

CONTESTACIÓN DEL COMITÉ CONSULTIVO DE LA CNMV A LA CONSULTA DE ESMA SOBRE EL PROYECTO DE NORMAS TÉCNICAS DE REGULACIÓN PARA EL ESTABLECIMIENTO DE UN CÓDIGO DE CONDUCTA DE LA UE PARA LA INVESTIGACIÓN PATROCINADA POR EMISORES

El Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, "Comité Consultivo" y la "CNMV") agradece la posibilidad de realizar observaciones y comentarios al documento de consulta de la European Securities and Markets Authority (en adelante "ESMA") sobre el "*Proyecto de normas técnicas de regulación para el establecimiento de un código de conducta de la UE para la investigación patrocinada por emisores*"¹ (el "Código").

I.- Antecedentes

Desde la crisis financiera de 2008, los intermediarios e inversores profesionales se han visto forzados a racionalizar sus costes operativos, y ello ha afectado a la reducción de la cobertura de análisis financiero, especialmente sobre pequeñas y medianas compañías.

Esta evolución se ha visto acentuada por la regulación europea y las limitaciones impuestas a los proveedores de análisis financiero sobre valores y sociedades cotizadas. La entrada en vigor del Reglamento sobre abuso del mercado (MAR) en 2016 y, sobre todo, de la Directiva MiFID II en 2018, han contribuido a una reducción generalizada de la oferta de este servicio de análisis sobre compañías emisoras de valores en los mercados. Sobre todo, es de destacar el impacto negativo de la regulación del "unbundling", que exige la separación entre el coste del servicio de análisis y el coste de ejecución de operaciones, práctica que utilizaba la industria europea para financiar dicho servicio con carácter generalizado. Estas normas llevaron a los inversores y gestores profesionales a reducir los honorarios pagados a los proveedores de análisis financiero, debilitando las condiciones económicas en las que estos últimos ejercen su actividad. A pesar de que estas medidas de separación de costes incluidas en MiFID II tenían un objetivo legítimo de protección a los inversores y de limitar riesgos de conflictos de intereses, la aplicación práctica de la norma ha provocado una consecuencia no deseada: una reducción del nivel de cobertura en general y especialmente sobre emisores PYME, por parte de los analistas.

Con el paso del tiempo, esta situación se ha convertido en un problema estructural del mercado de valores europeo, como es la escasez de cobertura

¹ La "investigación" también se denomina en este informe "análisis financiero", terminología más habitual en la normativa española.

de análisis financiero, y las consecuentes implicaciones negativas sobre la liquidez de los mercados, principalmente los de empresas en expansión dirigidos a las pequeñas y medianas compañías. En un informe que publicó ESMA en febrero de 2021 sobre el impacto del *unbundling* de MiFID II sobre las PYMES, se concluye, entre otras cosas, que la liquidez de este tipo de sociedades mejora cuando cuentan con cobertura y seguimiento por parte de los analistas.

Como consecuencia de MiFID II, los proveedores de análisis financiero buscaron una solución alternativa para financiar los informes de compañías cotizadas, sobre todo las de menor tamaño, a través de la "investigación patrocinada" (o "sponsored research"), que ha experimentado un desarrollo en los últimos tiempos. Esta práctica consiste en ofrecer a los emisores, y en particular a las compañías medianas y pequeñas, una cobertura de análisis de su empresa a cambio de unos honorarios que paga la propia compañía emisora. Por su parte, los emisores de este segmento han tomado conciencia de la importancia de esta práctica para aumentar la difusión de la información y contribuir al aumento de la liquidez de sus acciones en el mercado.

La Unión Europea también ha tomado conciencia de la necesidad de optimizar el papel del mercado en la financiación de las empresas y en este contexto ha surgido la oportunidad de fijar unas normas específicas para la investigación patrocinada por el emisor. Además, el paquete normativo de la Comisión Europea denominado "Listing Act", que entró parcialmente en vigor el 4 de diciembre de 2024, refleja el reconocimiento por parte de las autoridades europeas de la creciente importancia del análisis financiero, tanto independiente como patrocinado, para garantizar a los inversores una mayor visibilidad de los emisores de pequeñas y medianas compañías.

