
Número de Empleados	19	127193	13781.447	24239.935
% Capital poseído por inversores extranjeros	1.00	75.00	29.5514	20.7526

- La mayor atención prestada corresponde al Director Financiero, como era de esperar, seguida muy de cerca del Presidente de la Compañía, lo cual pone de manifiesto la asunción de la importancia de esta función en las compañías españolas por sus máximos dirigentes. Sólo existen 3 casos para la presidencia, y 2 para la Dirección Financiera, donde la dedicación a esta actividad es escasa o nula.
- La escasa atención por parte del Director de Marketing, aun cuando muchos autores defienden que la disciplina de Relaciones con Inversores estaría ubicada entre las finanzas y el marketing.

Por otra parte, todas las compañías analizadas tienen asignado un responsable de Relaciones con Inversores: en 29 casos, esta función constituye su principal actividad, y en los 9 restantes, se comparte con otras actividades. Además, solamente 3 de las compañías

⁶⁶ Tanto esta variable, como las dos siguientes están expresadas en millones de pesetas. El Activo se refiere al cierre del ejercicio 1999, la Cifra de Negocios al año 1999, y la Capitalización Bursátil al 30 de marzo de 2000.

analizadas, no disponen de un Departamento o Área de Relaciones con Inversores definido en su organigrama, siendo la antigüedad media de 5 años, si bien 13 compañías lo crearon hace menos de dos años, y 6 con una presencia de más de 10 años. Igualmente, habría que resaltar que en 20 casos estos departamentos dependen directamente de la Dirección Financiera

Tabla II: Nivel de Atención prestada a la función de relación con inversores por parte de diferentes directivos de la compañía

	N Media Desviación Típica	1 Ninguna atención o dedicación N(%)	2 Poca atención o dedicación N(%)	3 Neutral N(%)	4 Moderada atención o dedicación N(%)	5 Mucha atención o dedicación N(%)
Presidencia	35 4.0857 0.9813	1 (2.9)	2 (5.7)	3 (8.6)	16 (45.7)	13 (37.1)
Jefe Gabinete Presidencia	12 3.3333 1.6143	2 (16.7)	3 (25.0)		3 (25.0)	4 (33.3)
Jefe Secretaría Técnica	10 3.1 1.4491	2 (20)	1 (10)	3 (30)	2 (20)	2 (20)
Director General	31 4.0645 1.0935	1 (3.2)	2 (6.5)	5 (16.1)	9 (29.0)	14 (45.2)
Director Financiero	36 4.5278 0.8447		2 (5.6)	2 (5.6)	7 (19.4)	25 (69.4)
Director Marketing	22 2.2273 1.3778	9 (40.9)	6 (27.3)	2 (9.1)	3 (13.6)	2 (9.1)

La denominación que más se repite para hacer alusión al responsable de estas actividades es la de Director de Relaciones con Inversores, si bien existen otras tales como Director del Departamento de Bolsa o Director de Gestión del Capital.

Los encuestados fueron preguntados sobre el número de personas, a excepción del responsable, que estaban asignadas a este departamento o actividad. De las 37 compañías

que respondieron a esta cuestión, el número de personas van desde ninguna a 15, siendo la media de 3 con una desviación típica de 3.34. En 22 de los casos, estas personas trabajan solamente en esta actividad, y en el resto comparten obligaciones con otras actividades.

Aunque una amplia mayoría de las compañías disponen de responsables y departamentos específicos para llevar a cabo estas funciones, también cuentan o utilizan servicios externos de asesoramiento sobre esta materia, en concreto, en 5 casos. No obstante, sólo en 17 compañías existe una política formal o documento escrito donde se establecen los objetivos, responsabilidades y funciones del área de Relaciones con Inversores. Adicionalmente, 12 compañías habían realizado o encargado algún estudio de mercado acerca de la opinión que la comunidad financiera tiene sobre la misma.

3.2.4.2. Ejecución del programa de relaciones con Inversores

A las compañías se les preguntó sobre los métodos utilizados para comunicarse con el mercado, y la relativa importancia que se le asignaba a cada uno de ellos (Véase Tabla III). El cuestionario se diseñó para que las compañías puntuaran de 1 a 5 dicha percepción de importancia:

1. Nada importante.
2. Poco Importante.
3. Moderado.
4. Importante.
5. Muy Importante.

Como medio de comunicación se diferenciaron las reuniones generales con representantes de diferentes organizaciones, tales como las presentaciones en bolsa, de las específicas y más privadas con miembros de una misma organización. La importancia del medio de comunicación se acompaña del usuario específico objeto de comunicación, como serían en este caso: Analistas Sell-Side, Analistas Buy-Side, Gestores de Carteras y Prensa especializada.

Si fijamos nuestro foco de atención en los analistas sell-side, los medios de comunicación más valorados por las compañías serían las conversaciones telefónicas, el envío de información por correo electrónico, las reuniones generales y la comunicación como respuesta a los informes que emiten. Las reuniones especiales, quizás por estar más orientadas hacia inversores institucionales, de acuerdo con los resultados obtenidos en las entrevistas mantenidas, son consideradas como menos importantes.

Algo similar ocurre con los analistas buy-side y gestores de carteras, representantes de inversores institucionales, si bien se les dan más importancia a las reuniones especiales o privadas, que a las presentaciones y reuniones generales como medio de comunicación. Con relación a la prensa especializada, sistemáticamente todos los medios son menos valorados que en el caso de los tres tipos de analistas; no obstante, para este grupo de usuarios el medio más valorado sería la remisión de información por correo electrónico.

Tabla III: Importancia de diferentes Canales de Comunicación para diferentes usuarios

Canales de Comunicación receptores	Sell-Side N Media Desviación	Buy-Side N Media Desviación	Gestores de Carteras N Media Desviación	Prensa N Media Desviación
Mantenimiento de reuniones con delegados de diferentes organizaciones	34 4.5588 0.6602	33 4.2727 0.9727	33 4.2121 0.9924	22 3.0909 1.6009
Mantenimiento de relaciones con individuos o pequeños grupos de una misma organización	34 4.2647 1.0534	33 3.3091 0.9957	33 4.4848 0.9722	19 2.5789 1.5024
Respondiendo a preguntas efectuadas telefónicamente	34 4.6471 0.4851	33 4.5152 0.8337	33 4.2727 1.0085	21 3.0952 1.5134
Respondiendo a los informes enviados por analistas	34 4.5588 0.7859	27 4.1852 1.2106	22 3.9554 1.3620	14 2.3571 1.5495
Envío de información por vía postal	31 3.3548 1.1986	31 3.2903 1.2164	31 3.1935 1.2759	20 2.2500 1.2513
Envío de información a través de correo electrónico	34 4.6471 0.5440	33 4.6364 0.6030	33 4.4545 0.9045	21 3.5238 1.4359
Información en Internet	32 3.9375 0.9817	31 3.9355 1.0307	31 3.9677 1.0483	21 3.2857 1.4541

En general, los canales privados de información son muy valorados por las compañías, más para comunicarse con inversores institucionales que con analistas sell-side. Sería importante señalar, la escasa importancia, en comparación con el resto de canales, que todavía estas empresas le asignan a Internet como vía de comunicación.

