



## Intervención en la jornada “Los retos del análisis financiero” del Instituto Español de Analistas

RODRIGO BUENAVENTURA, PRESIDENTE DE LA CNMV

23 de noviembre de 2023

Buenos días a todos a todos los asistentes y gracias al Instituto Español de Analistas por la invitación y organización. También gracias a Renta4 por su acogida en este auditorio.

El contenido de la jornada de hoy sobre “*los retos del análisis financiero*” aborda dos aspectos que, desde la CNMV, consideramos muy relevantes para el correcto funcionamiento de los mercados financieros: por un lado el análisis financiero y con ello la formulación de recomendaciones de inversión. Y por otro, la claridad y comprensibilidad de la información en relación a la utilización de las medidas alternativas de rendimiento (las llamadas “APM”, por sus siglas en inglés).

Ambos asuntos se refieren a información que se pone a disposición del público sobre compañías admitidas a negociación en mercados y por lo tanto inciden sobre la correcta formación de precios. En la CNMV dedicamos importantes recursos a la supervisión de las obligaciones regulatorias tendentes a una información de calidad que fomente la confianza de los inversores y por lo tanto atraiga inversión.

También la CNMV está participando activamente en su papel de asesoramiento a Tesoro respecto a futuras reformas legislativas que afectarán al análisis financiero, y que quedan enmarcadas en la estrategia de la *Capital Market Union* y en concreto, en la llamada “*Listing Act*”.

Pero antes de compartir un par de reflexiones sobre los temas de la jornada, permítanme que alabe la actividad del IEA. Los esfuerzos que se han realizado desde este instituto desde hace muchos años no han pasado desapercibidos para la CNMV. La promoción de un marco de integridad profesional, de cumplimiento normativo, de buenas prácticas o de apoyo a los analistas han sido esenciales para la consolidación y mejora del análisis financiero en España. Digo esto para señalar que la CNMV aprecia especialmente la actividad del Instituto. Y muestra de ello es que hemos venido tres ponentes de la CNMV a un mismo acto, algo que les aseguro que es muy poco habitual.

## **Recomendaciones de inversión**

La primera parte de esta jornada versará sobre la función del análisis financiero, que es claramente valiosa para el funcionamiento eficiente del sistema financiero. Aporta visibilidad y conocimiento sobre las sociedades y los instrumentos financieros que se negocian en los mercados. En el 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 la cobertura de los analistas.

Pero la CNMV debe prestar atención también a los posibles riesgos que implique esta actividad. Me refiero por ejemplo a los conflictos de interés que surgen cuando, quienes elaboran ese análisis financiero ofrecen también servicios de ejecución y asesoramiento. O, por ejemplo, cuando las sociedades emisoras contribuyen a financiar la producción de análisis financiero sobre ellas mismas, el llamando “análisis patrocinado” (*issuer sponsored research*).

## **Medidas alternativas de rendimiento**

La segunda parte del evento se refiere a aquellas informaciones sobre rendimiento financiero que los emisores incluyen habitualmente en varios tipos de publicaciones reguladas. Las medidas alternativas de rendimiento (APM o *alternative performance measures*) son indicadores financieros que no se encuentran regulados por la normativa contable aplicable u otra regulación. Las APM pueden ser identificadas en diversas comunicaciones de un emisor en el mercado, por ejemplo, en un folleto de emisión, en un informe de gestión como parte de su información financiera periódica o en una comunicación de información privilegiada o de otra información relevante. La CNMV espera que los emisores sigan y apliquen las directrices de ESMA sobre APM con independencia del tipo de publicación en el que se incluyan.

## **Actuación supervisora de la CNMV**

Durante la jornada, los representantes de la CNMV abordarán el resultado de las actividades de supervisión que estamos realizando, pero sí me gustaría destacar que se han realizado actuaciones en varios aspectos como, por ejemplo, sobre las notas tradicionales de análisis publicadas por las entidades financieras bajo supervisión de la CNMV. Una actuación específica y puntual sobre la emisión de recomendaciones de inversión en redes sociales por los llamados *influencers* y una actuación de análisis transversal sobre las cuentas del año 2020 para revisar el grado de seguimiento de las directrices de ESMA sobre el uso de APM por parte de los emisores de valores.

## **Actuación regulatoria de la CNMV**

Sin embargo, como anticipaba al inicio, el trabajo que viene realizando la CNMV no se limita solo a la supervisión del cumplimiento de normas o de directrices; actualmente

se está trabajando respecto a posibles modificaciones normativas que afectan al análisis financiero, tanto en el ámbito nacional a través del asesoramiento técnico que la CNMV presta habitualmente a la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera como internacional, mediante la actividad que tiene lugar en el seno de ESMA.