El desarrollo de la "investigación patrocinada", diferenciada de la "independiente", a cuya remuneración no contribuye el emisor, podría plantear diversas cuestiones en relación con las normas existentes con carácter general y sobre las condiciones en las que deben distribuirse a los inversores a escala europea los informes patrocinados. No obstante, queda otro tipo de análisis patrocinado que la norma técnica reglamentaria de ESMA (NTR) no menciona: el patrocinado por las Bolsas de Valores. Este último consiste en una mutualización del servicio entre una pluralidad de emisores, de analistas y del propio mercado². En este servicio no se dan los potenciales conflictos de interés que puedan existir en la investigación patrocinada por el emisor y entendemos que no le afecta estas normas.

² En España se ha desarrollado a instancias del Instituto Español de Analistas (IEA) el servicio Lighthouse, a cuya financiación contribuye la Bolsa de Valores española. Este servicio lo presta el IEA, con equipo propio y de forma gratuita para emisores huérfanos (sin cobertura o con cobertura escasa), preservando la independencia, objetividad e integridad exigible a todos los informes de análisis y con una presencia mínima de potenciales conflictos de interés.

II.- Valoración general de la iniciativa

Con anterioridad a la “Listing Act” no existía un régimen específico para la investigación patrocinada por emisores y tenía el mismo entorno normativo que cualquier otro tipo de análisis financiero (Directiva MiFID II, Reglamento de abuso de mercado MAR y sus normas de desarrollo). Estas normas ya establecen las obligaciones generales en torno al servicio de análisis, describen los requisitos necesarios para prevenir los conflictos de intereses, concretan la información a revelar en la investigación elaborada y especifican cómo debe distribuirse.

Ahora la “Listing Act” establece que la investigación patrocinada por el emisor debe ser imparcial, clara y no engañosa e identificarse claramente como tal únicamente si los informes cumplen el Código de conducta de la UE. Para su regulación, ESMA ha optado por incluirlo como un anexo a una nueva NTR que será un Reglamento Delegado que completa la MiFID II³, con la finalidad de fomentar la investigación patrocinada por los emisores.

Sin embargo, la mayor parte de los conflictos de interés existen en ambos tipos de informes (patrocinados e independientes), para los que la regulación es exhaustiva y muy detallada. De hecho, en el Código de conducta que se somete a consulta se incluyen una gran parte de requisitos que ya están previstos en el vigente Reglamento Delegado 2016/958 de la Comisión, de 9 de marzo de 2016.

La valoración general que merece esta iniciativa es positiva por cuanto las autoridades reconocen la importancia que tiene el análisis financiero sobre emisores e intentan mejorar su cobertura para revitalizar el mercado de valores. En la actualidad ESMA tiene en marcha dos iniciativas que se han sometido a consulta pública: la primera sobre la supresión del *unbundling* que finalizó el pasado 28 de enero⁴, y la segunda sobre la elaboración de análisis patrocinado por el emisor a la que se refiere este informe.

La figura de la investigación patrocinada por el emisor existe en mercados desarrollados como el del Reino Unido y los Estados Unidos. En ellos, los aspectos claves sobre la investigación patrocinada consisten, de forma resumida, en lo siguiente:

³ Aunque su incorporación como anexo lo configura para los proveedores de análisis financiero como una “ley blanda”, las empresas de inversión sólo podrán elaborar o distribuir la investigación patrocinada por el emisor etiquetada como tal, si ellas o los proveedores de investigación cumplen con las disposiciones del Código. En caso contrario, dichos informes deberán tratarse como comunicaciones publicitarias e identificarse como tales.

⁴ Sobre esta consulta pública no se ha recabado la opinión del Comité Consultivo de la CNMV a pesar de la importancia que tiene para el objetivo de revitalizar la producción de análisis financiero como vía para hacer más accesibles los mercados de capitales para emisores e inversores.

- Se debe revelar que la investigación es patrocinada por el emisor.
- Debe evitarse el contenido engañoso o recomendaciones sesgadas.
- Los analistas deben divulgar conflictos de interés y mantener la independencia en la medida de lo posible.
- Las firmas deben cumplir con las normas específicas de sus respectivas jurisdicciones (FCA para el Reino Unido, SEC y FINRA para los Estados Unidos).