Por otra parte, y haciendo hincapié en los encuentros que mantienen las compañías con los analistas, 37 de las 38 compañías encuestadas responden que utilizan frecuentemente este canal de comunicación. De acuerdo con los textos que consideran las relaciones con inversores como una disciplina empresarial, se sugiere que esta función es una importante responsabilidad de los órganos de gobierno de las sociedades, por lo que los directivos

debieran estar envueltos e implicados en aquellos aspectos claves de los programas de relaciones con inversores, tal como serían las reuniones generales y especiales con analistas e inversores institucionales. De los resultados mostrados a continuación, se desprende la alta implicación y participación en el caso español de los directivos, en una de las actividades más valoradas e importantes de cuantas componen las relaciones con inversores:

- El Presidente de las compañías asiste o representa en todas o algunas de esas reuniones en un 29% de los casos.
- El Presidente ejecutivo en un 32%.
- Algún Director General en un 53%.
- El Director Financiero en un 71%.
- El Responsable de Relaciones con Inversores en un 84%.

Se observa como los directivos que llevan más de cerca estas actividades, y como sería de esperar, son el Director Financiero y el Director de Relaciones con Inversores.

Tanto en el Capítulo I, como en el II de este trabajo, hicimos alusión al cada vez más complejo entorno legal que rodea a las comunicaciones entre empresas y analistas, fundamentalmente hacemos referencia a los códigos éticos, los reglamentos internos de conducta y la legislación sobre información privilegiada. Habida cuenta de los peligros de divulgación de información sensible a la formación de precios en este tipo de encuentros, sería de esperar que las empresas conservaran algún registro de la información tratada en las mismas. En concreto, el 87% de las empresas guardan registros relacionados con las reuniones generales, y algo menos en el caso de reuniones especiales, dado que estos registros se conservan sólo en el 84% de las compañías. Por tanto, la evidencia muestra la preocupación por este tema en el caso español, mayor que en el caso del Reino Unido (Marston, 1996), donde estos mismos porcentajes eran de un 57 y 49%, respectivamente.

Antes de la realización de esta encuesta, no teníamos evidencia cuantificada del nivel de actividad de las relaciones con inversores en el caso español, la cual la hemos materializado en la Tabla IV.

Tabla IV: Nivel de Actividad en las Relaciones con Inversores

	Valor Mínimo	Valor Máximo	Media	Desviación
Número de reuniones generales en los últimos doce meses	0	16	9	5.25
Idem. Reuniones especiales	3	296	66	63.85
N.º de Analistas invitados a estos encuentros (generales o especiales)	5	127	46	28.4835
Idem. Gestores de Carteras y Analistas Buy-Side	5	500	101	110.6059
Estimación del N.º de analistas que atienden a estos encuentros por término medio	5	127	36	23.321
Idem. Inversores Institucionales	3	450	73	101.3701
Sociedades y Agencias de Valores que envían representantes	5	120	37	28.0327
Idem. Inversores Institucionales	2	320	63	75.2928

De lo anterior se desprende una actividad intensa de estos departamentos, aunque con un rango amplio que pudiera quedar explicado por el tamaño de las empresas, como tendremos ocasión de comprobar posteriormente. Igualmente, se pone de manifiesto la mayor importancia que le asignan a los inversores institucionales que a los analistas, tal como ya se puso de manifiesto en el desarrollo de las entrevistas, tanto por el número de ellos que asisten a las reuniones como los que son invitados a participar. A la vista de lo anterior, se pone de manifiesto el importante esfuerzo que realizan las compañías, con independencia de la cantidad de información divulgada, en el proceso de diseminación de información. En concreto, y por término medio, se mantiene en un plazo de 12 meses, 9 reuniones generales y 66 especiales por cada compañía.

Comprobada la importancia de este tipo de reuniones, la implicación de la alta dirección y la frecuencia de la misma, quisimos preguntar, también, la importancia asignada a los ítems informativos de los que se informan en estos encuentros. En la Tabla V tenemos los relacionados con información histórica, y en la Tabla VI los relacionados con información orientada a futuro. En cada ítem se indica el lugar que ocupa en la ordenación de más importantes a menos.

Tabla V: Percepciones de las Compañías sobre la importancia de la información histórica divulgada en los encuentros con analistas

PASADO	N Media Desv.	1 Nada importante N (%)	2 Poco importante N (%)	3 Neutral N (%)	4 Importante N (%)	5 Muy Importante N (%)
1. Explicación de los recientes resultados en el contexto del entorno económico general	36 4.7222 0.4543				10 (27.8)	26 (72.2)
7. Explicación de políticas contables	34 3.2647 0.9632	2 (5.9)	4 (11.8)	13 (11.8)	13 (38.2)	2 (5.9)
3. Información adicional sobre la segmentación de variables por líneas de negocio	36 4.3889 0.7281		1 (2.8)	2 (5.6)	15 (41.7)	18 (50)
6. Información general sobre la segmentación de variables por áreas geográficas	35 3.7514 1.1704	3 (8.6)	2 (5.7)	10 (28.6)	12 (34.3)	8 (22.9)
2. Resultados derivados de adquisiciones recientes	35 4.4286 0.778		1 (2.9)	3 (8.6)	11 (31.4)	20 (57.1)
5. Resultados derivados de proyectos culminados de I+D	27 3.5185 1.0514	1 (3.7)	3 (11.1)	9 (33.3)	9 (33.3)	5 (18.5)
4. Explicación de la estructura del Balance y el endeudamiento	37 4.0541 0.7050			8 (21.6)	19 (51.4)	10 (27)

La información a la que se le asigna más importancia es la relacionada con la explicación contextual de los resultados alcanzados, ocupando la explicación de las políticas contables el último lugar. La información relativa a los resultados derivados de adquisiciones recientes y segmentación de variables por líneas de negocios, se sitúan en segundo y tercer puesto, respectivamente, por importancia asignada. Salvo las políticas contables, resultados de I+D y segmentación por zonas geográficas, el resto de informaciones tienen una puntuación media superior a 4, lo cual quiere decir que son consideradas como importantes o muy importantes.

