



**Máster Universitario de Derecho Bancario e  
Instituciones y Mercados Financieros**

**Trabajo de Fin de Máster**

***La responsabilidad civil del analista financiero***

***Financial analyst's liability***

**Autores: D. Pablo Casas Cachón y D. Antonio Jordano Cabrera**

**Director: Prof.<sup>ª</sup> Dr.<sup>ª</sup> D.<sup>ª</sup> Sara Ugena Muñoz**

**Madrid, junio de 2020**

## **ÍNDICE**

<b>ABREVIATURAS</b>	<b>3</b>
<b>INTRODUCCIÓN</b>	<b>4</b>
<b>1. ANALISTA FINANCIERO</b>	<b>6</b>
1.1. Concepto	6
1.2. Funciones	9
1.3. Requisitos	12
<b>2. NORMATIVA APLICABLE</b>	<b>13</b>
2.1. Normativa europea	13
2.2. Normativa española	16
<b>3. RESPONSABILIDAD CIVIL DEL ANALISTA FINANCIERO</b>	<b>19</b>
3.1. Responsabilidad civil contractual	19
3.2. Responsabilidad civil extracontractual	23
<b>4. CONFLICTO DE INTERÉS</b>	<b>32</b>
<b>5. IMPORTANCIA DEL FOLLETO INFORMATIVO</b>	<b>34</b>
<b>6. PAPEL DE LAS AGENCIAS DE RATING</b>	<b>36</b>
<b>7. CONCLUSIONES</b>	<b>38</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	<b>42</b>

## **ABREVIATURAS**

**ACC:** Agencias de Calificación Crediticia

**CC:** Código Civil

**CFA:** Certificado de Analista Financiero

**CNMV:** Comisión Nacional del Mercado de Valores

**CP:** Código Penal

**GFAF:** Grupo del Foro sobre Analistas Financieros

**IEAF:** Instituto Español de Analistas Financieros

**MiFID I:** Directiva sobre Instrumentos y Mercados Financieros de 2004

**MiFID II:** Directiva sobre los Instrumentos y Mercados Financieros de 2017

**OICV:** Organización Internacional de Comisiones de Valores

**SEC:** Securities Exchange Commission

**TRLMV:** Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores

**UE:** Unión Europea

## **INTRODUCCIÓN**

Para empezar con este Trabajo de Fin de Máster se analizará la importancia del papel que tiene el analista financiero en la actualidad y para ello, destacar que el inversor medio en la mayoría de los casos no dispone de los conocimientos oportunos y necesarios de los que el analista financiero tiene sobre esta determinada materia. Por ello, el analista financiero obtiene la información suficiente a través de estudios y análisis concisos de las sociedades que permiten al inversor un posible beneficio al contratar los servicios del analista al llevar a cabo sus recomendaciones, donde las tareas principales van a ser obtener liquidez y solvencia, analizando siempre el riesgo de realizar una determinada actividad en el mercado, siendo por tanto el analista financiero considerado como un tercero de confianza al que acude el inversor y contrata sus servicios.

Si bien, el papel del analista puede estar puesto en duda en algunas ocasiones al preguntarse el inversor si siempre tiene que proporcionarle unos beneficios positivos. A lo largo del trabajo también se analizará dicha pregunta, puesto que hay que tener en cuenta que el mercado en muchas ocasiones puede ser impredecible y dichas recomendaciones no tienen que ofrecer unos ingresos esperados.

Por ello, se debe distinguir entre la buena fe del analista financiero cuando no se obtienen beneficios por parte del inversor a raíz de las recomendaciones que el mismo ha dado y la mala fe por parte del analista que intencionadamente recomienda una determinada inversión sabiendo que no supondrá beneficios y perjudicando al inversor de forma dolosa, ya sea por acción u omisión.

Aun así, se presupone que el analista financiero al ser experto en la inversión actúa de buena fe y siguiendo los criterios necesarios por los que se rigen los analistas financieros, si bien hay que destacar que se puede dar el caso opuesto definido previamente, por lo que es importante analizar la legislación que también será objeto de estudio en este trabajo tanto a nivel nacional como internacional en la Unión Europea.

Es importante resaltar que la legislación con respecto a la responsabilidad civil del analista financiero es escasa y no es muy precisa sobre el papel que tiene el mismo, tanto a nivel de España como de la UE. Con respecto a esta responsabilidad hay que destacar el artículo 1902 CC, que define que “el que por acción u omisión causa daño a otro, interviniendo culpa o negligencia, está obligado a reparar el daño causado”<sup>1</sup>, por lo que se presupone que esto ocurrirá cuando haya una relación contractual entre el analista financiero y el inversor, ya sea particular o privado.

Hay que diferenciar entre una relación contractual y extracontractual donde la contractual sí que estará recogida en la regulación mientras que la extracontractual, aunque se han tratado de dar algunas soluciones no son suficientes para salvaguardar los intereses de los inversores. A lo largo del trabajo se estudiará si existe negligencia por parte del analista ya sea a través de contrato o por seguir los juicios opiniones de un tercero, cuestión que no está realmente clara en la actualidad.

Dichas responsabilidades giraron en torno a la exactitud de la información precontractual y post contractual, desarrollando regímenes sancionadores cuyo elemento principal es el daño económico producido al inversor, sin embargo, en cuanto a la exactitud de sus predicciones, nada hay escrito. Esto es debido a, principalmente, la dificultad de actuar como “médium” del mercado.

Es posible que surja la duda con respecto al folleto informativo al tratarse de la información oportuna respecto al análisis llevado a cabo por el experto, por lo que se analizará a lo largo del trabajo teniendo en cuenta la importancia de la CNMV y comprender de la importancia de la información respectiva para la protección del inversor medio.

También, es necesario resaltar que tras la crisis inmobiliaria de 2008, que afectó a gran cantidad de países, se trató de regular la solvencia de las entidades y de esta forma

---

<sup>1</sup> CÓDIGO CIVIL (1889). *Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil*. BOE 25 julio 1889, (206)

proporcionar un mejor funcionamiento del mercado, mientras que los inversores ahorradores no quedaron protegidos por las nuevas reformas mientras que tanto en España como en Europa se daban grandes pérdidas económicas, por lo que la confianza del inversor era cada vez menor ya que muchos perdieron sus ahorros sin poder culpar al analista financiero cuando había actuado de acorde a su papel de experto en el mercado.

Es de gran interés apuntar la relación entre el analista financiero y las agencias de rating. Estas, en esencia, son utilizadas para poder guiar al analista financiero en su trabajo de investigación y estudio de mercado.

No olvidemos que, aunque su papel esté en entredicho, las agencias de calificación financiera son compañías que estudian los comportamientos de los estados, empresas y distintos organismos públicos en relación con el riesgo y a la solvencia que ostentan, tanto a presente como a futuro, es decir, efectúan una predicción sobre si dichos organismos serán capaces de pagar sus deudas mediante una estimación de los ingresos y beneficios que ostentarán a medio y largo plazo. De hecho, obtienen una calificación de acorde al nivel de riesgo y la publican en función de los resultados que tienen de una determinada empresa, administración o un producto financiero.

En relación con todo lo anteriormente expuesto, nuestra intención es elaborar un estudio de las funciones del analista financiero para con el mundo inversor, las responsabilidades que se desprenden de la regulación de sus funciones, y el papel de los elementos que están a su alrededor para poder tener una foto final de las cuestiones que, en nuestra opinión, están en entredicho.

## **1. ANALISTA FINANCIERO**

### **1.1. Concepto**

Antes de definir el papel que tiene el analista financiero se resumirá en que consiste el análisis financiero, que podría resumirse como “un proceso de recopilación, interpretación, comparación y estudio de los estados financieros y los datos

operacionales de un negocio. Esto implica el cálculo e interpretación de porcentajes, tasas, tendencias, indicadores y estados financieros y operacional de la firma, lo que ayuda de manera decisiva a los administradores, inversionistas y acreedores a tomar sus respectivas decisiones”<sup>2</sup>.

Es, por tanto, que el analista financiero no solo realiza sus funciones para los ahorradores e inversores, sino también para los administradores o acreedores de una determinada empresa para analizar la situación en la que se encuentra. También será de especial relevancia que el análisis se realice teniendo en cuenta tanto las actividades pasadas y las actuales, valorando también los hipotéticos resultados de las que se realicen en el futuro<sup>3</sup>.

Con respecto al papel del analista financiero se define como “sinónimo de analista de valores o analista de inversiones, alguien que analiza valores y hace recomendaciones con base en dicho análisis”<sup>4</sup>. Con todos los estudios oportunos citados previamente de una determinada empresa el analista financiero contaría con la información suficiente para ofrecer información relevante para los inversores.

Es por ello por lo que se considera que “el análisis financiero es la actividad de proporcionar datos al proceso de administración de carteras”<sup>5</sup> Al tratarse de una prestación de servicios, el analista tendrá que cumplir con su papel de experto, por lo que deberá de tener una responsabilidad civil con respecto al inversor en caso de que no se cumplan los servicios ofrecidos o se realicen de forma fraudulenta.

Es necesario resaltar que el papel del analista financiero es muy competitivo, por lo que será necesario el cumplimiento de una serie de requisitos que definiremos

---

<sup>2</sup> ORTIZ ANAYA, H. (2015). *Análisis financiero aplicado y normas internacionales de información financiera – NIIF*. Edición 15.

<sup>3</sup> GARCÍA PADILLA, V. M. (2015). *Análisis financiero. Un enfoque integral*. Grupo Editorial Patria.

<sup>4</sup> LEVINE, S. N. (1975). *Financial Analyst's Handbook*.

<sup>5</sup> ALEXANDER, G. J. & SHARPE, W. F., & BAILEY, J. V. (2003). *Fundamentos de inversiones. Teoría y práctica*, p.282

posteriormente a lo largo de este punto, de forma que para ser analista la persona tiene que cumplir con un perfil determinado y una serie de aptitudes que se establecerán posteriormente.