A nuestro entender, el Código de conducta propuesto se basa en las mismas cuestiones clave y por lo tanto nos parece adecuado. Sin embargo, no consideramos oportuno considerar la investigación patrocinada como una fuente particular de riesgo, más allá de hacer transparentes los posibles conflictos de intereses que potencialmente se pueden plantear en este tipo de acuerdos. La principal preocupación sobre el establecimiento de este Código de conducta es que la investigación patrocinada por el emisor pueda ser cuestionada a priori como no independiente y objetiva. Para evitar esto creemos que debería bastar con revelar cualquier acuerdo contractual de este tipo como un posible conflicto de intereses, declarando también que cualquier investigación producida por el respectivo proveedor de investigación cumple el Código y que cualquier investigación se produce bajo la orientación de las mismas normas.

No creemos que sea necesario dar al tema de la investigación patrocinada por el emisor una relevancia excesiva ni poner el foco sobre ella como si fuera algo susceptible de sospecha a priori. Los temas clave que la afectan son comunes a los del análisis independiente. Poner más obstáculos o requisitos excesivos para que una empresa esté cubierta por un analista podría poner en riesgo el desarrollo de esta iniciativa. Para ello, se debería intentar simplificar el Código y evitar establecer excesivas normas que reduzcan el patrocinio del análisis. Más aún en el contexto actual en el que las autoridades europeas reconocen que la regulación puede ser un obstáculo para la competitividad de nuestras empresas y están inmersas en un proceso de simplificación normativa.

Dado que la regulación es siempre compleja y que su concreción y modificación lleva mucho tiempo, somos partidarios de regular los mercados de capitales sólo cuando sea necesario, ya sea para proteger el funcionamiento del mercado, salvaguardar los intereses de los inversores o gestionar posibles conflictos de interés.

Por descontado que una supervisión efectiva de los informes de análisis financiero llevada a cabo por las autoridades competentes debería identificar y corregir actuaciones que se demostraran inapropiadas.

III.- Contestación al cuestionario de ESMA

A continuación, se contestan y comentan las cuestiones que se someten a consulta pública.

Pregunta 1: *¿Conoce o está adherido a otro código de conducta para la investigación patrocinada por emisores que ESMA podría tener en cuenta? En caso afirmativo, ¿cuál es el grado de respaldo y adhesión a dicho código de conducta y qué partes específicas del código de conducta sería conveniente tener en cuenta para el código de conducta de la UE? Razone su respuesta.*

No existe un código similar en nuestra jurisdicción.

Actualmente la investigación patrocinada por el emisor tiene las mismas directrices que la investigación no patrocinada o independiente, que se han señalado anteriormente. Cualquier contrato con una empresa emisora que recoja la investigación patrocinada indica que la cobertura se desarrolla de forma independiente y basada en las normas actuales anteriormente citadas. La principal diferencia ahora sería que se revela el hecho de que la cobertura está patrocinada en la sección sobre posibles conflictos de intereses.

Pero la norma actual ya especifica que no debe haber diferencias de medios y contenidos entre los informes patrocinados y los independientes (así lo señala también el artículo 2 apartado 3 a) del Código objeto de este informe). También con respecto a las referencias a operaciones personales, murallas chinas, separación de funciones, independencia. Ya están regulados con carácter general.

Pregunta 2: *¿Está de acuerdo con el enfoque propuesto? Razone su respuesta.*

ESMA ha optado por la opción 3, consistente en utilizar como punto de partida los compromisos incluidos en el código de conducta existente en Francia, adaptándolo a un contexto más amplio que incluye modificaciones concretas para la elaboración del código europeo. ESMA también propone no integrar una serie de obligaciones que figuraban en el código de conducta existente y que eran aplicables a los emisores, a fin de garantizar que éstos se enfrenten a los menores obstáculos posibles para que su empresa esté cubierta.

