

La experiencia de los Departamentos de Relaciones con el inversor

POR FELIPE GÓMEZ TPULGAR

El artículo realiza una crítica sobre el reparto de poder en las sociedades cotizadas, excesivamente concentrado, y sobre la postergación que sufre el accionista minoritario, desde una perspectiva de la ética corporativa y de los nuevos instrumentos de comunicación con el accionariado o relaciones con inversores.

Los Departamentos de comunicación o de relación con el inversor incardinados en las grandes sociedades de capital tradicionalmente habían orientado su labor en un doble sentido: según si el inversor tenía un carácter institucional o, por el contrario, si se trataba de un pequeño inversor o accionista no profesional.

En el primero de los casos se trataba de inversores con medios de análisis propios, y, congruentemente, la comunicación corporativa a ellos dirigida revestía un carácter eminentemente técnico-financiero. Es decir, los destinatarios de la profesión financiera requerían una información sobre la estrategia empresarial compleja, completa, de orden técnico, y adecuada a sus necesidades y exigencias operativas. En la mayoría de los casos, su interlocutor corporativo, hasta la aparición de los modernos Departamentos de Relaciones con Inversores, era el Director Financiero, quien, por las propias características de su puesto, servía una gama de informaciones contables, administrativas y operativas que, en esencia, venían a suministrar datos o estadísticas de naturaleza puramente presupuestaria (control presupuestario) o analítico patrimonial y financiera en sentido estricto.

La aparición de los precitados Departamentos de Relaciones con Inversores en Estados Unidos, y su expansión en las sociedades multinacionales a partir de los años 70, supuso un cambio tanto cualitativo como cuantitativo en el modo de entender la gerencia corporativa y, a

partir de los años 80, el sistema de comunicación de la sociedad con sus inversores. El profesional de relaciones con inversores no sólo debe dominar los aspectos financieros cruciales de la sociedad, sino todos aquellos otros que influyen en la configuración de la voluntad de los inversores a la hora de adoptar una decisión de inversión o una política de gestión de carteras. De otra parte, se comienza a entender, sobre todo a partir de los años 90, época de difusión de los primeros informes europeos de buen gobierno (Cadbury, Viennot), que la finalidad principal de toda la gestión corporativa, incluyendo la delegada en tales Departamentos de relación con los accionistas, se sustancia en generar ?valor?. Y comienza a extenderse la idea de que, a lo largo del proceso de creación de valor, intervienen decisivamente no sólo los aspectos financieros, sino también y de manera cada vez más destacada otros relativos a la planificación de recursos humanos, la prevención del impacto negativo de la actividad industrial sobre el medio ambiente o la política de prevención de riesgos de mercado.

Ese nuevo paradigma corporativo, cimentado en la idea de expansión de valor para el accionista con respeto al entorno social, bien instalado en las empresas europeas de mayor tamaño desde finales de los años 90 y auspiciada por Naciones Unidas y los expertos internacionales, ha trascendido los mercados financieros. Por eso, esta nueva clase de información es la que hoy demandan los inversores, y que las legislaciones societarias y de los mercados de capitales comparadas comienzan a exigir, todavía con relativa timidez.

Inicialmente, la comunicación hacia el pequeño inversor dirigida desde los departamentos financieros se concretaba, en la mayoría de los casos, en la información puntual y periódica sobre los pagos a realizar al accionista u obligacionista y, en el mejor de los casos, en la remisión periódica de una información acerca de la marcha de la sociedad, casi siempre limitada a la cuenta de resultados, puesto que este inversor no requería información adicional, ni la legislación vigente (por ejemplo, LSA de 17 de julio de 1951) demandaba mucho más que las obligaciones clásicas de depósito y presentación de cuentas anuales.

La aparición y, sobre todo, el conocimiento público de algunos escándalos financieros, fundamentalmente en Estados Unidos, propiciaron, de una parte, la intervención de las autoridades encargadas de la regulación del Mercado de Valores, mediante la promulgación de disposiciones que obligaban a las sociedades cotizadas a ser transparentes (*fully disclosed*); es decir, a suministrar una información susceptible de ser analizada con mayor rigor y profundidad. Por otro lado, el fenómeno del ?gobierno corporativo óptimo? (*best governance practices*), aparecido también en EEUU desde la Gran Depresión y adoptado muy posterior y paulatinamente por el resto de los mercados financieros consolidados, impuso una mayor ?aunque limitada? implicación de los accionistas en el control de los órganos de gobierno de las sociedades. En el bien entendido de que este control se realiza a posteriori, una vez que las decisiones han sido adoptadas por los consejos o, en general, por el órgano de administración, con el auxilio de equipos directivos técnicos.