Si bien, hay que añadir que, aunque el analista recoge la información necesaria y realiza los estudios en función de la situación de la empresa, se basa en una opinión propia acerca de dichos informes teniendo siempre en cuenta cuales son los medios para obtener unos mayores beneficios, sin que se le pueda reprochar en caso de que los resultados no sean positivos, ya que se contempla que el análisis de dichos analistas puede ser positivos como negativos. Solo se podrá exigir una responsabilidad si se da la culpa o negligencia que establece el artículo 1901 CC, de forma que el analista tendría que reparar el daño causado por acción u omisión.

Por tanto, tras una breve introducción acerca del analista financiero se podrá definir su papel como un investigador del mercado, que, tras realizar un exhaustivo análisis, ya sea sobre particular o instituciones, emite un informe que será esencial para que el inversor pueda tomar una decisión para obtener unos mayores beneficios en base a ese estudio. De esta forma, los inversores podrán adoptar las medidas que consideren oportunas teniendo en cuenta la información del analista, en busca de una gestión que suponga un incremento de los beneficios.

Es muy importante la figura del analista financiero en la actualidad, sobre todo para inversores que no tienen la información necesaria para operar en el mercado y de esta forma pueden contratar sus servicios para recibir información sobre el mercado y obtener un posible incremento de los beneficios.

También hay que resaltar que, al ser el mercado muy extenso, el analista suele especializarse en un determinado ámbito del mercado, lo que le proporciona conocer la información de primera mano y detectar cualquier irregularidad que pueda darse en el mismo. Además, hay analistas que están enfocados en una determinada zona geográfica, por lo que va a depender del inversor el ámbito y lugar donde quiere realizar dichas operaciones.



En conclusión, hay que resaltar que el concepto del analista financiero se va a basar en la información que este emite para obtener unos determinados resultados, ya que dicha información incluye todo el análisis e informes demandados por el inversor, y así, considera si dicha información es oportuna para obtener ingresos.

## **1.2. Funciones**

Como hemos adelantado anteriormente, el papel del analista se puede separar en dos grandes bloques: el asesoramiento en productos financieros a clientes particulares e institucionales, y el estudio contable de una sociedad o compañía en concreto. Aunque su misión principal es “analizar la información de carácter financiero referida a la elaboración y seguimiento de presupuestos y elaborar estudios e informes financieros referidos a cuentas anuales, balances, inversiones y otros documentos contables”<sup>6</sup>.

En su papel relativo al estudio profundo de los estados contables de una empresa, el analista tiene como principales funciones y objetivos la investigación e interpretación de la información de carácter financiero y no financiero de una manera imparcial. De ese estudio, los analistas deberán realizar un informe emitiendo una serie de predicciones, generalmente relativas a los beneficios o pérdidas que se darán en los ejercicios sometidos a observación.

Dichas estimaciones vienen acompañadas por una serie de recomendaciones y un plan de acción para atajar las eventuales provisiones que se dediquen a paliar los resultados negativos. Los análisis tienen una doble utilidad, dado que por una parte permiten a las empresas conocer diversos problemas endémicos fruto de su mera actividad y por otra parte, dan unas pautas de futuros comportamientos en los mercados a los inversores, provocando variaciones en el precio de los valores y, en definitiva, provocando un impacto en los mercados, ya sea positivo o negativo.

Por tanto, podríamos adjudicarle al analista financiero como principal función el ser la persona responsable de la preparación del contenido de un informe o reporte de

---

<sup>6</sup> TEROL, E. (2003). *Escuela de Organización Industrial te ayuda a buscar empleo*, p.164

investigación que es distribuido por un agente de bolsa o persona asociada<sup>7</sup>. Es de destacar el carácter privado del que gozan dichos informes o análisis, dado que habitualmente son realizados bajo el marco de un contrato privado entre una compañía y el analista en cuestión, pero en la actualidad y gracias al desarrollo de las tecnologías de la información, es cada vez más común que, con el paso del tiempo, dichos informes salgan a la luz.

El elemento esencial en el trabajo del analista es, pues, la información. En su desempeño, juega un papel esencial como intermediador y transformador de, por así decirlo, una información bruta en una información mucho más precisa, dado que se le dota de datos, documentos contables y financieros y su labor esencial es la interpretación de estos, para proceder a emitir a las empresas y posteriormente al mercado su valoración. Por tanto, se debe resaltar que “el objetivo del análisis depende de para quien se realice; si fuera para el gestor de la empresa, la finalidad sería identificar las debilidades para poder introducir mejoras, mientras que si fuera para un posible inversor; la identificación de esas mismas debilidades serviría para evaluar la oportunidad y el precio de la inversión”<sup>8</sup>.

Es por ello por lo que la información que maneja siempre ha de ser fiable, dado que, de lo contrario, su valoración incurriría en errores e inexactitudes que afectarían, a su vez, al principio de confianza que depositan tanto empresas como terceros independientes en el mercado, que, no olvidemos, es la característica principal que rodea a la figura del analista financiero y que sin ella no podría trabajar<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> LÓPEZ ESPINOSA, G. & GÓMEZ SALA, J. C. (2006). *El valor de las recomendaciones de consenso de los analistas financieros en el mercado de capitales español*. Moneda y Crédito.

<sup>8</sup> CORONA ROMERO, E. & BEJARANO VÁZQUEZ, V. & GÓNZALEZ GARCÍA, J. R. (2014). *Análisis de Estados Financieros Individuales y Consolidados*. Editorial UNED.

<sup>9</sup> SANDOVAL, L.L. & ABREU, J. L. (2008). *Los estados financieros básicos, su uso e interpretación para la toma de decisiones en las pymes*.

Las sociedades que cotizan en mercados regulados realizan habitualmente ejercicios de divulgación de información en su mayoría de índole financiera, pero también estratégica o de gobierno corporativo con el objetivo de que el mercado las acepte de buen grado y su valoración aumente. Habitualmente, esto tiene consecuencias positivas en los mercados de capitales, haciendo que mejoren variables tales como la fijación de precios y la colocación de los productos financieros de las compañías (acciones, bonos de deuda, etc.) en el mercado de forma directamente proporcional a la calidad de la información cedida por las sociedades partícipes del mercado. El analista financiero es quien dotará a estas informaciones de credibilidad, actuando como una especie de verificador de la información suministrada al mercado, asignándole unos estándares de calidad y por ende, dotando de la confianza necesaria para que terceros independientes, ya sean clientes profesionales o no, tomen sus decisiones de inversión.

Los analistas, en esencia, otorgan credibilidad y transparencia en sus análisis al mercado, pero la gran incógnita que se crea en torno a ellos es la posibilidad de que dichos informes sean sesgados, o si han sido fruto de presiones o pagos de comisiones por parte de empresas para “inflar” los datos y verse claramente beneficiado de ello, en definitiva, que ocurre si el analista financiero actúa de mala fe, y corrompido.

Pues bien, para dar respuesta a esta incógnita, es necesario resaltar los requisitos que se deben cumplir para el correcto uso de la información por parte del analista, estos tienen que ver directamente con el conocimiento del producto. Es, por tanto, esencial que la información que obtenga el analista financiero acerca de las características de los productos beba de las fuentes más directas, en este caso, de sus creadores, las empresas. Un error en la clasificación de la información o de la obtención de esta, sea consciente o inconscientemente, puede derivar en la generación de múltiples daños económicos a numerosas víctimas que depositaron su confianza en las

recomendaciones del analista, algo que puede llegar a ser incontrolable y generar pérdidas incalculables en los inversores<sup>10</sup>.

### 1.3. Requisitos

Una vez que se han definido las distintas funciones que realiza el analista financiero estableceremos los requisitos que se consideran esenciales para poder tener ese papel experto. Entre los distintos, encontramos<sup>11</sup>:

- Que los conocimientos del analista sean de acorde a la función que demanda el inversor, es decir, que conozca sobre un determinado sector del mercado y esté especializado en el mismo, ya que como bien se ha establecido son muchos los ámbitos del mercado y es necesario la especialización en un determinado campo para tener un conocimiento más completo. Es por ello importante conocer acerca de la influencia del mercado y la competencia en un determinado sector de este, así como las distintas variables que podrían afectar al mismo. De esta manera, el analista tendrá que estudiar una situación determinada en función del papel del inversor, por lo que su tarea varía dependiendo de los servicios que demanda el inversor.
- Otro requisito esencial es el conocimiento tanto general como específico de la normativa, de los estados financieros y de los distintos métodos que va a llevar a cabo el analista de manera que sepa en el entorno en el que se encuentre el inversor, ya sea particular privado o una institución. Esto permite que el analista pueda evitar irregularidades al tener un mayor conocimiento de las distintas normativas y de esta forma tratar de realizar una actividad que beneficie al inversor.
- Será esencial la buena fe, que se presupone que se encuentra en los analistas financieros al ser considerados como expertos, de manera que se busque los mejores resultados posibles para los inversores basándose en análisis exhaustivos,

---

<sup>10</sup> DEL OLMO GARCÍA, P. (2001). *Responsabilidad por daño puramente económico causado al usuario de informaciones falsas*. Anuario de Derecho Civil nº54.

<sup>11</sup> CORDOBA PADILLA, M. (2014). *Análisis financiero*. Ediciones ECOE.

ya que como se establece a lo largo del trabajo, los análisis no siempre van a suponer la generación de beneficios. Si bien sí que será esencial que los analistas obren de la mejor forma posible, ya que podrían incurrir en responsabilidad civil sino realizan las actividades orientadas al cliente inversor.

Estos son los requisitos que el analista debe de tener para ser considerado como tal, si bien es necesario destacar que se presupone que también comprende la situación del inversor o del negocio, facilidades para trabajar en equipo en el caso de que se trate de negocios y sobre todo la capacidad de tomar decisiones importantes en momentos determinados para la obtención de los mejores resultados.

## **2. NORMATIVA APLICABLE**

### **2.1 Normativa europea**

La regulación comunitaria que gira en torno a la figura del analista financiero surge, principalmente, a raíz de las diversas crisis de confianza sufridas por algunas de las empresas más potentes económicamente hablando del continente.