De igual forma se procedió para recabar información orientada a futuro, la cual se muestra en la Tabla VI. De los 20 ítems seleccionados, los diez a los cuales se le asigna mayor importancia, ordenados de mayor a menor serían los siguientes:

1. Estrategia de la compañía a largo plazo.
2. Explicación adicional de nuevos proyectos de fusión, compras de empresas, alianzas estratégicas, etc., los cuales habían sido previamente anunciados.
3. Anuncios de nuevos proyectos de fusión, compras y alianzas.
4. Situación financiera futura.
5. Planes de inversión a largo plazo.
6. Explicación adicional de pronósticos previamente anunciados.
7. Primer anuncio de pronósticos de resultados.
8. Política futura de dividendos.
9. Estrategias de la compañía para segmentos particulares del negocio.
10. Estrategia de la Compañía a corto plazo.

Al igual que ocurría en el estudio de Marston (1996) en el Reino Unido, los tres ítems relacionados con proyectos de I+D ocupan los últimos puestos en orden de importancia. Una explicación a lo anterior, puede ser el hecho del rechazo a tratar estos temas por parte de las empresas, dada la sensibilidad de la materia, en aras a no dañar sus posibles ventajas competitivas, al menos en las reuniones generales.

Tabla VI: **Información sobre el futuro**
(Información que, si fuera necesario, se anuncia previamente a la Bolsa)

	N Media Desv.	1 Nada Importante N (%)	2 Poco Importante N (%)	3 Neutral N (%)	4 Importante N (%)	5 Muy Importante N (%)
3. Anuncio de nuevos proyectos de fusión, compras de empresas, alianzas estratégicas, etc.	35 4.5143 0.7017			4 (11.4)	9 (25.7)	22 (62.9)
2. Explicación adicional de los nuevos proyectos de fusión, compras de empresas, alianzas estratégicas, etc. que han sido ya anunciados.	35 4.6857 0.5298			1 (29)	9 (25.7)	25 (71.4)

Tabla VI: (Continuación)

	N Media Desv.	1 Nada Importante N (%)	2 Poco Importante N (%)	3 Neutral N (%)	4 Importante N (%)	5 Muy Importante N (%)
15. Primer anuncio de nuevos productos	25 3.5600 0.7681		2 (5.3)	9 (23.7)	12 (31.6)	2 (5.3)
16. Explicación adicional de nuevos productos que ya han sido anunciados	26 3.3846 0.8521		4 (15.4)	10 (38.5)	10 (38.5)	2 (7.7)
12. Anuncio de nuevos contratos	32 4.00 0.6720			7 (21.9)	18 (56.3)	7 (21.9)
14. Explicación adicional de nuevos contratos que ya han sido anunciados	33 3.8485 0.7124		1 (3)	8 (24.2)	19 (57.6)	5 (15.2)
17. Estado actual de cartera de pedidos	25 3.44 1.2610	3 (12)	2 (8)	6 (24)	9 (36)	5 (20)
18. Primer anuncio de nuevos proyectos de Investigación y Desarrollo	23 3.0870 0.9493	1 (4.3)	5 (21.7)	9 (39.1)	7 (30.4)	1 (4.3)
20. Información sobre proyectos de I+D actuales	24 2.9583 0.7506	1 (4.2)	4 (16.7)	14 (58.3)	5 (20.8)	
19. Explicación adicional de proyectos nuevos de I+D que ya han sido anunciados	24 3.0000 0.8341	1 (4.2)	5 (20.8)	11 (45.8)	7 (29.2)	
7. Primer anuncio de pronósticos de resultados	32 4.3750 0.6599			3 (9.4)	14 (43.8)	15 (46.9)
6. Explicación adicional de pronósticos ya anunciados	32 4.3750 0.6091			2 (6.3)	16 (50)	14 (43.8)
10. Estrategia a corto plazo de la compañía	37 4.2703 0.9324	1 (2.7)	1 (2.7)	3 (8.1)	14 (37.8)	18 (48.6)
1. Estrategia de la compañía a largo plazo	37 4.7027 0.5199			1 (2.7)	9 (24.3)	27 (73)

Tabla VI: (Continuación)

	N Media Desv.	1 Nada Importante N (%)	2 Poco Importante N (%)	3 Neutral N (%)	4 Importante N (%)	5 Muy Importante N (%)
9. Estrategia de la compañía para segmentos particulares del negocio	36 4.3056 0.9508	1 (2.8)	1 (2.8)	3 (8.3)	12 (33.3)	19 (52.8)
11. Estrategias de la compañía sobre futuras adquisiciones	33 4.0909 1.0713		3 (7.9)	8 (21.1)	5 (13.2)	17 (44.7)
13. Estrategia de la compañía sobre venta o abandono de determinados segmentos del negocio	33 3.9697 4.0454	1 (3)	2 (6.1)	6 (18.2)	12 (36.4)	12 (36.4)
5. Planes de inversión a largo plazo	36 4.444 0.7346		1 (2.8)	2 (5.6)	13 (36.1)	20 (55.6)
4. Situación financiera	35 4.4571 0.6108			2 (5.7)	15 (42.9)	18 (51.4)
8. Política de dividendos	32 4.3437 0.7453		1 (3.1)	2 (6.3)	14 (43.8)	15 (46.9)

Aparte de las reuniones generales y especiales, otro medio de comunicación importante, fundamentalmente para analistas sell-side, serían las conversaciones telefónicas, las cuales se suelen intensificar en los momentos previos y posteriores a la elaboración de informes y notas sobre la compañía por parte de aquéllos. En este caso, los riesgos de incurrir en publicación selectiva de información privilegiada, aún serían mayores que en los encuentros analizados con anterioridad. En el caso de nuestra muestra objeto de estudio, todas las empresas mantienen conversaciones telefónicas con analistas. Fundamentalmente, serían el Director de Relaciones con Inversores y el Director Financiero los que atenderían de forma directa a estas demandas informativas. Como sería de esperar, y aun siendo esta actividad más arriesgada desde un punto de visto ético y legal, sólo seis de las compañías encuestadas conservan algún registro en soporte escrito de las conversaciones mantenidas con analistas. Lógicamente, este canal de comunicación va a estar muy influenciado por el seguimiento que de la compañía hagan los analistas, o, lo que es lo mismo, del número de informes que se publiquen sobre la misma. En la Tabla VII, se observa la heterogeneidad en cuanto al seguimiento de las compañías, cuestión que estará relacionada con el tamaño, como analizaremos posteriormente, y que puede influir sensiblemente en la eficiencia del valor de un título concreto. De igual modo, se puede apreciar que un porcentaje significativo de los informes realizados sobre las compañías son enviados previamente a

las mismas. En concreto, 35 compañías responden que los errores materiales incluidos en los borradores se corrigen y, en 29 casos, se ofrecen comentarios sobre la exactitud de los pronósticos efectuados por los analistas. Quizás esta última actitud puede ser la más arriesgada, no sólo por las razones aludidas anteriormente, sino también porque se podría inferir cierta dirección del análisis financiero por parte de las empresas, por ello incluimos algunas cuestiones adicionales al respecto, cuyas respuestas fueron las siguientes:

- En 10 casos, si el pronóstico es razonable, no se hace ningún comentario.
- En 10 casos, si el pronóstico es razonable, la compañía lo confirma.
- En 26 casos, si el pronóstico no es razonable, la compañía informa al analista.
- En 18 casos, al analista se le da alguna guía sobre el tamaño y la dirección del error en su pronóstico.