En 2018, como saben, se introdujo con MIFID II una restricción a la percepción de incentivos (los llamados *inducements*) en relación a la provisión de análisis financiero.

Si bien es cierto que, al menos en España, la evidencia no es clara respecto a un impacto negativo sobre el número y calidad del análisis, sí es cierto que la cobertura de emisores considerados de tamaño mediano y pequeño (SME, por sus siglas en inglés) sigue siendo muy baja. Además, las PYMES tienen una mayor probabilidad de perder completamente la cobertura por analistas. Esta situación incide negativamente sobre la liquidez, que ya de por sí es normalmente menor para emisores pequeños. Estas y otras conclusiones fueron alcanzadas por ESMA en el análisis citado del 2021 y que está a disposición pública en su web.

Bajo la propuesta normativa de la *Listing Act* y también bajo la iniciativa para la revisión de estrategia de inversión minorista, se aborda la cuestión de la flexibilización del actual régimen de desglose de costes (*unbundling*). En ella, se baraja elevar el umbral de los emisores sobre los que se realiza el análisis hasta 10.000 millones de euros de capitalización, un nivel que permita a los intermediarios la reagrupación (*bundling*) de los costes de ejecución y análisis. Con base en los datos utilizados por ESMA en su informe, tenemos dudas de que se pudiesen materializar los posibles beneficios de dicha flexibilización en el caso español. No obstante, estamos abiertos a escuchar los argumentos de los diferentes sectores implicados y este foro, sin duda, será muy útil para conocer la opinión de gestores de fondos, emisores y los propios analistas.

También dentro de la iniciativa *Listing Act* se contempla un régimen específico de análisis financiero patrocinado por los emisores de valores, donde entre otras cuestiones, se trata de la mitigación de conflictos a través de la revelación de los conflictos, se introduce un código de conducta sobre esta práctica y la posibilidad de remitir las notas de análisis al punto único de acceso a información europeo ESAP. Pensamos que las medidas proyectadas pueden ser útiles para aportar mayor confianza sobre el *sponsored research*, que, si se desarrolla, puede contribuir positivamente a la liquidez de las PYMES cotizadas.

En este ámbito, creo que iniciativas como el proyecto Lighthouse de sponsorización de análisis para mejorar la cobertura de sociedades, son un ejemplo a seguir. Y la principal fortaleza a mi juicio de ese proyecto es que mutualiza la sponsorización entre una pluralidad de emisores, una pluralidad de analistas y el propio mercado.

Sinceramente creo que es el modelo correcto para avanzar en materia de *sponsored research*. Con este sistema, se evita una sponsorización directa, de un solo emisor a

un solo analista, lo cual incrementaría los posibles conflictos de interés. Espero (y eso es algo que confío que los responsables del Instituto hayan hecho) que la nueva regulación que está en ciernes no trate igual al *research* patrocinado tradicional que a este modelo, que tiene muchos menores riesgos y conflictos que aquel.

### **Recomendaciones de inversión en redes sociales**

Para terminar mi intervención, me gustaría mencionar también el fenómeno de la proliferación de recomendaciones de inversión en redes sociales por parte de *finfluencers*. El caso GameStop en los EE.UU. de hace meses supuso un máximo exponente en este sentido y de cómo la pasión de muchos pequeños inversores conectados puede alterar la formación de precios.

El desarrollo y uso las redes sociales y la viralidad que genera su funcionamiento genera nuevos riesgos que exigen que los supervisores estemos alerta para prevenir posibles abusos de mercado, que es uno de nuestros principales mandatos. Pero no es solo una cuestión de estar en permanente “estado de alerta” sino que, además, los supervisores, debemos hacer el esfuerzo para llegar a partes de la población que no están necesariamente al tanto de las normas del mercado, con el fin de aumentar la concienciación.

Hay algo que muchos *influencers* no han comprendido aun: cualquier persona (aunque no sea profesional) que emita una recomendación de inversión debe cumplir con unas obligaciones mínimas: identificar quién formula la recomendación, presentar la información de manera objetiva y revelar el posible interés o conflicto de interés de manera clara y prominente. Esto incluye desvelar si le pagan por decir lo que dice, por ejemplo.

Los analistas profesionales y los llamados “expertos” (aquellos que emiten recomendaciones frecuentemente y se presentan —o se perciben— como personas con conocimiento y experiencia) están sujetos a un régimen más oneroso que el anterior y que aplica independientemente del medio por el cual se hagan públicas recomendaciones.

El objetivo de la CNMV y con esto concluyo, es reducir la distancia regulatoria entre los analistas profesionales y los llamados ‘expertos’, de manera que los inversores estén igualmente protegidos con independencia del canal a través del cual reciben las recomendaciones.

Espero y deseo que estas jornadas puedan ser del agrado de todos ustedes y sean un éxito para todos. Muchas gracias