Internet y la transparencia empresarial

Incuestionablemente, la irrupción de Internet en el mundo de la comunicación financiera ha

propiciado que los conceptos de ¿transparencia? y ¿gobierno corporativo? hayan adquirido una nueva dimensión. Puede afirmarse sin titubeos que la ¿transparencia? entraña una dimensión universal, aproximándose a la idea de comunicación y de conocimiento multilateral y global. Esta universalización queda puesta de relieve mediante la simple observación de la mayoría de las legislaciones: especialmente la americana y las principales de la Unión Europea obligan ya a la difusión, a través de la Red, de aquella información susceptible de influir en la formación del precio de una sociedad.

En esta dirección, en España hemos asistido a lo largo de los últimos años a una auténtica evolución, casi revolución, en el plano legislativo, auspiciada firmemente desde los poderes públicos, que se ha plasmado de diversas formas, como es bien sabido. Así mediante la promulgación de los denominados, con acierto dudoso, ¿códigos éticos? (como el Código Olivencia), como, sobre todo, vía instauración en el Ordenamiento de sucesivas leyes de carácter imperativo y paulatinamente constructivas de la sociedad cotizada como tipo societario autónomo (o cuando menos, como prototipo o tipo de ensayo). Así han sido promulgadas, primero, la Ley 44/2002 de 22 de noviembre de Reforma del Sistema Financiero, y luego, la Ley 26/2003 de 17 de julio de modificación de la Ley del Mercado de Valores, con auxilio de un aparato reglamentario de calibre nada despreciable, sustentado actualmente sobre una pieza clave que es la Orden ECO/3722/2003 de 26 de diciembre, reguladora del Informe anual de Gobierno Corporativo, y sobre otras pilastras menores que apoyan este edificio y, por el momento, finalizan con un reglamento de detalle como es la Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores 1/2004, consagrada, desde la óptica de la cuestión que ahora tratamos, a desarrollar en detalle todo lo relativo a la información que deben contener las páginas de Internet cuyo dominio pertenece a las sociedades cotizadas. Entre esos aspectos de detalle se incluyen las disposiciones ordenadoras del modelo de Informe anual de Gobierno Corporativo, al que la Circular dota de cuerpo y sustancia, normalizándolo para mejor confrontación intercorporativa y análisis público de expertos e inversores.

Relaciones con inversores e Internet

Una vez realizada esta labor introductoria, necesaria para entender todo el acelerado proceso experimentado en el mundo de la comunicación con el inversor, nos centraremos en la experiencia vivida en el seno de los Departamentos de comunicación con el inversor, entendidos como aquella parte de la organización encargada de poner en práctica la señalada ¿transparencia?, o al menos una parte substancial de la misma. Ya se ha indicado aquí que los Departamentos de relaciones o de comunicación con los accionistas o inversores nacen como consecuencia de la cada vez mayor exigencia de contenido en las informaciones demandadas por los accionistas. Circunstancia indisolublemente unida a la necesidad de la empresa, siempre creciente cuando las expectativas son favorables (e incluso cuando no lo son, pero hay operaciones corporativas especiales a la vista), de captar fondos con los que acometer las cuantiosas inversiones necesarias para introducirse o competir en un mercado cada vez más tecnificado, restrictivo y global.

La práctica totalidad de los Departamentos españoles de comunicación con el inversor ha realizado durante el último decenio un esfuerzo importantísimo de evolución, desde las viejas



?oficinas del accionista? hasta la realidad imperante hoy. Ese esfuerzo se ha encaminado a sintetizar soluciones con las cuales dar respuesta a problemas recurrentes que convergen de ordinario en el quehacer departamental:

- a) La creciente solicitud de información de los inversores.
- b) La innovadora realidad legislativa desarrollada.
- c) La presión constante y ?uniformemente acelerada? en los últimos años de los medios de difusión.
- d) El desarrollo y generalización del uso de herramientas telemáticas de transmisión de datos en forma masiva, especialmente Internet, que hoy tienen a su disposición, sin excepciones, todos los Departamentos de relaciones.