La alta frecuencia de la última posibilidad contemplada con anterioridad, pone de manifiesto los riesgos factibles de divulgación material y selectiva a través de las conversaciones telefónicas con analistas.

Por otra parte, conscientes de los riesgos de la actividad en particular, fundamentalmente en ciertos momentos del tiempo, como las semanas previas a los anuncios de resultados, preguntamos si existía alguna restricción o prohibición temporal de mantener conversaciones telefónicas. Sorprendentemente, nos encontramos sólo siete casos donde tal circunstancia se daba, la cual operaba en las dos semanas previas al anuncio de los resultados anuales e intermedios.

Preguntadas las compañías sobre la calidad de los informes que se emiten por parte de analistas, las respuestas fueron las siguientes:

- Una los consideraba como pobres.
- 13 como aceptables.
- 19 como buenos y
- 2 como muy buenos.

En general, se observa una cierta satisfacción, aunque mejorable, con la actividad de investigación y análisis que efectúan las Agencias y Sociedades de Valores.

Tabla VII: Número de informes elaborados sobre las compañías

<u>N.º Informes</u>	<u>N</u>	<u>Valor Mínimo</u>	<u>Valor Máximo</u>	<u>Media</u>	<u>Desviación</u>
Informes elaborados sobre la compañía en los últimos doce meses	36	3	241	34.2778	46.0866
Informes enviados para recibir comentarios antes de ser publicados	33	0	150	23.9394	27.2063

A modo de resumen, en las Tablas VIII y IX podemos observar de forma diferenciada la opinión de las compañías sobre sus relaciones con analistas sell-side y buy-side, donde el nivel de acuerdo o desacuerdo con las expresiones formuladas se codificaron en una escala Likert de 1 a 5, de la siguiente forma:

1. Totalmente en desacuerdo.
2. En desacuerdo.
3. Neutral.
4. De acuerdo.
5. Muy de acuerdo.

En general, podríamos extraer las siguientes conclusiones:

1. Existe una alta percepción de la utilidad y conveniencia de mantener encuentros y conversaciones con analistas, quizás un poco más alta para inversores institucionales que para analistas procedentes de Agencias y Sociedades de Valores.
2. Existe un desacuerdo importante sobre el hecho de no proveer a los analistas de información sobre la exactitud de sus pronósticos, el cual se puso de manifiesto anteriormente, cuando tratamos las acciones tomadas por las compañías ante los borradores de informes elaborados por analistas.
3. Hay una opinión neutral con relación a que los analistas sell-side presionen a las compañías para obtener información, y más cercana al desacuerdo en el caso de inversores institucionales.
4. Aunque muestran un desacuerdo generalizado con respecto a que las compañías presionen a los analistas para que cambien sus pronósticos, cuando éstos son pesimistas, esta opinión no es mantenida por los analistas, tal como se pone de manifiesto en Larrán y Rees (2000).
5. Se observa, aunque las diferencias son poco significativas, una tendencia a opinar que los analistas sell-side están más preocupados por las oportunidades a corto plazo de la compañía que los analistas buy-side. En el caso de la primera tipología de analistas, como se evidencia en el trabajo referenciado con anterioridad, dejan que influya en la calidad de sus pronósticos las posibilidades de generación de negocio y el mantenimiento de relaciones fluidas y continuas con la empresa. Por el contrario, y de igual manera, los analistas buy-side estarían más preocupados por los planes a largo plazo de la compañía que los sell-side.

Tabla VIII: **Opinión sobre las relaciones con analistas Sell-Side**

OPINIONES	N	Valor Mínimo	Valor Máximo	Media	Desviación Típica
i) Los encuentros con los analistas sell-side son un valorable medio de comunicación	38	4	5	4.6316	0.4889

Tabla VIII: (Continuación)

OPINIONES	N	Valor Mínimo	Valor Máximo	Media	Desviación Típica
ii) Las conversaciones telefónicas con analistas sell-side son un valorable medio de comunicación	38	3	5	4.4474	0.5549
iii) Mi compañía preferiría no mantener encuentros con analistas sell-side	38	1	3	1.3158	0.5253
iv) Mi compañía preferiría no conversar telefónicamente con analistas sell-side	38	1	3	1.3684	0.5891
v) Mi compañía no debería proveer a los analistas sell-side información alguna sobre la exactitud de sus pronósticos de beneficios	38	1	5	1.8684	0.9911
vi) Los analistas sell-side presionan a la compañía para obtener información	38	1	5	2.9474	1.1613
vii) Los analistas son presionados por nuestra compañía para que cambien pronósticos o recomendaciones pesimistas	37	1	4	1.5676	0.8347
viii) Los analistas sell-side están exclusivamente preocupados con las oportunidades a corto plazo	38	1	4	2.6974	0.8818
ix) Los analistas sell-side no están suficientemente interesados en los planes a largo plazo de la compañía . . .	38	1	5	2.3421	0.9939

Tabla IX: Opinión sobre las relaciones con inversores institucionales

OPINIONES	N	Valor Mínimo	Valor Máximo	Media	Desviación Típica
i) Los encuentros con los analistas buy-side y gestores de carteras son un valorable medio de comunicación	36	4	5	4.7222	0.4543
ii) Las conversaciones telefónicas con analistas buy-side y gestores de carteras son un valorable medio de comunicación . .	36	4	5	4.5278	0.5063
iii) Mi compañía preferiría no mantener encuentros con analistas buy-side y gestores de carteras	36	1	3	1.25	0.5
iv) Mi compañía preferiría no conversar telefónicamente con analistas buy-side y gestores de carteras	36	1	3	1.2778	0.5133
v) Mi compañía no debería proveer a los analistas buy-side y gestores de carteras información alguna sobre la exactitud de sus pronósticos de beneficios	36	1	5	1.8056	1.0091
vi) Los analistas buy-side y gestores de carteras presionan a la compañía para obtener información	36	1	5	2.5556	1.1574
vii) Los analistas buy-side y gestores de carteras son presionados por nuestra compañía para que cambien pronósticos o recomendaciones pesimistas	36	1	4	1.5833	0.8409
viii) Los analistas buy-side y gestores de carteras están exclusivamente preocupados con las oportunidades a corto plazo . . .	36	1	4	2.3056	1.0642
ix) Los analistas buy-side y gestores de carteras no están suficientemente interesados en los planes a largo plazo de la compañía	36	1	4	1.9167	0.9673

