

CIRCULAR 1/2017, DE 26 DE ABRIL, DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, SOBRE LOS CONTRATOS DE LIQUIDEZ

Circular 1/2017, de 26 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los contratos de liquidez

La Comisión Nacional del Mercado de Valores («CNMV») ha aprobado una nueva Circular sobre contratos de liquidez que concreta las reglas de la operativa permitida para los emisores. Esta nueva Circular 1/2017, publicada el pasado 26 de abril en el Boletín Oficial de Estado y que entrará en vigor dos meses después de su publicación, adapta la práctica del contrato de liquidez a lo dispuesto en el Reglamento Europeo sobre Abuso de Mercado.

PALABRAS CLAVE

Abuso de mercado, Autocartera, CNMV, Contrato de liquidez, Manipulación de mercado.

Circular 1/2017, of 26 April, of the Spanish National Securities Market Commission (CNMV), on Liquidity Contracts

The National Securities Market Commission («CNMV») has approved a new Circular on liquidity contracts that specifies the rules of the operation allowed for issuers. This new Circular 1/2017, published last April 26 in the Official State Gazette, sets forth a series of criteria to adapt the liquidity contracts to the provisions of the European Market Abuse Regulation.

KEY WORDS

CNMV, Liquidity contract, Market abuse, Market manipulation, Treasury shares.

Fecha de recepción: 31-5-2017

Fecha de aceptación: 3-6-2017

INTRODUCCIÓN

Los denominados «contratos de liquidez» se han utilizado tradicionalmente como herramienta para suplir la falta de liquidez en ciertos valores de renta variable y dar profundidad al mercado, tratando así de evitar las consecuencias que dicha falta de liquidez puede tener en la cotización de un título.

Pese a esta ventaja, el uso (o mejor, el mal uso) de estos contratos puede ocasionar una manipulación del mercado, por lo que tradicionalmente se han admitido, pero siempre sujetos a ciertas limitaciones y restricciones.

Dentro del nuevo marco normativo de abuso de mercado establecido por el Reglamento (UE) N° 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014 (en adelante el «Reglamento (UE) N° 596/2014» o, por sus siglas en inglés, «MAR»), tal y como es conocido comúnmente en el sector), se establece la prohibición general de manipulación o intento de manipulación del mercado por cualquier persona, y se describen las actividades concretas constitutivas de manipulación del mercado en su artículo 12. No obstante, el artículo 13 del Reglamento (UE) N° 596/2014 dispone que no se aplicará la prohibición referida si la operación, orden o conducta de que se trate se apoya en un motivo legítimo y si se adecúa a la figura de las «prácticas de mercado aceptadas». Además, establece los criterios que deben ser tenidos en cuenta por las autoridades competentes para su aprobación y regula el procedimiento para su comuni-

cación a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (en adelante, «ESMA», por sus siglas en inglés) y su publicación.

Hasta el momento, la CNMV ha aceptado una única práctica de mercado, los contratos de liquidez, regulados por vez primera en la Circular 3/2007, de 19 de diciembre (la «Circular 3/2007»), regulación que ha sido reemplazada por la nueva Circular 1/2017 («Circular 1/2017» o la «Circular») que pasamos a estudiar.

REQUISITOS DE LOS CONTRATOS DE LIQUIDEZ EN LA NUEVA CIRCULAR

Los contratos de liquidez se definen por la Circular, en su norma primera, como aquellos que tienen por objeto la provisión de liquidez por parte de un intermediario financiero que, actuando por cuenta de un emisor en virtud de un contrato, lleva a cabo operaciones de compra y venta de las acciones del emisor.

Por medio de este contrato, el emisor pone a disposición de un intermediario financiero un número de acciones propias que se depositan en una cuenta abierta a tal efecto.

La regulación de los contratos parte de la premisa de considerarlos como una práctica que debe estar muy limitada y controlada. Para ello, se introducen una serie de requisitos y condiciones que pasamos a analizar brevemente y que buscan fundamental-

mente mantener el control de la operativa realizada al amparo de estos contratos, y lograr la máxima transparencia de cara al regulador y al mercado.