Apoyamos la opción 3 elegida por ESMA con la recomendación de que el Código de conducta de la UE se centre en los principios de independencia, objetividad e información sobre los posibles conflictos de intereses. Todo lo que sea adecuado para apoyar la integridad de dicha investigación merece una valoración positiva. Sin embargo, no estimamos necesario introducir ningún principio adicional sobre cómo elaborar el informe, puesto que en nuestra opinión esto ya está suficientemente cubierto por las normas vigentes. Creemos que se debería intentar simplificar el Código y limitar el número de nuevos requisitos aplicables a la elaboración y distribución del análisis

patrocinado que afectan a los proveedores de estos servicios, a las empresas de servicios de inversión y a los emisores. Un exceso de requisitos desincentivaría el desarrollo del análisis patrocinado por el emisor.

Pregunta 3: *¿Está de acuerdo en centrar los requisitos principalmente en los proveedores de investigación? ¿O cree que son necesarios requisitos adicionales para los emisores? Razone su respuesta.*

Creemos que no hay necesidad de requisitos adicionales para los emisores precisamente para impulsar la realización de este tipo de informes y hacer esta práctica sencilla para ellos. De hecho, el principal requisito establecido a los emisores en el código de conducta existente en Francia es la realización de un comunicado de prensa obligatorio cuando se inicia la cobertura de la investigación patrocinada. De todos modos, el Código de conducta de la UE debe ofrecer orientaciones sobre cómo divulgar los acuerdos contractuales con los emisores relativos a este tipo de investigación patrocinada. En nuestra opinión, el punto crucial es hacer hincapié en la independencia y objetividad de los proveedores de investigación y para ello, el Código de conducta debería aumentar la confianza en este tipo de informes.

Pregunta 4: *¿Está de acuerdo con una duración mínima inicial del contrato de dos años? ¿O el plazo inicial debería ser mayor, o menor? ¿O debería el código de conducta permitir informes puntuales, en el caso de las ofertas públicas iniciales? Razone su respuesta.*

Reconocemos la lógica de tener un periodo de tiempo mínimo en tales contratos en aras a mantener la continuidad y coherencia del servicio de análisis e incentivar su uso por parte de los inversores. La experiencia demuestra que los emisores deben tener la posibilidad de conocer la calidad de la investigación, sin interferir en la independencia de esta, y deben tener la opción de cancelar el contrato antes en caso de que tengan dudas sobre la calidad de los informes.

La práctica habitual que se sigue en el mercado en estos casos es contemplar duraciones del contrato que van de uno a tres años. No obstante, con carácter general, creemos que las condiciones contractuales como la duración, precio y momento del pago deben quedar al margen de la regulación y fijarse libremente entre las partes. Además, si lo que se persigue es fomentar la contratación de este servicio por parte de las pequeñas y medianas compañías, a este segmento le facilitaría su contratación que la duración se fijara en un plazo menor, por ejemplo, un año.

Con respecto a la posibilidad de patrocinar por parte del emisor la elaboración de informes puntuales, coincidiendo con ofertas públicas iniciales o con

ampliaciones de capital, puede tener sentido económico y de mercado que se contemple esta posibilidad, pero siempre que existiera un compromiso de continuidad del servicio de, al menos, un año para dar una mayor información del seguimiento de la operación a los inversores.

Pregunta 5: *¿Está de acuerdo con un pago inicial mínimo del 50% de la remuneración anual? ¿O ese porcentaje debería ser mayor, o menor? Razone su respuesta.*

La práctica habitual del mercado para la investigación patrocinada por un emisor es la de exigir contractualmente el pago por adelantado de todo el importe del servicio, o de una parte muy relevante del mismo, en el momento de la firma del contrato. Esto es así principalmente para garantizar que el emisor no tenga influencia para interferir en el informe mediante la retención o el atraso de pagos.

No obstante, también creemos que es una cuestión que debe quedar al margen de la regulación y ser objeto de negociación directa entre las partes. Para facilitar la contratación de este servicio por parte de pequeñas y medianas compañías también se podría contemplar la posibilidad de efectuar pagos periódicos trimestrales. Pero insistimos en que lo ideal sería pagar la mayor cantidad por adelantado, e incluir cláusulas de reembolso en caso de rescisión anticipada del contrato sin predeterminedar en el Código porcentajes mínimos. Creemos que esta cuestión contractual debe quedar al arbitrio de las partes.