Cabe evaluar de forma positiva la circunstancia de que la solicitud de información corporativa por parte de los inversores se ha vuelto en los últimos años sensiblemente más exigente. Siempre, claro, que sea entendida tal exigencia como ampliación del perímetro de la información demandada en interés del proceso creativo de valor. En efecto, en los últimos años se viene debatiendo la necesidad de suministrar una clase de información novedosa, que supone la presentación periódica al público, o la disposición a solicitud de parte interesada, de datos y documentos (incluyendo las estadísticas oportunas) relativos a apartados o segmentos de información que, hasta hace apenas ocho o diez años, sería impensable que accionista alguno solicitara. Y es que, en particular, la aparición en el ruedo mediático y en los foros corporativos, con fuerza inusitada (y, al parecer, de manera irreversible), de la problemática referente a la ?responsabilidad social corporativa? hace que en la adopción de cada grupo de decisiones de inversión se valoren muchos más aspectos que los meramente financieros, aunque al final se converja siempre en ellos por la naturaleza financiera de las operaciones bursátiles. El precio del valor, incluso no cotizado, está cada vez más influido por aspectos gerenciales y políticas de decisión estratégica relativas a aspectos antes escasamente relevantes para el inversor, como son las políticas de prevención laboral, las medioambientales, las de estructuración de consejo y consejeros, las decisiones sobre nombramiento de independientes o las de comunicación de pactos ?parasociales? sobre ejercicio del derecho de voto entre accionistas de referencia, por citar varios ejemplos próximos. Por otra parte, la amplísima labor legislativa desarrollada en el campo de la transparencia ha obligado a desarrollar mecanismos necesarios para dar cumplimiento a esos requisitos de información, en muchos casos con contenidos reglados.

Es relevante afirmar que la irrupción firme y generalizada de Internet como fenómeno social, sin el cual difícilmente sería entendible la vida actual, se conecta nítidamente con el proceso de globalización financiera. La práctica totalidad de los fenómenos anteriormente señalados referentes al incremento de la transparencia está adquiriendo dimensión universal precisamente sobre la base de su difusión *on line*. Internet ha propiciado un nuevo fenómeno expansivo de interés por la vida de la sociedad (mercantil) en la sociedad (civil), antes limitado a unos pocos socios, normalmente los que residían cerca del domicilio social. Mientras que ahora no resulta extraño, sino frecuente, atender en los Departamentos de relaciones con

inversores cientos de peticiones de información provenientes de países tan distantes de nosotros como Indonesia, Australia y, aunque en menor medida, naciones de Sudamérica.

A nuestro entender, el verdadero fenómeno globalizador, que solamente ha empezado a echar a andar, es el del voto a distancia. Ya no resulta extraño ver que una junta general de accionistas sea seguida con interés por inversores situados en las antípodas, quienes, a través de esa misma red, pueden emitir su voto sobre los distintos aspectos del orden del día concebido inicialmente por las administraciones. La virtualización de las juntas es el acontecimiento corporativo nuclear de nuestro tiempo (además de un fenómeno mediático colosal) que obligará, sin duda alguna, a replantearse el órgano democrático asambleario de las sociedades de capital como nueva especie de *consilium* (consejo o concejo) entre socios, reunidos de modo nuevo por obra y don de la cibernética, y retornados en cierto modo a su misión originaria de mandantes de la gestión. Internet ayuda en ese proceso como elemento aglutinador y personalizador de la comunicación financiera, en tanto en cuanto el voto de los accionistas ya no se encontrará tan disperso, sino que, cuando menos virtualmente, se habrá producido una reunión o reconcentración.

Ahora bien: la labor de comunicación con el inversor, tal como ya hemos apuntado anteriormente, requiere una ardua planificación unitaria. Vale decir, los Departamentos de relaciones con inversores y las Oficinas de accionistas deben funcionar coordinadamente, puesto que el pequeño inversor, entendido como aquel que adopta la decisión de compra fundamentada en su propio análisis, o en el de asesores particulares, cada vez se encuentra mejor formado y demanda más y mejor información.