Fueron notables las crisis de carácter financiero que, con numerosos elementos volátiles, crearon confusión y dudas que planearon sobre la figura del analista financiero. Poniéndonos en antecedentes, con anterioridad a la crisis que sobrevino al mundo en el año 2008, fueron numerosas las empresas que, siendo aparentemente viables, se encontraron con problemas financieros y de liquidez debido a prácticas fraudulentas, principalmente centradas en la simulación de una apariencia de unos estados financieros solventes. Es el caso de Enron, Worldcom o Parmalat a principios del año 2000, casos los cuales pusieron en alerta a la Comunidad Internacional por que se involucraron “terceros” de confianza, los cuales no sólo fueron analistas financieros, sino también empleados de distintas entidades bancarias dedicados a la comercialización de productos de inversión, obligando a los países a regular sus funciones y determinar sus responsabilidades.

Un caso particularmente alarmante para los legisladores comunitarios fue el colapso de la empresa láctica italiana Parmalat, producido a finales del año 2003. En aquel momento, se creyó que la problemática surgió debido a la poca transparencia mostrada por los analistas financieros que estudiaron las cuentas y los estados financieros de la multinacional italiana en el segundo trimestre del año 2003, justo antes de su colapso.

Ello provocó que proliferaran en el seno de las altas esferas políticas comunitarias distintas reuniones tanto en la comisión del consejo como en el parlamento europeo con el fin de tratar la mejora a nivel de transparencia de los informes de los analistas financieros y demás información económica al respecto de los estados financieros de las multinacionales cotizadas en los países europeos. En estas reuniones, se planteó la posibilidad de crear un entramado legal para regularizar el contenido, la forma y la tipología de los informes que debían realizar los analistas.

Estudiando dicho entramado, la comisión aprobó la creación de reglamentos en este sentido, poniéndolo en conocimiento del Grupo del Foro sobre Analistas Financieros (GFAF), una asociación dedicada al estudio y promulgación de la actividad y el prestigio de los analistas financieros a nivel mundial, a modo de sindicato, donde procedió también a recomendar la autorregulación de cada estado miembro a este respecto.

También buscando un punto de unión en común con la comisión europea y el GFAF, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) emitió una guía de principios sobre las características que debía reunir la información de naturaleza financiera que caía en manos de los analistas para evitar, en esencia, la creación de posibles conflictos de intereses derivados de su actividad. Sin embargo, dicha guía no fue nunca vinculante para los estados miembros, quedándose únicamente como una recomendación avalada por la comisión europea.

Por tanto, se pretendió dotar de cierta libertad al analista a nivel regulatorio en aquel momento, dado que se creyó que normativizar en exceso su profesión podía afectar a su figura y su competitividad, algo que cambió con la llegada de la directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones

con información privilegiada y el abuso de mercado, y con la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, del 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, más conocida como Directiva MiFID.

El espíritu de estas normas nace de la crisis financiera que sacudió a los mercados en el año 2008, y que perduró hasta bien entrado el año 2012 en la mayoría de los países europeos. Dicha crisis provocó que se pusiera en duda la regulación que protegía a todos los participantes del mercado, tanto inversores como terceros independientes, en donde entraría la figura de los analistas financieros. Por tanto, se consideró necesario elevar el nivel de protección a todos los *roll players* en el mercado interior y unificar los criterios de comercialización de productos financieros en el mercado interior<sup>12</sup>.

Actualmente, dichas normas han evolucionado, sobre todo en el caso de la Directiva MiFID, siendo la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, del 15 de mayo de 2014, la que se encuentra en vigor actualmente. Dicha variación respecto a la original le ha valido el apodo de MiFID II.

Dicha regulación ha ido evolucionando debido a la entrada de nuevos participantes en los mercados financieros, donde cada vez se pueden encontrar nuevos instrumentos, de alta complejidad y creados fundamentalmente para clientes profesionales. Es por ello por lo que el legislador comunitario prevé la necesidad de regular también los procedimientos de venta y comercialización de productos financieros, así como la información que otorgan los expertos en el mercado a los inversores.

Resaltar que la acreditación para ser considerado analista financiero a nivel mundial está cogiendo una mayor importancia como es el CFA, que empezó siendo más reconocida en Norteamérica para posteriormente coger una mayor fuerza en Europa<sup>13</sup>. Este título

---

<sup>12</sup> Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo (DO L 145 de 30.4.2004, p. 1).

<sup>13</sup> NOGALES NAHARRO, I. (2015). *FOREX AL ALCANCE DE TODOS VOL. II*.

está enfocado para la preparación de los distintos profesionales del sector financiero y cada vez es más relevante para las distintas empresas enfocadas en dicho sector.

La actividad del analista financiero ejerce una influencia esencial en el devenir del comportamiento del mercado, ya que no solo otorga valor añadido a los análisis publicados por la sociedad como tercero independiente y objetivo, sino que también su profesión puede verse afectada por posibles negligencias cometidas no solo por el mero desempeño de su profesión, sino también de manera premeditada. Esto no ha pasado desapercibido por las autoridades europeas, las cuales tomaron como suyas las proposiciones de los distintos organismos internacionales, en su mayoría estadounidenses, de crear una especie de código ético en donde se recojan una serie de conductas a cumplir por los analistas financieros, siempre a modo de recomendación y nunca de manera impositiva, para fomentar las buenas prácticas en el sector y la delimitación de la actuación diligente por parte de los analistas<sup>14</sup>.

Rápidamente se comprobó que no tuvieron el impacto esperado al carecer de mecanismos de sanción ni procedimientos por los que el analista respondiera por sus comportamientos negligentes, lo cual provocó una deriva en la política de la unión confirmando la necesidad de endurecer la regulación comunitaria en búsqueda del correcto desempeño ético de todos los intervinientes en el mercado.

Actualmente, la directiva MiFID II se encuentra en pleno proceso de revisión, y ya se ha abierto a consulta pública por parte de la Comisión pretendiendo buscar los aspectos de mejora tanto a nivel de protección a los actores del mercado, como a nivel de infraestructura financiera.

## **2.2. Normativa española**

En cuanto a la regulación española, hay que destacar la inclusión e incorporación de las normas comunitarias en forma de Reales Decretos, adaptando así su normativa a lo

---

<sup>14</sup> BERCOVITZ ÁLVAREZ, R. (2002). *La responsabilidad de los analistas de inversiones*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil. Nº86.



indicado por la Unión. En España, la legislación ha ido adquiriendo tintes muy similares a lo ya promulgado por las Directivas de carácter europeo, buscando sobre todo la transparencia de la información en los mercados, y generar confianza entre los inversores para poder impulsar la economía, muy mermada en nuestro país a raíz de la devastadora crisis acaecida en el año 2008.

La famosa directiva MiFID II fue traspuesta en España el 29 de septiembre de 2018, mediante el Real Decreto-Ley 14/2018, modificando a su vez el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, más concretamente su artículo 2 y provocando que alguno de sus artículos se quedaran sin aplicación práctica, tales como los referidos a los servicios intragrupo, la negociación por cuenta propia con carácter exclusivo salvo los mercados adaptados para ello, y diversos tipos de negociación por cuenta propia.

También fue traspuesta la famosa directiva sobre abuso de mercado y comunicación ilícita de información privilegiada y manipulación de mercado, provocando incluso cambios en el Código Penal, mediante la Ley Orgánica 1/2019 de 20 de febrero, contemplando lo estipulado por la directiva mencionada anteriormente y diversos cambios de índole comunitaria relacionados con el régimen sancionador del mercado de valores.

Tras la reforma del CP, surgieron tres nuevos tipos penales relacionados con las malas prácticas en los mercados: las operaciones con información privilegiada (art. 285 CP y art. 3 Directiva), la comunicación ilícita de información privilegiada (art. 285 bis CP y art. 4 Directiva) y la manipulación del mercado (art. 284 CP y art. 5 Directiva)<sup>15</sup>.

La ley, por tanto, se podría aplicar al analista financiero, dado que cualquier sujeto que actúe en el mercado y que ejerza una actividad en el mismo puede, mediante el propio desempeño de su trabajo, alterar artificialmente los precios o la demanda/oferta de cualquier instrumento de manera consciente y con premeditación. Esto se puede

---

<sup>15</sup> PALÁ LAGUNA, R. (2019). *La reciente reforma del Código Penal en materia de abuso de mercado. Análisis para Gómez Acebo & Pombo (GA\_P)*.

acometer, como indican los tipos penales, de diversas maneras, o bien utilizando una información de relevancia pública de manera incorrecta, comerciando con ella, o bien utilizándola para lucrarse de manera personal con ella.

Es por ello por lo que, en el año 2003, en España se decidió la creación de una Comisión que recibió el nombre de Comisión Aldama, nombre derivado del apellido del presidente que la impulsó, D. Enrique de Aldama y Miñón. Fue una comisión especial para el fomento de la transparencia y de la seguridad en los mercados financieros y las sociedades cotizadas. Su objetivo no fue otro que el primer establecimiento de unas pautas comunes relacionadas, esencialmente, con el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, lo cual podríamos considerar la antesala del Código de buen Gobierno estipulado actualmente por CNMV, y también se centró en la estipulación de una serie de deberes de lealtad para los administradores de este tipo de sociedades, para reducir el impacto de la desconfianza reinante hasta aquel momento.

Por tanto, esta comisión eminentemente técnica también implicó al analista financiero, dado que dichos principios de salvaguarda del interés general y de la protección al inversor se extendieron a todos los consultores, analistas financieros y demás personas y entidades que les asisten o prestan sus servicios profesionales<sup>16</sup>.

Además de esta comisión, en España también proliferó un movimiento por parte del Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) el cual en el año 2005 llevó a cabo una profunda actualización de su Código Ético, el cual es de carácter obligatorio para sus miembros. En él, se destaca la necesidad de que el analista financiero sea un sujeto independiente, a pesar de que trabaje para una empresa, para garantizar que sus informes tienen la calidad y la transparencia adecuada y, sobre todo, para garantizar que no se producen conflictos de interés.