3.2.4.3. Las Estrategias de Divulgación

En el presente trabajo, hemos utilizado cinco estrategias de divulgación basadas en las definiciones de Eccles y Mavrinac (1995) y utilizadas por Adrem (1999) para analizar las empresas suecas (Véase Tabla XI). En el cuestionario, incluimos dichas definiciones para que las compañías se adscribieran a una de ellas. La estrategia 1 representa la aproximación más conservadora, donde las relaciones con inversores se ciñen a una política de divulgación basada en los requerimientos legales y obligatorios, en exclusividad. La segunda estrategia muestra elementos de divulgación voluntaria en los informes escritos. En la tercera estrategia, el diálogo entre empresa y la comunidad financiera comienza a tomar forma, aunque por iniciativa de los últimos. Con la cuarta estrategia, la compañía toma iniciativa en el proceso y trabaja de forma activa y proactiva en las relaciones con inversores. Por último, la quinta estrategia significa tomar la posición más proactiva, donde la compañía actúa más a impulsos de la demanda, que de los requerimientos legales, tratando que el mercado obtenga un estado óptimo de conocimiento de la empresa, basado en la confianza y en la fiabilidad de la información divulgada. De las 37 empresas que contestaron a esta pregunta:

- 1 compañía se adscribió a la primera estrategia.
- 5 a la segunda.
- 4 a la tercera.
- 7 a la cuarta y
- 20 a la quinta.

Tabla X: **Definición de Estrategias de Divulgación**

- | |
|--|
| <ol style="list-style-type: none"> 1. La compañía cumple con todos los requerimientos legales derivados de la legislación mercantil y de la CNMV con relación a la divulgación de información financiera, pero no ofrece información adicional. 2. La compañía proporciona toda la información a la que se refiere la primera estrategia de divulgación, y ofrece información adicional escrita que considera importante, relevante y útil para inversores y analistas. 3. La compañía proporciona toda la información a la que se refiere la segunda estrategia de divulgación, y responde a todas las cuestiones planteadas por inversores y analistas de forma sucinta y rápida, pero no revela información que puede afectar de forma significativa a los precios. 4. La compañía proporciona toda la información a la que se refiere la tercera estrategia de divulgación e inicia contactos con inversores y analistas siempre que exista nueva información disponible. 5. La compañía proporciona toda la información relativa a la cuarta estrategia y trabaja proactivamente para anticipar cuestiones y posibles problemas para inversores y analistas, manteniendo un diálogo continuo, a través de crear y mantener fuertes relaciones con los mismos |
|--|

En general, y a la vista de las respuestas obtenidas, priman las estrategias proactivas sobre las conservadoras en las empresas españolas, o al menos en el caso de las compañías que han compuesto la muestra objeto de estudio.

3.2.4.4. Factores explicativos de la actividad de relaciones con inversores y las estrategias de divulgación

Existe una abundante literatura empírica, sustentada en distintas teorías, tales como la Teoría de la Agencia, Teoría del Proceso Político o Teoría de las Señales, que trata de encontrar factores o variables que expliquen la extensión de la información divulgada por las empresas, especialmente la información voluntaria. En esta parte del trabajo, y de forma similar, vamos a tratar de explicar qué variables pudieran afectar a la actividad de relaciones con inversores, en concreto a:

1. El número de informes que recibe cada compañía por parte de los analistas sell-side en un año. Esta variable tiene que ver mucho con el seguimiento que de la compañía hacen los analistas, y, por tanto, ha de estar relacionada con la eficiencia en la formación de sus precios y la actividad que induce a realizar a los departamentos de Relaciones con Inversores. A esta variable vamos a denominarla como A1.
2. La segunda variable, que pudiera ser también un subrogado del nivel de esfuerzo y de actividad, será el número de reuniones generales y especiales que mantiene la compañía durante un año con analistas e inversores institucionales. A esta variable vamos a denominarla como A2.

Por otra parte, como subrogados de las estrategias de divulgación, vamos a utilizar dos variables:

1. La primera variable, a la que denominaremos como E1, va a hacer referencia a la existencia de un responsable de relaciones con inversores en la compañía, de forma que tomará el valor uno si esta actividad se constituye en su principal actividad, y cero si la comparte con otras funciones.
2. La segunda variable, a la que denominaremos como E2, va a hacer referencia a la estrategia divulgativa a la que se adscribió la empresa tal como las definimos en un apartado anterior. Al igual que E1, esta variable será dicotómica tomando el valor cero en las estrategias más conservadoras, que serían las tres primeras que mencionamos con anterioridad, y uno para las más proactivas, que serían la cuarta y quinta definidas previamente.

Basándonos en la literatura relativa a factores que condicionan la extensión de la información voluntaria divulgada, las variables elegidas como factores explicativos de la actividad y de la estrategia de divulgación, han sido las siguientes:

1. Porcentaje de capital poseído por los 10 accionistas mayoritarios (V1): el comportamiento esperado sería que a mayor concentración del accionariado menor

- será la actividad, y habrá un mayor acercamiento a las estrategias de divulgación más conservadoras.
2. Tamaño de la empresa: Todas las teorías apuntan a que cuanto mayor sea el tamaño, mayor será la extensión de la información divulgada y, por tanto, mayor también la asociación con la actividad y las estrategias más proactivas. Como subrogados del tamaño empresarial, hemos utilizado cuatro variables:
 - Logaritmo de Activo.
 - Logaritmo de la Capitalización Bursátil.
 - Logaritmo de la Cifra de Negocios y
 - Número de Empleados.
 3. Rentabilidad Financiera: Tanto la teoría de la agencia, como la teoría de las señales y del proceso político sostienen que a mayor rentabilidad mayor extensión de la información divulgada.
 4. Endeudamiento: Igualmente, de acuerdo con la teoría de la agencia y de las señales, a mayor endeudamiento, mayor actividad y estrategias proactivas se esperarían.
 5. Sector: Al igual que el trabajo de Giner (1995), y aunque el sector de pertenencia suele dar resultados contradictorios en la literatura, hemos utilizado tres variables tipo dummy para incluir este factor, en concreto:
 - S1, que tomará valor uno si la compañía pertenece a los sectores de agricultura, pesca, energía y agua, y minerales básicas; y cero en el resto.
 - S2, que tomará valor uno si la compañía pertenece a los sectores de metal-mecánica, construcción de maquinaria, manufactura y construcción; y cero en el resto.
 - S3, que tomará el valor uno si la compañía pertenece a los sectores de comercio, transportes, inmobiliarias, comunicaciones, y cero en el resto.
 6. Por último, tanto la cotización en bolsas extranjeras como la concentración de inversores extranjeros, pudieran afectar positivamente al nivel de actividad y a las estrategias proactivas. En concreto, hemos utilizado la variable V3 que será dicotómica, tomando el valor cero si sólo cotiza en las bolsas españolas, y V4 que indicará porcentualmente el porcentaje de participación en el capital de inversores extranjeros.

