

Meigas, información privilegiada y cartas circulares

Bien pensado, la información privilegiada se parece bastante a las meigas de mi Galicia natal. Será difícil aprehenderlas, pero ni un solo gallego duda de su existencia. También es difícil que los supervisores atrapen a inversores que abusan de información privilegiada – pero todo el mercado sabe que haber, haylos.

En una cosa, sin embargo, divergen los dos fenómenos: en el de su prueba empírica. No hay forma de demostrar científicamente que las meigas existen. Creemos en ellas porque somos gallegos. La existencia de información privilegiada en cambio sí se puede probar, con solo analizar los charts de precios y volúmenes de las acciones cotizadas. Si volúmenes y precios se incrementan inexplicablemente justo antes del anuncio de buenas noticias, la explicación es evidente: existen inversores iniciados que se han beneficiado. En el gráfico que se acompaña, la sociedad anunció una noticia importante en los primeros días de septiembre. Pero la noticia se le filtró (o la filtró a propósito) en los últimos días de agosto. Y lo que ocurrió fue que en los días previos al anuncio los volúmenes se triplicaron y el precio se disparó (y después del anuncio volvieron a caer, haciendo buena la vieja máxima bursátil de comprar el rumor y vender la noticia).

Los inversores institucionales serios, que siguen la evolución de los valores, son plenamente conscientes de si hay o no información privilegiada y si la práctica está generalizada en una determinada bolsa. Si advierten que las conductas corruptas son comunes, pierden la confianza en el mercado, retiran sus inversiones y con ello se incrementa el coste de financiación de las empresas. Bhattacharya, un profesor de la Universidad de Indiana, ha hecho un estudio exhaustivo de 103 países, y ha llegado a una conclusión: en cuanto un Estado sanciona la utilización abusiva de información privilegiada (y no basta con promulgar leyes, tiene que haber “enforcement”), el coste de obtener recursos propios se reduce en nada menos que un 5% anual.

España tiene desde hace años una normativa que sanciona el uso de información privilegiada. ¿Ha funcionado bien el “enforcement”? Dos cosas llaman la atención: primero que el número de sancionados es muy bajo. En España se han impuesto únicamente 35 multas en 14 años. La escasez es común a todos los ordenamientos; incluso en los EEUU el número de expedientes no llega a 100 por año. Y en todos los países los pocos sancionados pertenecen invariablemente a la categoría de lo que yo llamo “novio de la secretaria”: personas físicas relacionadas con la alta dirección de la compañía, que recibieron un chivatazo y compraron un puñado de acciones a “pecho descubierto” (sin ocultarse mediante sociedades en paraísos regulatorios, fiducias u otros instrumentos sofisticados).

¿Son las pequeñas compras o ventas de los “novios de las secretarías” las que mueven los mercados? ¿Las que hacen que las cotizaciones se disparen y los volúmenes se multipliquen? Es evidente que no. El uso realmente nocivo de la información privilegiada lo tienen que realizar inversores institucionales o financieros, que operan a gran escala y que son capaces de mover cotizaciones. ¿Cómo disponen de información privilegiada? Por haberla recibido directamente de las compañías cotizadas, a las que asesoran o en las que son accionistas de referencia. Una sociedad emisora puede caer en la tentación de privilegiar a ciertos accionistas importantes, de comunicarles sus planes y sus expectativas, para animarles a que incrementen su inversión o para premiar

su fidelidad. Y una gran institución financiera puede utilizar información obtenida en su labor de asesoramiento para mejorar los resultados de su “proprietary trading” (es decir, de sus operaciones por cuenta propia, una de las fuentes de beneficios más pingües para las grandes casas de bolsa).

Si estos son los supuestos más nocivos, ¿cómo es que los supervisores no logran sancionarlos? La razón estriba en que es prácticamente imposible detectar las operaciones infractoras. Los inversores se escudan tras múltiples caretas— fondos, trusts, derivados, swaps, paraísos regulatorios. Y cuando se logran detectar, el supervisor aun tiene que probar que la información encaja dentro del concepto legal de “información privilegiada” y que el inversor efectivamente disponía de ella.