---

<sup>16</sup> Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). *Informe de la comisión especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados financieros*. 8 de enero de 2003.

### **3. RESPONSABILIDAD CIVIL DEL ANALISTA FINANCIERO**

Una vez que se ha analizado la normativa sobre el analista financiero tanto a nivel europeo como español, donde se aprecia que la normativa es aún insuficiente, destacaremos la importancia de la responsabilidad del analista como tercero de confianza tanto del inversor medio, con un menor conocimiento del mercado, como de las distintas empresas ya sea con la responsabilidad a través del contrato realizado o sin que se haya realizado la prestación de servicios. En consecuencia, habrá que evaluar cuando el analista realiza un informe, que posteriormente resulta ser incorrecto y la inversión realizada por el inversor es pérdida o afecta considerablemente al inversor, por lo que se debatirá dicha responsabilidad en función de la situación entre inversor y analista.

#### **3.1 Responsabilidad civil contractual**

Para el caso en el que el inversor contrata al analista como una prestación de servicios con respecto a la elaboración de informes y recomendaciones se encuentran menos particularidades, puesto que en el caso de que los resultados sean negativos y sean por causa de negligencia se podrá resarcir al inversor la indemnización por daños y perjuicios siempre que pueda demostrar que realmente la acción u omisión tenía intención negligente.

Por tanto, la responsabilidad civil contractual rebasa en la importancia del artículo 1104 CC que establece que “la culpa o negligencia del deudor consiste en la omisión de aquella diligencia que exija la naturaleza de la obligación y corresponda a las circunstancias de las personas, del tiempo y del lugar. Cuando la obligación no exprese la diligencia que ha de prestarse en su cumplimiento, se exigirá la que correspondería a un buen padre de familia”<sup>17</sup>.

Esta tarea resulta compleja puesto que los resultados positivos por parte del analista no siempre tienen que darse incluso cuando tenga un comportamiento guiado por la buena

---

<sup>17</sup> CÓDIGO CIVIL (1889). *Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil*. BOE 25 julio 1889, (206)

fe, aunque es necesario que los analistas separen los hechos o datos reales de sus opiniones con respecto a la distinta información. En muchas ocasiones, pueden darse casos en los que al inversor le interesa conocer acerca de la valoración del analista financiero y confía en seguir su criterio, lo que no quiere decir que tenga que obtener siempre unos ingresos por la realización del contrato.

A través de la realización del contrato, el analista tendrá que realizar unos análisis enfocados a unos objetivos sobre una determinada materia donde deberá cumplir todas las funciones y requisitos estudiados anteriormente acerca del analista financiero, evitando a toda costa los posibles inconvenientes que puede provocar al inversor siendo transparente con respecto a sus distintos análisis.

De nuevo, es necesario hacer referencia a la escasa normativa tanto a nivel nacional e internacional, y esto es lo que va a provocar que en muchas ocasiones no se sepa con exactitud si realmente hay una actitud negligente en caso de omisión por parte del analista financiero con respecto a un determinado resultado. Por otro lado, sí que se puede destacar la negligencia siempre que haya dolo por parte del analista financiero, si bien dependerá de los distintos legisladores en función de la diligencia, puesto que la indemnización por daños y perjuicios dependerá de diversos factores como pueden ser la falta de lealtad, omisión de información o el conflicto de interés que veremos posteriormente.

Es indiscutible, por tanto, que cuando se crea un vínculo contractual entre una sociedad y el analista para el desempeño de sus funciones y servicios, el analista debe responder por las consecuencias que pueda acarrear la inexactitud, la falsedad o el error en la creación del análisis o informe, o incluso, en la información utilizada para el mismo. Los contratos, por su propia naturaleza, desprenden obligaciones y límites, sin embargo y con relación a la tipología de los contratos entre los analistas financieros y las sociedades que requieren sus servicios es la no garantizar un resultado determinado ni unos objetivos sugeridos por el contratista, dado que no puede verse afectado por no

vaticinar un comportamiento del mercado dado que existen diversas variables que provocan cambios drásticos y, además, no es su empleo.

Hay que destacar que la responsabilidad del analista en el mercado es muy amplia, ya que si la ley fuese muy estricta con el cumplimiento de la responsabilidad el analista quedaría sujeto a unas restricciones que harían perder fuerza a su papel dentro del mercado como experto en unos determinados ámbitos, puesto que se debería dar por supuesto la posibilidad de errores entre los analistas y no siempre obtener los ingresos esperados por parte del inversor. Por tanto, la información del mercado va a ser esencial y deberá de ser transparente para que se puedan tomar decisiones con respecto a los datos que se tienen sobre el mismo.

Es por ello por lo que la responsabilidad debe de ir implícita en todos los analistas para ofrecer una garantía a esos inversores medios y menos especializados para que puedan gozar de una mayor protección y de esta forma atraer una mayor demanda que también mejorará la economía dependiendo del ámbito determinado y en función del contrato realizado entre las dos partes.

Los analistas financieros deberían tener como objetivo la obtención de ingresos por parte del inversor a través de sus recomendaciones, sin embargo, también es necesario tener en cuenta que analista busca sus ingresos personales, continuidad en su puesto de trabajo e ingresos complementarios por la buena realización de sus actividades en algunos casos. Es por ello, que también analizaran el riesgo que supone una determinada inversión para ver si su responsabilidad con respecto a la misma es la adecuada para el inversor medio<sup>18</sup>.

Es de especial relevancia destacar que al realizar un contrato de prestación de servicios puede ser de medios o de resultado y aunque nuestro Código Civil no lo recoge exactamente será interesante para el contrato realizado entre el analista y el inversor. Para este caso se trataría de una prestación de servicios de medios, es decir, aquellas

---

<sup>18</sup> GITMAN, L. J. (2003). *Principios de administración financiera*, p.17

“en que el deudor se compromete únicamente a hacer todo lo posible y necesario, poniendo para ello la suficiente diligencia para alcanzar un resultado determinado”<sup>19</sup>. Por tanto, la responsabilidad no se le podrá exigir cuando no se consiga el resultado esperado, ya que puede ocurrir como bien se viene diciendo que el analista haya puesto todos los medios necesarios para obtener el resultado y aun así no obtenerlo, y no por ello será responsable de la falta de beneficios o incluso unas pérdidas hipotéticas.

Con respecto a la jurisprudencia sobre la responsabilidad civil contractual se pueden encontrar numerosas sentencias, entre las cuáles, destacamos la STS de 21 de noviembre de 2018 (267/2016) en relación al cumplimiento negligente del contrato de gestión discrecional de carteras de inversión, donde por una parte está el demandante es la Asociación de Consumidores y Usuarios de Banca y Mercado de Valores (de ahora en adelante Auge) en interés de los asociados Mario y Bárbara, y por otro el Banco Banif, S. A. .

En la misma demanda se ejercitaban las acciones de responsabilidad contractual y la condena a la indemnización de daños y perjuicios ya que se ofrecen diez contratos de adquisición de productos financieros para clientes no profesionales y por tanto se establecía la resolución por error de vicio del consentimiento de los demandantes por parte de la representante de los demandantes Auge<sup>20</sup>. Será de gran importancia por ello el artículo 1124 CC que establece que” el perjudicado podrá escoger entre exigir el cumplimiento o la resolución de la obligación, con el resarcimiento de daños y abono de intereses en ambos casos (...)”<sup>21</sup>, y en esta sentencia se pide la resolución al haber una negligencia en el contrato y ofrecerlo a inversores no profesionales y aprovechar de su posición de superioridad el Banco Banif, S. A.

---

<sup>19</sup> RAMOS PAZOS, R. (1998). *De las obligaciones*, p.33

<sup>20</sup> STS Sala de lo Civil a 21 de noviembre de 2018 (3909/2018)

<sup>21</sup> CÓDIGO CIVIL (1889). *Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil*. BOE 25 julio 1889, (206)

Esta sentencia puede servir de ejemplo para el caso de que se diese con un analista financiero que tratase de aprovechar esos conocimientos para obtener unos ingresos, perjudicando gravemente al inversor medio que no dispone de la información suficiente para operar en el mercado. Al haber realizado un contrato previo, se puede exigir resarcir los daños por las responsabilidades por parte del banco, que sería como el analista, y por ello finalizar con el contrato y resarcir los daños y perjuicios ocasionados con los intereses de mora si se diesen, tal y como define el artículo 1108 CC: “Si la obligación consistiere en el pago de una cantidad de dinero, y el deudor incurriere en mora, la indemnización de daños y perjuicios, no habiendo pacto en contrario, consistirá en el pago de los intereses convenidos, y a falta de convenio, en el interés legal”<sup>22</sup>.

Como opinión acerca de lo estimado en la sentencia, cabría destacar la necesidad del correcto deber de comercialización de productos financieros que ensalza la Directiva MiFID, creada precisamente para dicho propósito. En materia de gobernanza del producto, la responsabilidad civil recae en el contratista, que debe tener una correcta tipología y clasificación de productos en función de los intereses y el apetito al riesgo de los clientes. En este caso particular, es el banco quien debe responder por dicha acción, sin embargo, en una relación bilateral entre analista y banco, será el primero el que responda por recomendar negligentemente la creación de un producto bancario con características complejas para un cliente minorista, dado que conoce o sabe (y por tanto, existe dolo) que si una persona no tiene el perfil inversor adecuado, perderá con un alto porcentaje de seguridad el dinero invertido.

### **3.2 Responsabilidad civil extracontractual**

Las relaciones extracontractuales se dan en casos en los que el inversor confía en el criterio de la información que recoge un determinado analista financiero, pero sin que este haya realizado un contrato con el mismo, simplemente confía en su juicio, de forma que la cuestión es plantear si realmente se le puede pedir responsabilidad al analista

---

<sup>22</sup> CÓDIGO CIVIL (1889). *Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil*. BOE 25 julio 1889, (206)

por emitir información acerca del mercado sin haber realizado un contrato previamente, sino que el inversor se deja llevar por un informe de un analista medio sin que medie contrato entre ellos.