Si observamos la Tabla XII, podemos extraer las correlaciones parciales, tanto de Pearson como de Spearman, de cada una de las variables explicativas con las dependientes o explicadas. En síntesis, destacaríamos lo siguiente:

- La variable que identifica la existencia de un responsable de relaciones con inversores con dedicación plena o compartida, se correlaciona con la concentración de la propiedad de forma negativa, y con la capitalización bursátil positivamente.
- La estrategia de divulgación se correlaciona positivamente con la capitalización bursátil y el porcentaje de capital poseído por inversores extranjeros.

- El seguimiento o número de informes sobre la compañía sería la variable que se correlaciona individualmente con un mayor número de variables. De forma negativa se asocia con la concentración de la propiedad, y de forma positiva con el activo, capitalización bursátil, cifra de negocios, número de empleados, rentabilidad financiera, endeudamiento, capitalización en mercados extranjeros y el porcentaje de capital poseído por inversores extranjeros.
- El número de reuniones se correlaciona únicamente, y de forma positiva, con la participación extranjera en el capital. Lógicamente, tal como hemos comprobado en el apartado de las entrevistas, el número de reuniones generales no está inducido por el tamaño, y se ciñen a presentaciones de resultados, y a comunicar eventos significativos que se hayan producido en el transcurso del año, tales como ampliaciones de capital, fusiones, alianzas estratégicas, etc. No obstante, aquellas compañías con cotización en el extranjero y/o elevada presencia de inversión extranjera en su capital, organizan varios *road-shows* al año en plazas foráneas, tales como Londres y Nueva York, al objeto de llevar a cabo un plan intensivo de reuniones con inversores institucionales del Reino Unido, Estados Unidos, etc., por lo que no es de extrañar que la única variable que explique este tipo de actividad sea la participación de inversión extranjera en el capital.
- En general, la variable capitalización bursátil es la que muestra una mayor correlación con prácticamente todas las variables dependientes.
- Los sectores de pertenencia no se correlacionan de forma significativa con ninguna de las variables dependientes.
- La rentabilidad financiera y el endeudamiento sólo se correlacionan significativamente con el número de informes.

A continuación, para observar cuáles de las variables independientes, incluyéndolas todas en el modelo, explican mejor las variables dependientes, hemos corrido por el procedimiento *stepwise* varias regresiones, las cuales serán lineales para el caso de las variables número de informes y reuniones, y regresiones logísticas para las variables dicotómicas tales como estrategia de divulgación y dedicación del responsable de las relaciones con inversores.

Tabla XI: **Correlaciones entre actividad y estrategia con variables dependientes**

Pearson Spearman	E1 Existencia de Responsable RI	E2 Estrategia de divulgación	A1 N.º Informes	A2 N.º Reuniones
VI (concentración propiedad)	-0.421* -0.395*	-0.0080 -0.112	-0.366* -0.371*	-0.250 -0.111
Activo	0.305 0.308	0.228 0.182	0.324 0.473**	-0.021 0.022
Capitalización Bursátil	0.332* 0.326*	0.435** 0.358*	0.435** 0.656**	0.199 0.145

Tabla XI: (Continuación)

Pearson Spearman	E1 Existencia de Responsable RI	E2 Estrategia de divulgación	A1 N.º Informes	A2 N.º Reuniones
Cifra de Negocios	0.209 0.229	0.273 0.245	0.298 0.540**	0.057 0.150
Empleados	0.243 0.262	0.131 0.217	0.242 0.528**	0.277 0.280
Rentabilidad Financiera	0.0000 0.065	0.0032 0.057	0.106 0.363*	0.111 0.260
Endeudamiento	0.207 0.167	0.044 -0.063	0.514** 0.182	-0.023 0.131
S1	-0.054 -0.054	0.263 0.263	0.030 0.191	-0.023 0.131
S2	-0.126 -0.126	-0.272 -0.272	-0.238 -0.235	-0.144 -0.043
S3	0.157 0.157	-0.016 -0.016	0.179 0.032	0.150 0.247
V3	0.241 0.241	0.268 0.109	0.326 0.368*	0.058 0.238
V4	0.252 0.288	0.342* 0.421*	0.303 0.506**	0.462** 0.231

** La correlación es significativa al nivel 0.01

* La correlación es significativa al nivel 0.05

3.2.4.4.1. Factores explicativos de la dedicación del responsable de relaciones con inversores

Para explicar qué variables explican si el responsable de las relaciones se dedica plenamente a esta actividad (valor 1) o lo comparte con otras actividades (valor cero) se ha corrido una regresión logística con todas las variables independientes mencionadas con anterioridad por el procedimiento stepwise, la regresión resultante se muestra en la tabla XIII, donde podemos observar que las variables logaritmo de la capitalización bursátil y concentración de la propiedad, la cual presenta el signo esperado, serían las variables que mejor explican esta cuestión, la inclusión del resto de variables no aportaría capacidad explicativa al modelo.

Tabla XII: **Regresión logística: Variable dependiente. Dedicación del responsable de relaciones con inversores**

– 2 Log Likelihood 25.669
% Clasificación correcta 74.19%

Variable	B	S.E.	Wald	Sig.
Log. Capital.	0.7666	0.4171	3.3781	0.0661
VI	-0.0669	0.0330	4.1152	0.0425
Constante	-4.4816	4.4488	1.0148	0.3138

3.2.4.4.2. Factores explicativos de la estrategia de divulgación

Al igual que en el caso anterior, la variable dependiente de la regresión logística toma los valores cero o uno, cero cuando la empresa adopta las estrategias más conservadoras que se corresponden con las tres primeras definiciones de estrategia divulgativa que aportamos anteriormente, y uno cuando la compañía se identifica con las estrategias más proactivas. En este caso, el mejor modelo explicativo, a la vista de los resultados de la Tabla XIV, se obtiene con el tamaño, en concreto con la capitalización bursátil. De lo anterior se infiere que cuanto mayor sea el tamaño empresarial menor será la probabilidad de que la empresa siga una estrategia conservadora de divulgación de información financiera.

Tabla XIII: **Regresión Logística. Estrategia conservadora versus proactiva**

– 2 Log Likelihood 30.351
% de Clasificación Correcta 76.67%

Variable	B	S.E.	Wald	Sig.
Log. Capital.	0.7961	0.3708	4.6090	0.0318
Constante	-8.7538	4.4171	3.9275	0.0475

3.2.4.4.3. Factores explicativos del número de informes recibidos de analistas

A diferencia de los casos anteriores, hemos corrido una regresión lineal multivariable, siendo las variables que mejor explican el seguimiento de la empresa por parte de analistas: el endeudamiento y el porcentaje de participación de capital extranjero en la compañía, siendo sus signos positivos tal como esperábamos (Véase Tabla XV), fundamentalmente la primera.