En cuanto a la ubicación en el organigrama societario del Departamento encargado de las relaciones con los accionistas minoritarios, no existe unanimidad de criterio. En algunos casos depende del Departamento de comunicación; en otros, de Comités de dirección; en otros, de un más amplio Departamento de relaciones con inversores o con analistas; y en otros, en fin, directamente del Consejo o de Comisiones de éste como la de Auditoría y Control. En este sentido cabe señalar que un estudio realizado por el IESE, el Grupo Inforpres y la Asociación de Periodistas de Información Económica sobre la comunicación con el pequeño accionista, reveló que España se «acercó rápidamente a los países más desarrollados en lo que a interés mostrado en la comunicación con el pequeño accionista se refiere».

Y a este fenómeno no es ajena la labor legislativa y de difusión realizada por los organismos reguladores del Mercado de Valores y de las autoridades económicas en general, apoyados por los medios de difusión. En este sentido señalar que, tras la publicación de la Circular 1/2004 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores se ha percibido, por un lado, un mayor incremento de las peticiones de información realizadas directamente y, por otro, un sustancial incremento de las visitas realizadas a las páginas web de las sociedades.

El medio de comunicación es otro de los puntos en los que existen diferencias; así mientras el 100 por cien de las sociedades utiliza las memorias financieras, otros un 75 por ciento aproximadamente conceden una importancia creciente a las páginas web y al correo electrónico. Pero el futuro está ya exigiendo la puesta en marcha de nuevos y más ágiles medios de comunicación con los pequeños accionistas, puesto que no olvidemos que éstos

son cada vez más y más importantes, aunque el gran reto es establecer cauces de comunicación bidireccionales; esto es, que junto a la obligada labor de información, nos permitan conocer con más precisión que es lo que demandan, para así poder atenderlos.

A pesar de toda esta labor de comunicación, el pequeño accionista se encuentra aún disperso y no participa activamente en la formación de la voluntad del accionariado, manifestada a través de su participación en la junta de accionistas. En este sentido se orientan los esfuerzos de las autoridades reguladoras y deberán orientarse los de las empresas, y en ello adquiere especial relevancia la introducción del voto electrónico o a distancia.

Conviene llamar la atención sobre que, si bien cuantitativamente el voto del accionista minoritario puede no parecer muy importante, debido a la reducida parte del capital que representan, sí adquiere una importancia cualitativa indudable, puesto que aunque las mayorías decidirán con su voto la aprobación de las propuestas realizadas por los órganos de dirección de la sociedad, no es menos cierto que un número significativo de votos contrario a la gestión no puede pasar desapercibido para esos gestores, ya que denotaría un distanciamiento evidente entre éstos y la masa accionarial. Y es aquí donde el voto a distancia adquiere especial relevancia, puesto que con él ningún accionista, por lejos que se encuentre, se ve privado de tal derecho.

Conclusión

En resumen: establecidos los cauces óptimos de comunicación, incluidos naturalmente los que utilizan el soporte de las nuevas tecnologías de la información, se ha de procurar que no permanezcan estáticos. Es preciso ir dotándolos de contenido y renovar éste permanentemente. No basta con difundir información financiera, sino que hay que dispensar atención al estado de las exigencias de otros grupos de interés corporativo ajenos a las Administraciones y a los accionistas, que, en último término, también varían sus exigencias según el entorno social. De ahí la necesidad de difundir otros contenidos que influyen igualmente ¿aunque haya discrepancias sobre su importancia? en la formación del precio de la acción, como, señaladamente hoy, la información acerca de las políticas retributivas y sistemas de complemento de compensaciones al personal de alta dirección, de la política corporativa de asunción y prevención de riesgos de mercado y legales, de la política de gestión en materia de Responsabilidad Social Corporativa... Y todo ello debe sustentarse sobre la base de un principio general de raíz ética que, si aún no tienen plenamente asumido administradores, directivos y gestores corporativos, deben hoy ya ir incorporando para su práctica urgente: todos ellos trabajan y, en su caso, gobiernan la empresa, por y para sus dueños, y no sólo (aunque también y subsidiariamente) para sí mismos. En definitiva, son los socios quienes, con sus aportaciones de capital, sostienen la estructura financiera y, en última instancia, la vida de la corporación en la que aquéllos desempeñan su actividad profesional.