Partiendo de la base de que en el caso de la responsabilidad contractual existe una figura jurídica que desprende derechos y obligaciones, como es el contrato, y en una relación con un tercero dicha figura no existe, es necesario hacer la consideración que el dañado puede ser un tercero relacionado, o bien un tercero ajeno a la relación contractual, es decir, puede resultar dañado un tercero producido por una relación contractual, o simplemente no existir ningún vínculo contractual original y ser dañado como tercero independiente<sup>23</sup>.

En efecto, un analista financiero no puede desempeñar su trabajo sin ningún tipo de consecuencia jurídica, dada su condición y su rol en los mercados financieros, porque precisamente dichos informes y análisis llegan principalmente a manos de terceros, que habitualmente suelen distinguirse entre clientes minoristas y profesionales, siendo claramente los primeros el grupo vulnerable.

Por tanto, nos proponemos sobrepasar la barrera normativa de los ordenamientos jurídicos que plantean procedimientos sancionadores e indemnizaciones para intentar buscar un nexo que conecte con la responsabilidad del analista frente a esos posibles hechos lesivos que supongan un daño o pérdida patrimonial para los clientes.

Con anterioridad a la creación del instrumento jurídico que es la responsabilidad extracontractual, se llevaron a cabo diversas intentonas de imposición de responsabilidad a los analistas para con sus relaciones con terceros. Se promulgó, por ejemplo, la creación de una especie de contrato tácito que únicamente englobara las obligaciones del analista financiero de utilizar fuentes de información fiables, o el vínculo tácito que supusiera que el analista siempre actuara de buena fe, siendo, todos ellos, erróneos o fallidos hasta la fecha. Los sistemas jurídicos como el francés o el

---

<sup>23</sup> RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, TERESA. *El tercero de confianza en el suministro de la información. Propuesta de un modelo contractual para la sociedad de la información*. Edición 2008.



español contemplan cláusulas contractuales llamadas “de responsabilidad abierta” para dar cabida a la reparación y el resarcimiento de todos aquellos daños de índole económica.

Las limitaciones y los niveles de responsabilidad en el desempeño de la profesión de los analistas financieros para con los terceros independientes ha sido objeto de intensos debates a lo largo de los últimos años, y más acusado por las grandes crisis económicas acaecidas a lo largo del siglo XXI en Europa. Esto es debido, principalmente, a la especial influencia que tiene su valoración en relación con el correcto funcionamiento del mercado y a la transparencia de las operaciones mercantiles.

No hay duda, por tanto, de la imputación de responsabilidad con relación a los casos de dolo provocados por el analista. Sin embargo, existen ciertas dudas acerca de cuál debería ser el nivel óptimo de dicha responsabilidad. Hay quien dice que dicha imputación ha de ser de carácter estricto, es decir, responsabilidad ligada de manera directa a un comportamiento doloso, algo así como "tú la haces, tú la pagas". Los legisladores en esta materia optan por mezclar conceptos para dar como resultado una responsabilidad más completa, añadiendo al ingrediente del dolo, la negligencia y el propio deber del analista de actuar diligentemente. Dicha combinación, afirman, logrará otorgar unos niveles mayores de eficiencia económica<sup>24</sup>.

Los niveles de responsabilidad que deben ser aplicados a la figura del analista financiero deben ser medidos en todos sus ámbitos, es decir, tanto de manera cualitativa como de manera cuantitativa. Por ello, el legislador considera que ningún régimen de responsabilidad estricto debe ser aplicable en este sentido, dada la radicalidad a la que puede derivar. La responsabilidad del analista financiero, ligada a la negligencia, tampoco debería aplicarse de manera estricta, ni tampoco la ausencia de responsabilidad ligada a la utilización o comunicación de información inadecuada de manera negligente. Es por ello por lo que los expertos consideran una solución

---

<sup>24</sup> DEL OLMO GARCÍA, PEDRO (2001). Op.Cit.

intermedia basada en la imputación de responsabilidad al analista financiero frente a un grupo determinado de personas y frente a un grupo o tipo de usos de la información recabada a nivel profesional<sup>25</sup>.

En materia de sanciones al analista financiero por el incorrecto desempeño de sus funciones, se deberá tener en cuenta que para que puedan ser aplicadas en el ámbito de protección de los terceros inversores, estas han de ser ajustadas al costo de producir y transmitir la información<sup>26</sup>. Se entiende, en resumidas cuentas, que el coste de producción generado por el analista para la preparación y elaboración de sus análisis y sus valoraciones deben estar ligados proporcionalmente al régimen aplicable en relación a su responsabilidad, es decir, a más costo, más nivel de protección al inversor y por tanto, más imputación de responsabilidad al analista.

El régimen habitual determinado hasta ahora estaba basado en el concepto tradicional de culpa, provocando una cascada de demandas de daños y este tipo de demandas, por su naturaleza, no son efectivas, por lo que un código ético busca de mejor manera el cumplimiento de este tipo de función. En este sentido, el legislador considera que la jurisprudencia sienta un precedente, buscando, principalmente, que se establezcan niveles de diligencia debidos y se creen una serie de parámetros medibles.

Habitualmente, la responsabilidad en su sentido más estricto deriva en una cascada de decisiones de alto riesgo. Por un lado, al recaer sobre la figura del analista financiero un nivel de responsabilidad tan férreo, no sería extraño que sus tarifas fueran en aumento, en proporción al riesgo de error que está dispuesto a asumir. La elevación de las tarifas de sus servicios provocará que haya sociedades que no puedan asumirlos, por lo que los servicios de estos descenderían notablemente y con ello la información de calidad y transformada debidamente que otorgan los analistas.

---

<sup>25</sup> FRADES DE LA FUENTE, EVA (1999). *La responsabilidad profesional frente a terceros por consejos negligentes*. Dykinson. Madrid.

<sup>26</sup> DEL OLMO, PEDRO (2001). Op.Cit.

Por todo ello, se antoja esencial la existencia de un equilibrio que permita un correcto funcionamiento del mercado, el analista financiero y los terceros de confianza. El legislador, a su vez, hace una reflexión. Si la responsabilidad de que los terceros de confianza en el mercado no sufran daños económicos de consideración en su patrimonio recaerá en el analista financiero, este no tendrá la iniciativa ni el interés de evitar que se produzcan, dado que no se incentivaría al analista para ello.

Los analistas, entre sus múltiples funciones, tienen la de predecir los comportamientos que tendrá el mercado y con ello, minimizar el impacto económico para sus clientes. Dicha función es, en ocasiones, una quimera, dado que les resulta prácticamente imposible vaticinar algo con cierta seguridad, por lo que es un sinsentido imponer un sentido de la responsabilidad al analista financiero por estos hechos ya que su margen de error debe ser alto, y al ser un elemento completamente subjetivo, se antoja imposible determinar hasta dónde podría ser efectivo dicho límite, por lo que produciría prácticamente la desaparición de su figura.

En definitiva, parece claro que lo necesario es que se garantice un flujo en la información en el mercado y que la información que se utilice para, posteriormente, sea procesada y elaborar un correcto análisis económico-financiero de una situación determinada del mercado, y por tanto, esta es la limitación a la responsabilidad extracontractual del analista financiero: debe velar por el cumplimiento de los estándares de veracidad y calidad de información, para que este de credibilidad y estabilidad al mercado. El legislador apunta, a su vez, que la finalidad de limitar la responsabilidad del analista responde a mejorar la eficiencia económica del mercado, dado que poder asumir el coste de un analista financiero hará que mejore la sostenibilidad del mercado<sup>27</sup>.

---

<sup>27</sup> M.LARRAN, JORGE & REES, W. (1999). *Propiedades de los pronósticos de beneficios realizados por los analistas financieros: una aplicación al caso español*. Revista Española de Financiación y Contabilidad nº 101.

A continuación, rescatamos una sentencia de la Corte de Apelaciones de París de 30 de junio de 2006 en el asunto LVMH/MORGAN STANLEY<sup>28</sup> en relación con la responsabilidad civil extracontractual. Durante el mes de junio de 2006, se pronunció la corte de apelación parisina con relación a la sentencia emitida por el llamado tribunal de comercio de París en el año 2004, por la que se declaraba la existencia de negligencia grave en los informes que realizó el banco de inversión americano Morgan Stanley a la compañía de lujo con sede en Francia, LVMH, conglomerado que forman diversas marcas de lujo como Louis Vuitton, Kenzo o Tag Heuer entre otras. La primera sentencia firme, la emitida por el Tribunal de Comercio en primera instancia, condenaba a la entidad financiera americana a pagar 30 millones de euros a LVMH en concepto de daños y perjuicios patrimoniales<sup>29</sup>.

El interés que recae en esta confirmación por parte del Tribunal de Apelación francés es que sienta un precedente a nivel de la Unión Europea en relación con la responsabilidad civil del analista financiero. Además, en nuestro caso nos aporta un valor añadido, toda vez que los dogmas del código civil francés son muy comunes a los que ostenta nuestro Código Civil.

Adentrándonos en un análisis jurídico de la materia, nos encontramos con que la demanda es principalmente fundada en las categorías relacionadas con la responsabilidad civil encontradas en los artículos 1382 y 1383 del Código Civil francés. Argumenta el tribunal que la responsabilidad civil del analista puede tener una doble vertiente que genere daños y perjuicios a su cliente: por un lado, su lesión puede provocar claramente un abuso de derecho, más concretamente el de la difusión de

---

<sup>28</sup> CORTE DE APELACIONES DE PARÍS (2004). *Caso LHMV vs Morgan Stanley*.

<sup>29</sup> FERNÁNDEZ DE ARAOZ, ALEJANDRO (2006). *La responsabilidad civil de los analistas financieros en Francia: Comentario a la sentencia de la corte de apelaciones de París de 30 de junio de 2006 en el asunto "LMVH/MORGAN STANLEY"*. Araoz & Rueda abogados.

información financiera al mercado, y por otra parte también puede vulnerar las normas o códigos de conducta estipulados por su colectivo profesional<sup>30</sup>.