Tabla XIV: **Regresión lineal. Número de informes emitidos por los analistas**

Variables R2 corregida: 0.337	Coefficiente	t	Sig.
Constante	-10.546	-0.733	0.470
Endeudamiento	8.495	3.464	0.002
V4	0.794	2.085	0.047

3.2.4.4.4. Factores explicativos del número de reuniones mantenidas con analistas

En este caso se ha procedido igual que en el caso anterior, siendo el mejor modelo explicativo, aquél que incluye como única variable a la participación del capital extranjero en la propiedad de la empresa, tal como se puede observar en la Tabla XVI.

Tabla XV: **Regresión lineal. Número de reuniones**

Variables R2 corregida: 0.137	Coefficiente	t	Sig.
Constante	-7.620	-0.647	0.523
V4	0.729	2.297	0.030

Una pregunta que pudiéramos hacernos a partir de lo anterior sería: ¿Si los cuatro aspectos analizados son manifestaciones de la estrategia de divulgación, cómo se explica que las variables explicativas sean diferentes?. Para tratar de dar respuesta a lo anterior, obtuvimos las correlaciones parciales entre las cuatro variables dependientes utilizadas, obteniendo como resultados, los siguientes:

- La existencia y dedicación del Responsable con Inversores sólo se correlaciona positivamente con el seguimiento efectuado por analistas. Lo cual quiere decir que la presión de la demanda justifica e induce a la empresa a crear y aumentar esta actividad. No obstante, la existencia de esta actividad no tiene porqué conllevar a tomar una actitud activa en el proceso de comunicación.
- Por otra parte, el número de reuniones aumenta y se correlaciona con las estrategias, manifestándose independiente del resto de variables. Es decir, conforme el papel de la empresa sea más activo provocará un mayor número de reuniones con analistas e inversores institucionales, con independencia del seguimiento que tenga por parte de analistas.
- Por último, las estrategias más proactivas se correlacionan con las dos variables ligadas a la actividad. No obstante, habríamos de ampliar el tamaño muestral para obtener conclusiones más definitivas sobre este particular.

3.3. Conclusiones

Los resultados del trabajo ponen de manifiesto que la mayoría de las compañías que componen la muestra, tiene un programa formalizado de Relaciones con los Inversores, donde el mantenimiento de reuniones generales y especiales con analistas e inversores institucionales se constituyen en un factor clave y crítico en el proceso de divulgación de información financiera. En concreto, y tal como pusimos de manifiesto en el capítulo anterior, las razones que justifican la intensificación de este tipo de actividades, se basan en las percepciones de las compañías sobre que la mayor cantidad de información divulgada propicia la reducción de la incertidumbre sobre la misma en el mercado y, por tanto, se reduce su coste de capital. 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. Por otra parte, existe una presión y demanda informativa importante por parte de los analistas, dado que estos valoran preferentemente los contactos con los directivos, a través de las presentaciones, visitas a la empresa, conversaciones telefónicas, etc., al objeto de completar, ampliar y comprender mejor, la información que las compañías divulgan por canales públicos de comunicación de forma obligatoria.

Los resultados muestran que los encuentros generales y especiales son valorables medios de comunicación para las empresas, siendo estos últimos percibidos como más útiles cuando se trata de inversores institucionales. No obstante, este último canal de comunicación sería de mayor carácter privado, más informal, por lo que la atmósfera de confidencialidad que pueda rodearlo, puede llevar en algunos casos a la divulgación no intencionada de información privilegiada.

Aparte de las reuniones, prácticamente todas las compañías atienden a llamadas telefónicas de los analistas, las cuales surgen, fundamentalmente, después de las presenta-

ciones para recabar más información, y resolver dudas, o solicitar explicaciones sobre la información divulgada previamente en estos encuentros. Lógicamente, la combinación de ambas informaciones, puede aumentar las probabilidades de incurrir en costes legales, e incumplimiento de la normativa relativa a la divulgación de información privilegiada.

Se observa en las respuestas a los cuestionarios, una alta implicación en las actividades de divulgación de la Presidencia y la Dirección Financiera de las compañías. Igualmente, sería de destacar el importante volumen de recursos humanos y no humanos dedicados a esta actividad en las compañías. Los encuentros no son la única actividad llevada a cabo, entre algunas adicionales habrían de señalarse las conversaciones telefónicas con los analistas y el seguimiento de los informes que estos últimos emiten, tanto antes como después de su publicación.

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.

En general, observamos 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. El seguimiento que hacen los analistas de las compañías, no sólo va a depender del tamaño, sino también de la concentración de la propiedad, endeudamiento, rentabilidad financiera y participación del capital extranjero. Por último, la actividad de Relaciones con Inversores, materializada en el número de reuniones, sólo muestra estar asociada con la participación de inversores extranjeros en el Capital. Los resultados muestran, igualmente, un mayor número de reuniones especiales que generales, y una mayor preferencia de las compañías por contar con la presencia de los inversores institucionales que con analistas pertenecientes a agencias y sociedades de valores.

Por razones de pérdida de ventaja competitiva, la importancia asignada a la información relativa a proyectos de investigación y desarrollo es escasamente valorada por las compañías.

3.4. Bibliografía

- ADREM, A.H. (1999): *Essays on Disclosure Practices in Sweden-Causes and Effects*. Lund Studies in Economics and Management. The Institute of Economic Research. Lund University.
- BRETON, G., TAFFLER, R.J. y CUCUMEL, G. (1993): *The importance of accounting information: A content analysis of stockbrokers' circular*. Working Paper. University of Quebec, Montreal and City University.
- ECCLES, R. y MAVRINAC, S. (1995): «Improving the Corporate Disclosure Process». *Sloan Management Review*. Summer. pp. 11-25.
- GASSMAN, K. (1995): «The analyst's secret mission». *Financial Executive*. January-February. pp. 48-51.
- FRANKEL, R., JOHNSON, M. Y SKINNER, D. (1999): «An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium». *Journal of Accounting Research*. Spring.

- GINER, B. (1995): La Divulgación de Información Financiera: Una Investigación Empírica. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Madrid. 1995.
- LARRÁN, M. y REES, W. (1999): Técnicas y recursos informativos y Prácticas seguidas por los analistas financieros: Un estudio empírico. Instituto Español de Analistas Financieros. Documento n.º 1.
- LARRÁN, M. y REES, W. (2000): «Incentivos de los Analistas Financieros para pronosticar con sesgo optimista». Revista de Contabilidad, vol. 36, n.º. 6.
- MARSTON, C. (1996): Investor Relations: Meeting the Analysts. The Institute of Chartered Accountants of Scotland. Edimburgh. 1996.
- MARSTON, C. (1999): Investor Relations Meetings: Views of Companies, Institutional Investors and Analysts. The Institute of Chartered Accountants of Scotland. Edimburgh. 1999.
- ROGERS, P.S. (1999): CEO Presentations in Conjunction with Earnings Announcements: Extending the Construct of Organizational Genre Through Competing Values Profiling and User-Needs Analysis. Working Paper 99-015. University of Michigan. Business School.
- SECURITIES EXCHANGE COMMISSION (2000): Proposed Regulation FD Regarding Selective Disclosure. SEC Release N.º 33-7787, 34-42259. SEC.
- WALMSLEY, T., YADAV, P.K. y REES, W. (1992): «The information content of the company meeting programme of the Society of Investment Analysts: 1985-1990». *Journal of Business, Finance and Accounting*. Vol. 19. N.º. 4. June. pp. 571-584.
- WILLIAMS, P. A. (1993): The effect of prior forecast usefulness on financial analyst forecast revisions following an earnings forecast by management. Working Paper. Fordham University.