Pregunta 6: *¿Está de acuerdo con la información enumerada en la cláusula 7 del código de conducta que los proveedores de servicios de análisis deben poner a disposición de las empresas de inversión? ¿Falta algo? Razone su respuesta.*

Cualquier investigación patrocinada por el emisor, al igual que la patrocinada por terceros, está claramente identificada en la revelación de posibles conflictos de intereses. Estaríamos de acuerdo en hacer más prominente tal divulgación en general en la cabecera de los informes, pero no consideramos apropiado incluir la investigación patrocinada como fuente particular de riesgo, más allá de todos los demás conflictos potenciales de intereses que se dan con carácter general.

Creemos que la investigación patrocinada puede incluso ser una menor fuente de riesgo que otro tipo de relaciones entre los emisores y la banca de inversión, puesto que en cualquier acuerdo contractual se declara explícitamente la independencia del informe de análisis y su objetividad y sería exactamente contrario al interés del emisor suscitar cualquier duda al respecto.

Las exigencias que se establecen en el artículo 7 y el considerando (12) nos parecen excesivas en cuanto a que el proveedor de investigación patrocinada tenga que poner a disposición de las empresas de inversión toda la información necesaria para poder realizar esa evaluación de correspondencia con el Código de conducta. En concreto, creemos que no debe desvelarse el contrato entre el emisor y el proveedor del servicio de análisis, incluido su precio. Entendemos que se trata de cuestiones de estrategia empresarial y de mercado. Bastaría con indicar que se trata de una investigación patrocinada por el emisor y que se garantiza que los acuerdos de remuneración no impiden su objetividad e independencia sin necesidad de hacerlos explícitos.

También nos parece excesiva la mención que se hace en el considerando (12) a la remisión de dictámenes de terceros independientes, como un auditor externo, para comprobar que la investigación se realiza de conformidad con el Código de conducta de la UE. Esta exigencia podría limitar innecesariamente la distribución de investigaciones patrocinadas por parte de las empresas de servicios de inversión, reduciendo su difusión en el mercado.

Pregunta 7: *¿Está de acuerdo en que sólo cuando el emisor haya pagado íntegramente la investigación, ésta debe hacerse accesible al público inmediatamente? ¿O la investigación pagada parcialmente por el emisor también debe hacerse accesible al público inmediatamente? Razone su respuesta.*

El objetivo principal que persiguen los emisores para contratar estos acuerdos de investigación es que se hagan públicos y que de esa forma se contribuya a mejorar el conocimiento de la compañía por parte del mercado. Por ello, entendemos que en el caso de que el emisor los hubiera pagado en su totalidad, estos deberían ponerse a disposición del público inmediatamente, siempre que sea del interés del emisor el hacerlo público. Obviamente, en el supuesto de que no fuera de su interés, no podría definirse como informe patrocinado.

Si se pagaran parcialmente, significaría que la investigación estaría siendo financiada por otras fuentes además de por el propio emisor, por ejemplo, inversores y se deberían tener en cuenta sus intereses con respecto a la publicación del informe. Estos casos no suelen ser muy habituales, pero se debería admitir que los informes se hicieran públicos transcurridos un periodo de tiempo razonable (1 o 2 meses). Aunque insistimos en que la finalidad última de estos informes es que se pongan a disposición del público.

Pregunta 8: *¿Cree que deberían introducirse más requisitos en el código de conducta? Razone su respuesta.*

No.

A nuestro entender, la principal preocupación respecto a este Código de conducta de la UE es que la investigación patrocinada por el emisor pueda ser cuestionada como no independiente y objetiva. Creemos que debería bastar con revelar cualquier acuerdo contractual de este tipo como un posible conflicto de intereses, declarando también que cualquier investigación producida por el respectivo proveedor de investigación cumple el Código de conducta y que la investigación se produce bajo la orientación de las mismas normas.

Si queremos que se desarrolle efectivamente la producción de análisis financiero, no daríamos al tema de la investigación patrocinada por el emisor una relevancia especial respecto al del análisis independiente.