La cuestión planteada con mayor dificultad era la de estipular en qué nivel y bajo qué precepto era encuadrable dicha negligencia en las categorías de responsabilidad civil delictual, dado que en el conflicto no existía una conexión que pudiera delimitar una relación de competencia, al fin y al cabo, son sociedades que no comparten objeto social, siendo una de ellas una marca dedicada principalmente a la moda y a la relojería, y la otra al sector financiero de alto nivel. Sin embargo, el Tribunal tuvo a bien admitir que, aunque dicha relación competencial no existía, el menoscabo provocado al crédito de la entidad de lujo LVMH resultaba adaptable al precepto de la responsabilidad civil extracontractual.

Posteriormente, surgió otra gran interrogación en relación con el incumplimiento por parte del banco de inversión de las normas y códigos relativos a las funciones y el desempeño de su profesión. Un banco de inversión global como Morgan Stanley elabora sus informes basándose principalmente en los criterios de rigor, objetividad e imparcialidad, y por tanto dichas directrices no tienen por qué ostentar el mismo nivel según el mercado, por lo que se concluyó que dicho análisis realizado a LVMH no estuvieron dirigidas al mercado francés. Pese a todo, el Tribunal decidió no profundizar en ello, admitiendo la posibilidad de que existiera un acuerdo entre ambas sociedades con el propósito de salvaguardar la independencia en la labor de análisis de Morgan Stanley, simplemente acordando una serie de cláusulas con relación a los posibles conflictos de interés que pudieran surgir durante la duración del contrato entre ambas.

A raíz de la confirmación de este conflicto, surgieron distintas corrientes doctrinales que analizaron hasta qué punto se pudo ver socavado el derecho a la libertad de expresión y opinión, así como la fijación de sus límites. Para poder entender la posición del tribunal en nuestro derecho patrio, hemos de fijarnos en lo dispuesto por la Ley 44/2002 de medidas de reforma del sistema financiero. Maestros como F. Sánchez Calero y J.

---

<sup>30</sup> FERNANDEZ DE ARAOZ, ALEJANDRO. Op.Cit.

Sánchez Calero entienden que el ejercicio de los derechos de libertad de expresión se encuentra perfectamente compatibilizados con la protección legítima a los intereses de los terceros independientes<sup>31</sup>.

El elemento esencial y sobre el que gira todo el ideario principal del Tribunal es la existencia del nexo causal, el cual es claramente evidente. LVMH pudo probar correctamente aquellos comportamientos o circunstancias que le generaron dichos daños y perjuicios, todos relacionados principalmente con el uso incorrecto de la información financiera dominada por Morgan Stanley. Ante la complejidad surgida, el Tribunal decidió ceder la función del cálculo de los daños y perjuicios ocasionados nombrando a un perito, para poder determinar el *quantum* indemnizatorio<sup>32</sup>.

En cuanto a la perspectiva desde el derecho patrio, si bien es cierto que las deudas cuantificables provocadas por la negligencia cometida prosperaron en el recurso de LVMH, otras claramente fueron desestimadas. En todo caso, parece claro que esta sentencia pone sobre el papel que aquellas informaciones difundidas esencialmente por los analistas financieros se deben ajustar a criterios muy férreos de objetividad y transparencia, sin que estos puedan amparar sus vaticinios o análisis en su derecho a la libertad de expresión.

Como ya adelantábamos en el apartado de normativa española en relación con el analista financiero, esta ha recibido escasa atención por parte del legislador, siendo principalmente el Derecho Administrativo sancionador la rama que más introspección ha llevado a cabo en la responsabilidad civil del analista financiero<sup>33</sup>. Por tanto, podríamos considerar que existe aún un largo camino por recorrer en este sentido, al

---

<sup>31</sup> FERNANDEZ DE LA HOZ GÓMEZ-ACEBO, ALEJANDRO (2003). *Las normas de conducta. Comentario a la ley 44/2002 de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero*.

<sup>32</sup> FERNANDEZ DE LA HOZ, ALEJANDRO. Op.Cit.

<sup>33</sup> YZQUIERDO TOLSADA, M y ALEMANY EGUIDAZU, J (2005). *Funciones y responsabilidades del analista financiero*. Trabajo presentado al primer premio Jaime Fernández de Araoz sobre Corporate Finance. Madrid.

igual que sucede con otros sujetos activos del mercado financiero, como son los auditores o consultores de negocio, sin que existan normativas que regulen su profesión como tal más allá de los códigos éticos y de conducta.

Surgen, por tanto, dos corrientes o posturas esenciales a estudiar. Por una parte, la teoría de aplicar el concepto general, por así decirlo, del tema de la responsabilidad civil tal cual está estipulado en el derecho privado patrio. Esta es una opción considerable dada la alta densidad de jurisprudencia existente en este ámbito, sin embargo, no es contemplable a nivel legislativo, dado que los preceptos estipulados por el Código Civil en este ámbito pueden crear lagunas, no son lo suficientemente escrupulosos con la materia, y se observarían carencias graves dado que se encontrarían las partes damnificadas en dificultades para ligar los daños provocados por una actuación negligente por parte del analista financiero con las acciones de resarcimiento contempladas por nuestro ordenamiento jurídico.

Otra corriente ampliamente apoyada es la que insta al legislador a la creación y promulgación de normas para regular la responsabilidad derivada del ejercicio de sus funciones para los terceros independientes del mercado, como ya se hizo con la promulgación de la responsabilidad derivada del folleto informativo con el Real Decreto-Ley 5/2005. Esta teoría es principalmente sostenida por el maestro Grimaldos García<sup>34</sup>.

En todo caso, y al ser conscientes de la complejidad que entraña la materia, consideramos que no es sencillo llevar a cabo un proceso de regularización del sector, como sí se ha conseguido, por ejemplo, en el sector auditor. La excesiva supervisión, unida a una profunda regularización de la responsabilidad derivada de sus funciones, serían un "cóctel molotov" para la profesión, que podrá sufrir un alto nivel de desinterés,

---

<sup>34</sup> GRIMALDOS GARCÍA, M.I. (2006). *Algunos apuntes acerca del desarrollo reglamentario del régimen de la responsabilidad civil derivada del contenido del folleto.*

y poca incentivación para desempeñar su profesión con los adecuados estándares de calidad que se le presumen<sup>35</sup>.

Por último, un elemento a destacar también son las limitaciones derivadas de la autorregulación de la profesión que deben ir principalmente destinadas a salvaguardar la credibilidad y reputación en los mercados de las entidades que publican los informes de análisis<sup>36</sup>.

#### **4. CONFLICTO DE INTERÉS**

Este tipo de conflicto se daba en algunos analistas financieros donde no primaba realmente la independencia de sus actividades y con el paso del tiempo ha empezado a regularse para la protección de los inversores debido a la información incorrecta que se daba del mercado.

Esto suponía un grave problema, puesto que los inversores que elegían libremente a los analistas del mercado para sus determinadas actividades como terceros de confianza quedaban desprotegidos y la información sobre unas determinadas operaciones no se adecuaban con la realidad, por lo que será esencial esa protección de los inversores evitando a toda costa unos intereses secundarios que afecten a la operación que quiere realizar el inversor medio.

Podríamos destacar que el tema de los conflictos de intereses e independencia de los analistas financieros es uno de los debates más fervientes entre los legisladores tanto europeos como estadounidenses. Numerosos expertos han culpado esencialmente a los conflictos de intereses de la desviación y desaparición de informes y recomendaciones, provocando que la imagen del analista financiero mermara considerablemente y ya no

---

<sup>35</sup> BELANDO GARÍN, B. (2005). *Los analistas de valores. Entre la intervención pública y la autorregulación*.

<sup>36</sup> ESPÍN GUTIÉRREZ, C (2006). *El análisis de las inversiones y los conflictos de interés*. Madrid.



se viera como un tercero de confianza, ni como un correcto transmisor de datos financieros al mercado<sup>37</sup>.

La implicación de los analistas financieros en las distintas actividades a parte de las propias del análisis contable y financiero, como la de intermediación en operaciones de compraventa de sociedades, más propias de la banca de inversión, ha provocado que en ocasiones su objetividad a la hora de vaticinar comportamientos se haya visto mermado. Un mal manejo, por tanto, de su propia condición de *gatekeeper* puede derivar en análisis sesgados y salpicados por un conflicto de interés claramente latente.

Un ejemplo claro de este sesgo lo pudimos encontrar en el siempre polémico caso Enron, en el cual apenas dos meses antes de su aparatosa caída, un elevado número de analistas que conformaban su equipo de trabajo seguían emitiendo señales al mercado de compra. Casualmente, la primera agencia de analistas de inversión que vaticinó su bajada drástica de valor y posible bancarrota, la americana Prudential Securities, no tenía como nicho de mercado las actividades propias de la banca de inversión<sup>38</sup>.

Por tanto, se nos antoja como evidente que las empresas que ofrecen servicios de índole financiera no tienen la libertad para emitir por sí mismas sus propios informes, dado que evidentemente no se cumpliría ni el criterio de objetividad ni serían neutros, lo que hace esencial que existan analistas financieros ajenos a la estrategia empresarial y financiera que siguen las entidades.

Ello nos lleva, inevitablemente, a pensar que el analista financiero se encuentra en una situación que le impide garantizar su independencia, y esta situación no es otra que el sueldo pactado con las sociedades para las que trabaja. Por otro lado, su trabajo se encuentra altamente vinculado a los servicios de banca de inversión, que garantizan la estabilidad de las carteras de sus clientes, otro signo de que esta independencia está claramente lastrada.

---

<sup>37</sup> ESPÍN GUTIERREZ, C. Op.Cit.