INDEPENDENCIA Y EXCLUSIVIDAD DEL INTERMEDIARIO FINANCIERO

La norma segunda de la Circular establece como un requisito fundamental la independencia y exclusividad del intermediario financiero que actúe como proveedor de liquidez. Con el fin de garantizar tal independencia, se exige que dicho proveedor de liquidez cuente con una estructura organizativa interna que garantice la independencia de los empleados encargados de tomar las decisiones relativas a las operaciones a realizar al amparo del contrato de liquidez respecto del área de gestión de carteras, debiendo además establecerse en el contrato de liquidez los mecanismos necesarios para evitar posibles conflictos de interés entre el emisor y el intermediario financiero.

Como requisito adicional, la norma exige que en el contrato de liquidez se fijen las condiciones de la remuneración del intermediario financiero, que debe consistir en un importe fijo, no vinculado a variables. La remuneración no podrá, por tanto, basarse en el número de operaciones realizadas, sin perjuicio de que se pueda pactar la posibilidad de resarcir los gastos en los que el intermediario financiero incurra por su realización.

Además, se establece la prohibición de que el intermediario financiero destine recursos financieros propios para llevar a cabo las operaciones objeto del contrato de liquidez, y el emisor solo podrá suscribir el contrato de liquidez con un único intermediario financiero.

ACTUACIÓN EN LOS MERCADOS E IDENTIFICACIÓN DE OPERACIONES

Conforme a la Circular, las operaciones realizadas en virtud de un contrato de liquidez únicamente podrán llevarse a cabo en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales de negociación españoles en los que estén admitidas a negociación o sean negociadas las acciones del emisor, a través de sus medios de contratación electrónica.

Las operaciones realizadas en virtud de un contrato de liquidez deben además ser registradas por el intermediario financiero en dos cuentas, una cuen-

ta de valores y su correspondiente cuenta de efectivo, ambas abiertas a tal efecto a nombre del emisor y destinadas únicamente al registro y ejecución de estas operaciones.

El intermediario financiero deberá mantener durante un plazo de al menos 5 años un registro de las órdenes introducidas.

CONDICIONES PARA OPERAR

El intermediario financiero, en el desempeño de su actividad de provisión de liquidez, operará en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales de negociación españoles, a través del mercado de órdenes, conforme las normas de contratación establecidas en el correspondiente centro de negociación y dentro de los horarios habituales de negociación de estos.

Como excepción, se establece que el intermediario financiero podrá comprar o vender mediante operaciones de bloques u otras operaciones bilaterales negociadas, aunque solo exclusivamente cuando sean a iniciativa de un tercero distinto del emisor y del intermediario financiero.

El intermediario financiero no deberá ejercer nunca una posición dominante en la contratación de las acciones del emisor. Para ello se establece un límite sobre el volumen diario ejecutado por el intermediario financiero que no puede superar el 15 % del promedio diario del volumen negociado en el mercado de órdenes del mercado regulado o del sistema multilateral de negociación español en las 30 sesiones anteriores cuando el contrato de liquidez haya sido suscrito por un emisor cuyas acciones objeto del contrato de liquidez tengan un mercado líquido conforme a lo dispuesto en el artículo 2.1.17 del Reglamento (UE) N° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros («MIFIR»).

Este límite será del 25 % en el caso de que el contrato de liquidez haya sido suscrito por un emisor cuyas acciones objeto del contrato de liquidez no tengan un mercado líquido, según este se define conforme a lo dispuesto en el artículo 2.1.17 de MIFIR.

Durante los periodos de subasta y muy especialmente en la de cierre, el intermediario financiero deberá extremar su cautela para evitar que su actuación influya de manera decisiva en la evolución de precios.

CONTINUIDAD DE LA ACTIVIDAD

La norma segunda de la Circular establece que el contrato de liquidez deberá ejecutarse de modo que se asegure su continuidad, manteniendo para ello a largo plazo el necesario equilibrio entre el volumen de compras y ventas.

Una novedad fundamental es que esta misma norma establece que el intermediario financiero podrá decidir no operar si, como consecuencia de ello, se viera comprometida la continuidad en la prestación de este servicio por el eventual agotamiento de las acciones o efectivo aportados por el emisor.

Además, se establece la absoluta indisponibilidad de las acciones propias asignadas por el emisor a un contrato de liquidez; solo podrán ser dispuestas y, por tanto, adeudadas en la cuenta de valores como consecuencia de operaciones realizadas en virtud del correspondiente contrato de liquidez.