3.5. Anexo: Listado de empresas que conforman la muestra

ACCIONA	GRUPO DRAGADOS
ACERALIA CORPORACION SIDERURGICA	GRUPO EMPRESARIAL ENCE
ACS	GRUPO FERROVIAL
ADOLFO DOMINGUEZ	HIDROELÉCTRICA DEL CANTABRICO
ALTADIS	IBERDROLA
AMADEUS	INDRA
ASTURIANA DEL ZINC	METROVACESA
AUTOPISTAS CONCESIONARIAS ESPAÑOLAS	OHL
AZUCARERA EBRO AGRÍCOLAS	PRIMA INMOBILIARIA
BAMI	SOCIEDAD GENERAL AGUAS DE BARCELONA
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA	SOL MELIA
BEFESA	TELE PIZZA
COMPAÑÍA ESPAÑOLA DE PETROLEOS	TELEFONICA
CONSTRUCCIONES Y AUXILIAR D.	TELEFONICA PUBLICIDAD E INFORMACION
CORPORACION MAPFRE	TRANSPORTES AZKAR
ENACO	UNIÓN ELECTRICA FENOSA
ENDESA	UNIPAPEL
EUROPISTAS	VALLEHERMOSO
FCC	ZARDOYA OTIS

CONCLUSIONES

En este apartado final del trabajo, más que un listado exhaustivo de las conclusiones y resultados que hemos ido obteniendo a lo largo de los distintos capítulos en los que hemos estructurado el estudio, pretendemos llevar a cabo una reflexión final, y a modo de resumen, que enlace las diferentes evidencias obtenidas.

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 requirieren 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.

En cuanto al 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 información porque creen estar obligados a ello y en pro de los intereses de la valoración apropiada de la compañía. Esta información es esencial para los analistas, al objeto de desarrollar su trabajo y realizar las recomendaciones oportunas sobre cada una de las compañías que 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 segundo grupo que podríamos considerar 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 agencia 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 beneficien 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, contratan 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 sim-

ples. 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.

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.

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.

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 muy recientemente, por parte de organizaciones profesionales, tal sería el caso del Instituto Español de Analistas Financieros, 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 inversores 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.

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 publi-

cación, 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 correcta 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.

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.

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 información 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.

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 ha encontrado 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.

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 funcionamiento 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.

Dado que el estudio realizado acerca de cómo funciona el mercado de información voluntaria en el mercado de capitales español nos ha abierto nuevos interrogantes, planteamos a continuación posibles líneas futuras de trabajo sobre este particular:

1. Habida cuenta de la tendencia creciente del número de inversores que actúan directamente en los mercados de capitales, sin el asesoramiento de otros agentes profesionales, sería necesario llevar a cabo estudios dirigidos a conocer en este grupo: formación, uso y percepciones de utilidad asignada a la información financiera. Igualmente, sería de interés analizar y conocer sus opiniones acerca de la posible sobrecarga informativa que pudiera provocar la prohibición de divulgación selectiva de información, así como la información mínima que requerirían para operar en bolsa en igualdad de condiciones, y, todo ello, a la vista de los costes que estuvieran dispuestos a asumir.

2. La futura investigación debiera abordar cómo exactamente las nuevas tecnologías cambian los hábitos empresariales en lo que a relaciones con inversores se refiere. Igualmente, sería necesario investigar si estos nuevos canales de comunicación, realmente, van a mejorar la comparabilidad y relevancia de la información internacional, habida cuenta de las prácticas tan heterogéneas que subsisten en la actualidad.
3. La tendencia creciente en la publicación de hechos relevantes por parte de las empresas españolas, especialmente los catalogados como «Otras comunicaciones», que podría ser interpretada como una protección de las empresas contra los posibles costes legales derivados de la no divulgación pública de información relevante, cuando existan dudas acerca de su posible materialidad con relación a su efecto en precios y volumen de contratación, aconsejarían estudiar si afectan realmente a la volatilidad de los precios. Si la respuesta fuera afirmativa, estaríamos ante una posible evidencia de los efectos nocivos de la sobrecarga informativa, en el caso de que asumiéramos que la calificación dada por la CNMV a este tipo de hechos hubiera sido la apropiada.
4. Al igual que en el caso de Estados Unidos y el Reino Unido, sería interesante, con metodología de eventos, analizar si las reuniones generales, tales como las presentaciones que llevan a cabo las compañías en bolsa, tienen contenido informativo, si así se evidenciara estaríamos ante un argumento definitivo para que las mismas tuvieran carácter público y no restringido.
5. Igualmente, se haría necesario profundizar en la elaboración de un índice de divulgación que contemple la totalidad de información suministrada por la empresa al mercado, que incluyera no sólo la obligatoria sino la voluntaria también, así como la prevista a través de canales públicos y privados.
6. Una vez identificada la cantidad o extensión de información divulgada por las compañías, posiblemente a partir de la experiencia y las opiniones de los analistas financieros, sería interesante el análisis de sus causas y efectos. Si bien las causas han sido ampliamente estudiadas en el ámbito de la divulgación voluntaria, bastante menos atención se ha dedicado en la investigación académica a los posibles efectos. Sugerimos, por tanto, el estudio de la asociación entre la extensión de la información divulgada de las compañías con las siguientes variables: coste de capital, coste de los créditos, error y sesgo de los pronósticos emitidos por los analistas y capacidad predictiva del precio fijado. Los argumentos teóricos apuntarían a que dicha asociación fuera negativa con las tres primeras variables, y positiva con la última. Las evidencias que se obtuvieran sobre lo anterior en el mercado español, de tener el signo esperado, podrían ser motivadoras para que las compañías españolas incrementaran la cantidad, calidad y periodicidad de la información divulgada.
7. Por último, al objeto de reforzar algunos de los resultados obtenidos en el presente estudio, sería interesante completarlo con la presencia del investigador en reuniones generales, y a ser posible, en reuniones más selectivas con miembros de una misma organización.



GOBIERNO
DE ESPAÑA

MINISTERIO
DE ECONOMÍA