<sup>38</sup> COFFE. J.C. *Understanding Enron: it's all about Gatekeepers, stupid*. Columbia Law School

Los conflictos de intereses derivados de su actuación en los mercados son, principalmente, los siguientes<sup>39</sup>:

- Conflictos personales
- Conflictos por comisiones (p.ej. Comisiones de corretaje)
- Conflictos con la división de banca de inversión
- Conflictos por presiones de otras compañías
- Conflictos con el inversor
- Conflictos por recomendaciones consensuadas con otras figuras en el mercado

Como respuesta a los principales tipos de conflictos, las distintas autoridades de los principales países (EE. UU. y UE principalmente) han intentado poner en marcha distintas comisiones para reducir el impacto negativo que puedan causar los conflictos de interés entre los analistas. Por parte de los EE. UU. nos encontramos la llamada Securities Exchange Commission (SEC) y en el caso de la UE, el Grupo del Foro sobre Analistas Financieros (Forum Group on Financial Analysts) de la mano de la Comisión Europea.

## **5. IMPORTANCIA DEL FOLLETO INFORMATIVO**

Con respecto al folleto informativo, hay que destacar que será de gran importancia para la protección del inversor medio y de esta forma poder comprobar si los servicios del analista financiero tienen el perfil adecuado que busca el inversor al ser el mercado muy amplio y con distintos ámbitos como se ha establecido anteriormente.

De esta forma, el inversor goza de esta determinada protección y si se diese incumplimiento por parte del analista para este caso derivaría en responsabilidad civil por los daños causados. Esto proporciona una mayor protección al inversor medio que desconoce el funcionamiento del mercado, donde el analista también tendrá que comprobar si las tareas que le quiere encomendar el inversor se adecuan a su perfil, lo que dota de una mayor seguridad en el mercado.

---

<sup>39</sup> COFFE, J.C. Op.Cit.

Será fundamental la importancia del folleto informativo, puesto que el emisor debe de entregar una información relevante con respecto a los servicios que se ofrecen con respecto al contrato entre analista financiero y el inversor, y siempre con carácter anterior a que se produzca el inicio de la relación contractual. De esta forma, el inversor podrá comprobar si le convienen los servicios que el analista va a tomar o si se adecua a los deseos que el inversor tiene. Además, sería fundamental que el analista compruebe si el inversor tiene los conocimientos suficientes para poder contratar unos servicios o si dispone de la cantidad suficiente para poder obtener unos posibles beneficios.

Para el asesoramiento en materia de inversión de las entidades financieras, la CNMV distingue entre los clientes minoristas o profesionales, donde normalmente establecerá como minoristas. Antes de realizar la inversión se podrá dotar de información para ayudar a la toma de decisiones al inversor, puesto que al no conocer bien el mercado puede solicitar la misma para ver si dicha entidad se adecua a su actividad. También será necesario que la entidad evite todo tipo de perjuicio por conflicto de interés al igual que deberá atender cualquier tipo de reclamación en el momento en el que se han contratado los servicios.

Es por ello, que, aunque las entidades financieras pueden ser distintas a la actividad que realiza el analista financiero con respecto al asesoramiento, son muy similares y deberán de cumplir unos determinados requisitos establecidos en el TRLMV. En concreto, para este caso vamos a analizar el artículo 213 sobre la evaluación de la idoneidad que básicamente consiste en que la entidad o el analista financiero para este caso, realice un test sobre los conocimientos y experiencia del cliente, como la situación financiera y sus objetivos de inversión. De esta forma el analista podrá comprobar si la inversión que el cliente quiere realizar es de acorde a sus objetivos y a sus circunstancias concretas.

Aunque dicho test, como se ha insistido anteriormente, está basado en la prestación de servicios de inversión sobre productos MiFID se puede apreciar la similitud para que el inversor pueda quedar protegido a través de esta evaluación que puede ser muy útil

para conocer acerca del perfil del inversor y comprobar si realmente los servicios que ofrece el analista se pueden asociar con la actividad que busca el mismo.

También se considerará esencial para ver si se incurre en responsabilidad civil por parte del analista financiero en caso de incumplimiento y que pueda ser indemnizado por daños y perjuicios causados por el analista por lo que incluye el folleto como medio publicitario. Si bien, este debe de ser redactado por la parte emisora y una vez que el inversor acude para este caso si se trata de un analista financiero podrá exigir que se den las características que se recogen en el folleto, ya que en caso contrario el inversor podrá alegar la irresponsabilidad civil por parte del analista.

En conclusión, se destaca que el folleto no puede ser realizado por el analista financiero ofreciendo servicios que no incluye puesto que esto supondría una publicidad engañosa y una manera incorrecta de atraer clientela ofreciendo unos servicios que no se pueden llevar a cabo realmente.

## **6. PAPEL DE LAS AGENCIAS DE RATING**

A raíz de las crisis financieras acaecidas a lo largo de estas últimas dos décadas, las llamadas Agencias de Rating o Agencias de Calificación Crediticia (ACC) han pasado de ser unas completas desconocidas a uno de los *players* más activos del mercado financiero. Este cambio tan trascendental se ha debido principalmente al foco mediático sobre el que se han proyectado casos tan polémicos como el de Lehman Brothers, situando a las Agencias de Rating como una de las culpables a nivel internacional de toda la repercusión producida.

Las ACC son entidades que ostentan la forma de personas jurídicas cuyo principal escenario de actuación es la asignación de una calificación concreta a los principales emisores del mercado y sus productos de deuda (sociedades cotizadas, estados y otro tipo de organismos complejos) mediante un sistema públicamente conocido, habitualmente alfanumérico. Sus funciones de encuentran reguladas en el Reglamento (UE) 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre Agencias de Calificación Crediticia, y son de carácter restrictivo y se encuentran tasados.

Las ACC, sin embargo, no sólo disponen de la función de calificación, también ejercen distintas funciones auxiliares a estas, e incluso prestan servicios de asesoramiento de inversión, por lo que también están sujetas a la Directiva MiFID<sup>40</sup>. No obstante, en ellas operan una serie de limitaciones en la actuación de sus servicios de consultoría, no permitiendo que interfieran en sus competencias de calificación, dado que en el hipotético caso de que tuvieran como cliente a una entidad que esté bajo su paraguas de calificación, generaría una mala praxis en el mercado y serían sometidas a duras sanciones. No olvidemos que estas agencias de calificación están supervisadas en el entorno de la UE por el organismo supervisor ESMA.

Ello nos lleva a explicar, irremediabilmente, qué es exactamente una calificación crediticia<sup>41</sup>, y no es otra cosa que una especie de valoración o juicio con la principal función de otorgar un nivel de confianza al mercado acerca de una emisión de deuda concreta, evaluando los riesgos de solvencia que suponen, y a ello se le asigna una nota determinada. Por tanto, podríamos afirmar en definitiva que se trata de un mecanismo más de información al inversor, y se trataría de otro tercero objetivo en el mercado, como si de un analista financiero se tratase.

Las calificaciones tienen distintos tipos y naturalezas. Las principales tipologías que pueden dotar a la calificación son en función del objeto, en función del sujeto y en función del instrumento emitido<sup>42</sup>. El primero de ellos, en función del objeto, es la que permite evaluar de manera distinta a los emisores del bono de deuda y el propio bono en sí, es decir, dos calificaciones distintas. En cuanto a la calificación del sujeto, dependerá de si es una sociedad cotizada o no cotizada, o un organismo público, incluido las propias emisiones de deuda estatales (p.ej. Bonos del estado, Letras del Tesoro). Por

---

<sup>40</sup> ÁLVAREZ-MANZANEDA, C. (2013). *"La responsabilidad de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de Rating)"*. Thomson Reuters Aranzadi.

<sup>41</sup> SANCHEZ-CALERO GUITARTE, J y TAPIA HERMIDA, A (2013). *Las agencias de calificación crediticia ante los nuevos retos regulatorios*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil.

<sup>42</sup> ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C. Op.Cit.

último, nos encontramos las calificaciones que varían en función de la naturaleza del instrumento, siendo principalmente divididos entre instrumentos de renta fija e instrumentos de renta variable.

Los principales sujetos pasivos de la calificación son los *players* del mercado: el emisor y el inversor. Por un lado, el emisor gana confianza en su emisión de deuda, dado que la correcta calificación del ratio riesgo-solvencia de sus productos hará que el mercado considere atractivo depositar sus ahorros, y por otro lado se emite una información muy valiosa al mercado: si la deuda de un sujeto es de calidad, va a ser devuelta, por tanto se puede considerar una “inversión segura”<sup>43</sup>.

## **7. CONCLUSIONES**

- I. Una vez concluido el análisis de este trabajo, creemos necesaria la actuación del analista con la diligencia debida para ser considerado como experto, independientemente de que los resultados sean positivos o negativos, no pudiendo reprochar el inversor sus decisiones. Como se establece en el concepto de analista financiero, resulta necesario que se base en información relevante y no en meras opiniones con el fin de proporcionar posibles beneficios al inversor, pues es necesario destacar que se trata de un contrato de prestación de servicios, no de resultados.
  
- II. Es de especial relevancia que el analista conozca sobre un determinado producto para que pueda prestar asesoramiento al inversor, lo que también hace necesario que conozca los datos sobre el perfil del inversor, ya sea particular o empresa. La especialización permitirá que el analista se base en una materia que conoce de primera mano y así evitar distintos perjuicios a los inversores, ya que hay una gran diversidad tanto de analistas como de ámbitos que los inversores demandan. Por ello consideramos que los requisitos estudiados para desempeñar las funciones esenciales del analista son indispensables para que el mismo tenga la capacidad de

---

<sup>43</sup> GÓMEZ JORDANA, I (2013). *El rating como contrato*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil.

tomar decisiones importantes en determinados momentos en los que traten de obtener unos ingresos acordes al contrato de prestación de servicios.

- III. Respecto a la buena fe del analista financiero, cabe destacar la gran desprotección que sufrieron los inversores tras las crisis anteriores. Actualmente su situación ha mejorado gracias en parte a la regulación contenida en la normativa aplicable tanto a nivel estatal como europeo. Si bien, consideramos que la normativa vigente es insuficiente y que queda mucho para poder mejorar tanto la protección del inversor como la actuación del analista financiero como tercero de confianza, y es por ello que, a nuestro juicio, sería necesaria una mayor regulación para ambas partes ya que aún existen vacíos legales respecto a los mismos.
  