El emisor deberá respetar en todo momento la normativa relativa a los negocios sobre las propias acciones que resulte de aplicación en cada momento y, en particular, la normativa de autocartera establecida por la Ley de Sociedades de Capital en su artículo 509.

Para evitar las desviaciones en el precio, la norma tercera de la Circular establece que durante el horario del mercado abierto para las acciones negociadas en la modalidad de contratación continua:

(a) Las órdenes de compra se deberán formular a un precio no superior al mayor entre el de la última transacción realizada en el mercado por sujetos independientes y el más alto contenido en una orden de compra del carné de órdenes.

(b) Las órdenes de venta se deberán formular a un precio no inferior al menor entre el de la última transacción realizada en el mercado por sujetos independientes y el más bajo contenido en una orden de venta del carné de órdenes.

Estas dos reglas se aplican también a la operativa desarrollada por el intermediario financiero en las subastas correspondientes al sistema de contratación de *fixing*, con alguna especialidad menor.

OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN

Con el fin de garantizar la mayor transparencia posible, la Circular establece que el emisor, además de las obligaciones de información en materia de

autocartera a las que las sociedades cotizadas están sometidas, si suscribe un contrato de liquidez debe hacer pública la siguiente información:

(a) Con anterioridad a la entrada en vigor del contrato de liquidez, la identidad del intermediario financiero con el que se ha suscrito el contrato, la identificación del valor y del mercado en el que se realizarán las operaciones, el periodo de vigencia, así como el número de acciones y efectivo destinados a la cuenta de valores y a la cuenta de efectivo respectivamente.

(b) Con carácter trimestral y en todo caso cuando el contrato de liquidez quede resuelto, el emisor informará de las operaciones sobre sus propias acciones efectuadas al amparo de este, con detalle del número de acciones propias compradas y vendidas, identificando, en su caso, las que se hayan contratado a través de una operación de bloques o bilaterales negociadas, formalizadas conforme a la legislación vigente, el efectivo empleado y obtenido, los precios medios de compra y venta, el número de operaciones realizadas, así como el saldo de la cuenta de valores y de la cuenta de efectivo, a la fecha del periodo del que se informa y a la firma del referido contrato.

(c) En los supuestos de resolución del contrato de liquidez, el emisor informará de este extremo y las razones o causas que han motivado su resolución.

Los emisores deben asegurarse de que estas comunicaciones estén disponibles para la consulta por el público por un plazo de cinco años, a contar desde el momento en que dicha información se hizo pública por primera vez.

Del mismo modo todo emisor que formalice un contrato de liquidez debe remitir a la CNMV una copia del referido contrato tan pronto como este se suscriba. Asimismo, el emisor deberá remitir una copia del documento o instrumento en el que se formalice cualquier modificación del contrato de liquidez.

Desde un punto de vista práctico, debemos reseñar que la CNMV recomienda el uso del modelo de contrato de liquidez, que se incorpora como anexo I a la Circular.

RESTRICCIONES

Por último, la norma quinta de la Circular establece cuatro supuestos en que debe suspenderse esta operativa:

(a) Ofertas públicas de venta y suscripción de acciones del emisor en las que se desarrollen operaciones de estabilización, al amparo de lo previsto en el artículo 5 de MAR, durante el periodo en el que se desarrolle la estabilización y hasta la comunicación de la fecha en que se haya realizado por última vez la estabilización o del ejercicio de la opción *greenshoe*.

(b) Desde el anuncio al mercado, a través de la publicación de la correspondiente comunicación, y hasta la liquidación de una oferta pública de adquisición de acciones del emisor o de una oferta pública de adquisición de acciones en la que el emisor sea la sociedad oferente y la contraprestación ofrecida consista en una permuta o canje de valores o en una contraprestación mixta.

(c) Durante la realización de programas de recompra de acciones del emisor.

(d) Con ocasión de las compras de acciones propias que tenga que realizar el emisor como consecuencia de un plan de retribución a empleados o directivos, el vencimiento de un instrumento financiero derivado o de una operación corporativa.

MODELO DE CONTRATO

Por último, y desde un punto de vista práctico, debemos reseñar que la Circular en su anexo I recoge un modelo normalizado de contrato de liquidez, cuyo uso recomienda.

JOSEFINA GARCÍA PEDROVIEJO*

* Abogada del Área de Mercantil de Uría Menéndez (Madrid).