

Entre dos aguas¹

La reciente crisis de los valores tecnológicos ha puesto de relieve lo escandaloso de determinadas recomendaciones de los analistas financieros. En algún caso, han llegado a reconocer en privado la basura que recomendaban comprar. Es un hecho que los analistas elaboran sus informes y formulan sus recomendaciones presionados por los resultados de los servicios que las entidades financieras en las que trabajan prestan a las grandes empresas. Por ejemplo, recomendar “comprar”, en lugar de “mantener” o “vender”, favorece, en el curso de una oferta pública de venta, el servicio de colocación de los valores que al mismo tiempo pueda estar prestando la entidad empleadora. Por esta razón, las recomendaciones negativas no son muy habituales. Una recomendación de este tipo puede perjudicar la relación de la entidad con su cliente principal, el emisor de los valores o la gran empresa que opera en el mercado. Un analista que formule sus recomendaciones al margen de los intereses del departamento de empresas de la entidad, puede crear dificultades en las relaciones con los mejores clientes. Nada bueno para su futuro profesional.

Los analistas financieros navegan entre dos aguas. Asesoran a los inversores y, al mismo tiempo, deben responder de los resultados de su trabajo ante las entidades financieras que los emplean. Como asesores, deben ofrecer a los inversores recomendaciones independientes. Sin embargo, se ven obligados a armonizar los resultados de sus análisis con el negocio, más rentable, de colocación de emisiones y de fusiones y adquisiciones de empresas. Por tanto, la recomendación al inversor individual no puede ser neutral. Se formula bajo el presupuesto de que no sea perjudicial para los servicios prestados a las grandes empresas, que, por cierto, son los que financian la actividad de análisis.

La actividad de asesoramiento financiero propia de los analistas no es una actividad rentable, al menos, en la manera es que está estructurada en la actualidad. Se ofrece al inversor como un servicio no remunerado, accesorio a la gestión de carteras o al de canalización de órdenes bursátiles. Los ingresos se obtienen de los servicios

prestados a las grandes empresas en relación con sus actividades relacionadas con los mercados de valores.

Hablemos claro. Los analistas, en general, forman parte del mecanismo promocional de la gran banca. De hecho, es habitual que su remuneración se condicione a los resultados de sus recomendaciones en relación con la colocación de valores o las operaciones societarias contratadas con su clientela mayorista.

La situación actual de los analistas requiere ser clarificada para que no resulten arrastrados por la corriente, que no les es favorable. La confianza en su función debe ser restaurada. Para conseguir este objetivo se puede partir por reconocer el derecho del inversor a identificar al analista y conocer el grado de independencia con el que actúa. Hay que distinguir el grano de la paja regulando el acceso a la profesión y las condiciones de profesionalidad e independencia que deben presidir su ejercicio. En estos momentos cualquiera que aparezca en los medios de información puede identificarse como analista y emitir recomendaciones. La FSA inglesa no descarta exigir una habilitación técnica para ser analista y la inscripción de los profesionales en un registro público. A su vez, en Francia, por Orden de 2 de mayo de 2002 se ha incluido en el Reglamento General del Consejo de Mercados Financieros la definición de analista financiero y la necesidad de obtener un permiso administrativo para ejercer su actividad. Por la novedad resulta de interés reproducir aquí lo que en Derecho francés se entiende por analista. Se entiende por tal a la persona física que cumple la misión de realizar análisis financieros sobre personas jurídicas emisoras de instrumentos financieros negociados en un mercado con vistas a formular y generalmente a difundir una opinión sobre la evolución previsible de las citadas personas y en consecuencia sobre la evolución previsible del curso en bolsa de esos instrumentos (art. 2-4-1 del Reglamento).

Una vez hemos identificado la figura podemos dedicarnos a regular su actividad. Los inversores deben ser informados del aspecto promocional

que revisten las recomendaciones de los analistas empleados por los bancos de inversión. La mejor forma de hacerlo es mediante la publicación de las relaciones que mantenga la entidad empleadora del analista con el emisor de los valores objeto del análisis. Si hay promiscuidad, al menos que se sepa. La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR), están elaborado informes sobre los analistas financieros que van en esta dirección. Se dirigen a establecer nuevos deberes de transparencia sobre los conflictos de intereses que afectan a los analistas. Las propuestas de la SEC estadounidense son más intervencionistas. Por ejemplo, los coladores de ofertas públicas no podrán emitir informes sobre el emisor en los 40 días siguientes al inicio de la oferta. También se pretende prohibir la vinculación de la remuneración del analista al resultado de las operaciones de banca de inversión.

En España, el Proyecto de Ley Financiera, opta por intensificar la transparencia. En él se recoge que el prestador del servicio deberá “dejar constancia frente a los clientes de cualquier posible conflicto de interés en relación con el asesoramiento”. Asimismo, deberá garantizar la igual-

dad de trato entre clientes, evitando primar a unos frente a otros a la hora de distribuir las recomendaciones.

No siempre existen murallas chinas entre los departamentos de análisis y de banca mayorista, o si existen no tienen suficiente eficacia. Por esta razón, el proyecto prohíbe al banco de inversión tomar posiciones en valores sobre los que esté realizando un análisis desde que conozca sus conclusiones hasta que divulgue la recomendación.

Con estas medidas se reconoce que la autorregulación del sector es insuficiente para garantizar los derechos de información de los inversores. Los códigos éticos que apresuradamente están aprobando las asociaciones profesionales de analistas no garantizan por si solos los derechos de los inversores. Son las nuevas normas legales las que permitirán al inversor distinguir entre los promotores y los analistas, entre la cruz y el agua bendita.

Fernando Zunzunegui,
fernando@zunzunegui.net

¹ Publicado en Expansión, 30 de agosto de 2002, pp. 38-39.