Un nuevo enfoque

Ante una situación tan insatisfactoria, la normativa actual, reformada en profundidad en base a una Directiva europea de 2003, pone especial énfasis en prevenir la diseminación de información privilegiada, en evitar que las sociedades cotizadas distribuyan “dividendos de información” entre sus accionistas o que los intermediarios financieros agujereen las “murallas chinas” que deberían separar sus diferentes departamentos. Para el supervisor es mucho más efectivo vigilar que sociedades cotizadas e instituciones financieras cumplan con las buenas prácticas, y no dedicarse a buscar, entre los millones de operaciones bursátiles, alguna que pudiera haber sido realizada por un inversor contaminado.

La nueva LMV y el Reglamento que la desarrolla obligan a los emisores a salvaguardar la información privilegiada que generen (p.e. los planes de lanzar una OPA). La ley es muy minuciosa: la sociedad debe limitar el conocimiento a las personas imprescindibles, proteger sus archivos, crear un registro con todos los iniciados y advertirles de que no pueden comprar ni vender. Y una vez adoptada la decisión o firmado el contrato con terceros, la compañía debe difundir la noticia inmediatamente y precisamente a través de un hecho relevante enviado a la CNMV.

La Carta Circular

El 22 de diciembre la CNMV ha publicado una carta circular, dirigida a los Presidentes de las sociedades cotizadas, que ofrece unas recomendaciones complementarias. En su versión inicial, sometida a consulta pública, las recomendaciones abarcaban también a las reuniones con periodistas. Levantaron una polvareda de reacciones bastante desmesuradas (“¡Con la Iglesia hemos topado, Sancho!”) y en la versión final se han omitido. No por ello la Carta es menos interesante.

Es interesante en primer lugar porque con ella la CNMV retorna a una práctica frecuente en los mercados de nuestro entorno: la de facilitar recomendaciones a las empresas, para que puedan aplicar correctamente, en el día a día, una normativa cada vez más amplia y compleja. Los supervisores anglosajones han acuñado un concepto para este tipo de recomendaciones (“guidance”) y lo han convertido en un instrumento flexible y meditado, publicado tras amplias consultas, y que cuenta con el beneplácito de los propios supervisados. En España, las recomendaciones siguen siendo vistas con desconfianza, quizá como consecuencia de que en el pasado la CNMV protagonizó algún espectacular cambio de rumbo. En realidad son un instrumento muy útil, que

genera seguridad jurídica, pues el supervisor queda vinculado por su propia interpretación de la norma. Para el ciudadano solo hay ventajas: no da palos de ciego, tiene información de cómo piensa el regulador y evita transgredir la norma de forma inconsciente; pero al mismo tiempo puede discrepar abiertamente del criterio de la Carta Circular, que carece de carácter vinculante, e invocar el texto de la Ley.

La Carta Circular de 22 de diciembre cierra el círculo de medidas preventivas que las sociedades cotizadas deben adoptar para evitar que la información privilegiada se les escape en reuniones con inversores y analistas. Estas reuniones pueden ser bilaterales (“one-on-one”) o generales. Para las bilaterales, la recomendación es contundente: el emisor no puede facilitar al inversor ningún tipo de información privilegiada, de la que no disponga el mercado. Y si la facilita, el inversor se convierte en iniciado, y no puede ni comprar ni vender acciones hasta que la noticia no se haya divulgado a todo el mercado (lo que al inversor no le hará ninguna gracia). Las recomendaciones para las reuniones generales son más prolijas: se deben transmitir a través de internet, de forma que no estén reservadas a unos pocos privilegiados, la documentación y el “power point” deben difundirse en la web de la sociedad y las contestaciones de los directivos a las preguntas de los periodistas deben planificarse, evitando responder de forma improvisada a preguntas inesperadas.

De todas las recomendaciones, esta última parece ser la que ha levantado más contestación. No comprendo la razón. Los periodistas son incisivos y sus preguntas incómodas. Aun me acuerdo de mi primera conferencia de prensa. Fue bastante desastre. Aprendí la lección de que media un abismo entre lo que uno quiere decir, lo que uno dice y lo que la prensa oye. Planificación y cautela son buenos compañeros en toda reunión con los medios. Y no sobra que la Carta Circular lo recuerde.

Juan Fernández-Armesto