- IV. Una vez expuesta la diferencia entre la relación contractual y extracontractual destacamos la importancia de que principalmente, en caso de que se celebre el contrato, el analista debe de conocer el perfil del inversor y si un producto es adecuado a su perfil para que no actuar de manera negligente, mientras que si no existe contrato entre ambos será necesario realizar un análisis de la situación puesto que es más compleja al no mediar contrato de prestación de servicios entre las partes habrá que analizar la situación puesto que es una situación más compleja al no mediar contrato de prestación de servicios. En definitiva, conocer la información del mercado es de vital importancia para las relaciones extracontractuales y desde nuestra perspectiva, el analista debe tener como prioridad que dicha información sea completamente veraz a través de un profundo análisis y por tanto, que el inversor goce de una protección mayor incluso cuando no se realice un contrato entre ambos, ya que de lo contrario estimamos que tanto el perjuicio como las pérdidas pueden ser considerables.
  
- V. Ambas responsabilidades, tanto contractual como extracontractual exponen regímenes sancionadores que tras el análisis desarrollado a lo largo del trabajo han

resultado insuficientes para evitar que exista abuso de las partes, del inversor medio y del analista financiero. Si bien destacamos que el analista debe redactar una predicción basada en un estudio profundo sobre una materia en concreto, no supone una tarea sencilla, pues muchas veces, aunque el analista se esfuerce en realizar un estudio integral, la volatilidad del mercado y las diversas situaciones que se generan en el mismo, hace improbable su éxito.

- VI. El folleto informativo tendrá carácter esencial y será de gran relevancia para que todos los servicios ofrecidos por el analista estén bien indicados, al igual que la forma de operar y de esta manera el inversor sepa con total transparencia acerca de la actividad que lleva el mismo. Aun así, resaltamos la inconformidad que hay por parte del inversor medio en la actualidad con los folletos informativos, ya que aunque son controlados por la CNMV, en muchas ocasiones se incurre en publicidad engañosa con el objetivo principal de atraer clientela, por lo que encontramos necesaria una normativa más amplia sobre el folleto informativo para el caso determinado del contrato de prestación de servicios, ya que la normativa actual es muy relativa y para distintos casos determinados.
  
- VII. El conflicto de interés es complicado de apreciarse en un mercado con tantas operaciones, pero es de gran importancia que exista el papel de analista financiero para emitir un determinado estudio siendo un externo ajeno a la empresa o particular que contrata los servicios, y de esta forma ser independiente. Por otro lado, si la empresa realizase sus propios informes no sería realmente objetivo con las propias valoraciones por lo que no se daría una imagen fiel de los estados financieros. Por ello, determinamos que se debe evitar a toda costa dicho conflicto que provoca grandes irregularidades en el mercado, como por ejemplo la desviación de información que, además, puede llegar a ser inexacta, por lo que puede derivar en daños y perjuicios para el mercado y, en particular, para el inversor.



- VIII. Resaltar que, en tiempos de crisis, como la de 2008, las actividades del mercado se ven gravemente afectadas y el resultado son las pérdidas, que pueden ser elevadas y afectar a la solvencia de las entidades, por lo que las operaciones realizadas por el analista pueden verse perjudicadas al darse una gran inestabilidad del mercado. A nuestro juicio, tanto el papel del inversor ahorrador como el analista se ve gravemente afectado y las reformas que se han realizado no son suficientes aún, puesto que muchos inversores pierden sus ahorros y el analista actúa de buena fe, por lo que no puede ser considerado como acto negligente.
- IX. Las agencias de Rating son instituciones que, si bien se encuentran debidamente reguladas y el marco de su profesión es limitado, pueden alcanzar una alta dosis de responsabilidad a la hora de la creación de confianza entre emisor e inversor y, en nuestra opinión, no está correctamente delimitado su ámbito de responsabilidad y de respuesta ante el hipotético daño o perjuicio que pueda crear su valoración, y por ello, ponemos énfasis en la necesidad del legislador comunitario de promulgar o ampliar el reglamento que regula su actividad con un régimen sancionador en caso de que opere de mala fe.
- X. En conclusión, el analista debe de realizar los análisis teniendo en cuenta siempre que la información debe ser fiable y veraz, siempre actuando con la diligencia que su cargo implica, ya que en el mercado puede haber terceros que conozcan de un análisis determinado al ser la información fácil de transmitir, lo que podría causar pérdidas muy elevadas en distintos inversores y por ello incurrir en responsabilidad civil. Por ello, una vez analizados todos los puntos destacando lo que consideramos como más relevante concluimos con nuestra opinión de que es necesario reforzar el papel de los analistas, puesto que supone una gran ventaja para los inversores que no conocen del mercado y ambos pueden beneficiarse de las actuaciones llevadas a cabo por los mismos. Además, son terceros que crean riqueza, aportan mayor estabilidad al mercado, y sus funciones deben ser siempre bienvenidas.

## **BIBLIOGRAFÍA**

### **DOCTRINA**

**ALEXANDER, G. J. & SHARPE, W. F., & BAILEY, J. V. (2003).** *Fundamentos de inversiones. Teoría y práctica.* Tercera Edición.

**ÁLVAREZ-MANZANEDA, C. (2013).** *"La responsabilidad de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de Rating)".* Thomson Reuters Aranzadi.

**BELANDO GARÍN, B. (2005).** *Los analistas de valores. Entre la intervención pública y la autorregulación.*

**BERCOVITZ ÁLVARES, R. (2002).** *La responsabilidad de los analistas de inversiones.* Revista de Derecho Bancario y Bursátil. Nº86.

**COFFE. J.C.** *Understanding Enron: it's all about Gatekeepers, stupid.* Columbia Law School

**CORDOBA PADILLA, M. (2014).** *Análisis financiero.* Ediciones ECOE.

**CORONA ROMERO, E. & BEJARANO VÁZQUEZ, V. & GÓNZALEZ GARCÍA, J. R. (2014).** *Análisis de Estados Financieros Individuales y Consolidados.* Editorial UNED.

**DEL OLMO GARCÍA, P. (2001).** *Responsabilidad por daño puramente económico causado al usuario de informaciones falsas.* Anuario de Derecho Civil nº54.

**ESPÍN GUTIÉRREZ, C (2006).** *El análisis de las inversiones y los conflictos de interés.* Madrid.

**FERNÁNDEZ DE ARAOZ, ALEJANDRO (2006).** *La responsabilidad civil de los analistas financieros en Francia: Comentario a la sentencia de la corte de apelaciones de París de 30 de junio de 2006 en el asunto "LMVH/MORGAN STANLEY".* Araoz & Rueda abogados.

**FERNANDEZ DE LA HOZ GÓMEZ-ACEBO, ALEJANDRO (2003).** *Las normas de conducta. Comentario a la ley 44/2002 de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero.*

**FRADES DE LA FUENTE, EVA (1999).** *La responsabilidad profesional frente a terceros por consejos negligentes.* Dykinson. Madrid.

**GARCÍA PADILLA, VÍCTOR MANUEL (2015).** *Análisis financiero. Un enfoque integral.* Grupo Editorial Patria.

**GITMAN, L. J. (2003).** *Principios de administración financiera.* Pearson Education, Edición 10.

**GÓMEZ JORDANA, I (2013).** *El rating como contrato.* Revista de Derecho Bancario y Bursátil.

**GRIMALDOS GARCÍA, M.I. (2006).** *Algunos apuntes acerca del desarrollo reglamentario del régimen de la responsabilidad civil derivada del contenido del folleto.*

**LEVINE, S. N. (1975).** *Financial Analyst's Handbook.*

**LÓPEZ ESPINOSA, G. & GÓMEZ SALA, J. C. (2006).** *El valor de las recomendaciones de consenso de los analistas financieros en el mercado de capitales español.* Moneda y Crédito.

**M.LARRAN, JORGE & REES, W. (1999).** *Propiedades de los pronósticos de beneficios realizados por los analistas financieros: una aplicación al caso español.* Revista Española de Financiación y Contabilidad nº 101.

**NOGALES NAHARRO, I. (2015).** *FOREX AL ALCANCE DE TODOS VOL. II.*

**ORTIZ ANAYA, H. (2015).** *Análisis financiero aplicado y normas internacionales de información financiera – NIIF.* Edición 15.

**PALÁ LAGUNA, R. (2019).** *La reciente reforma del Código Penal en materia de abuso de mercado.* Análisis para Gómez Acebo & Pombo (GA\_P).

**RAMOS PAZOS, R. (1998).** *De las obligaciones.* Editorial Jurídica de Chile.

**RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, TERESA (2008).** *El tercero de confianza en el suministro de la información. Propuesta de un modelo contractual para la sociedad de la información.*

**SANCHEZ-CALERO GUITARTE, J y TAPIA HERMIDA, A (2013).** *Las agencias de calificación crediticia ante los nuevos retos regulatorios.* Revista de Derecho Bancario y Bursátil.

**SANDOVAL, L. L. & ABREU, J. L. (2008).** *Los estados financieros básicos, su uso e interpretación para la toma de decisiones en las pymes.* Ed. septiembre 2008.

**TEROL, E. (2003).** *Escuela de Organización Industrial te ayuda a buscar empleo.*

**YZQUIERDO TOLSADA, M y ALEMANY EGUIDAZU, J (2005).** *Funciones y responsabilidades del analista financiero.* Trabajo presentado al primer premio Jaime Fernández de Araoz sobre Corporate Finance. Madrid.

## **LEGISLACIÓN**

**Código Civil (1889).** *Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.* BOE 25 julio 1889, (206)

**Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).** *Informe de la comisión especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados financieros.* 8 de enero de 2003.

**Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo,** de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento

Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo (DO L 145 de 30.4.2004, p. 1).

**Real Decreto Legislativo 4/2015**, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

### **JURISPRUDENCIA**

CORTE DE APELACIONES DE PARÍS (2004). *Caso LHMV vs Morgan Stanley*.

STS Sala de lo Civil a 21 de noviembre de 2018 (3909/2018).