

Consulta pública sobre el establecimiento de los contratos de liquidez como práctica de mercado aceptada a los efectos de lo previsto en el Reglamento (UE) Nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre abuso de mercado y en el borrador de los estándares técnicos sobre prácticas de mercado aceptadas

19 de octubre de 2015

El pasado 3 de julio de 2014 entró en vigor el Reglamento (UE) Nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) que resultará de aplicación en la mayor parte de sus preceptos a partir del 3 de julio de 2016.

El Reglamento sobre abuso de mercado deroga la Directiva 2003/6/EC, de 28 de junio de 2003, sobre abuso de mercado (MAD) y la Directiva 2004/72/CE, de 29 de abril de 2004, a efectos de aplicación de la MAD en lo relativo, entre otras cuestiones, a las prácticas de mercado aceptadas (AMP).

Las prácticas de mercado aceptadas son prácticas que se pueden esperar razonablemente en uno o más mercados financieros y que están aceptadas por la autoridad competente de conformidad con las directrices adoptadas por la Comisión. En algunos casos, la realización de estas prácticas podría encajar, a priori, en la definición de manipulación de mercado, pero se reconocen específicamente y se admiten en la normativa nacional, en la medida en que su contribución al funcionamiento ordenado del mercado supera los eventuales riesgos de distorsión (manipulación) que conllevan. En el caso de las AMP se exige, de forma adicional al respeto de sus preceptos reconocidos a escala nacional, la existencia de motivos legítimos para su realización.

En el caso español, dichas prácticas son recogidas por el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores en materia de abuso de mercado, que establece los criterios que deben ser tenidos en cuenta por la CNMV a la hora de determinar si una práctica de mercado es aceptada.

Hasta el momento, la CNMV ha aceptado una única práctica de mercado que ha tenido su reflejo en la Circular 3/2007, de 19 de diciembre, de la CNMV sobre contratos de liquidez (Circular 3/2007). El objetivo de estos contratos es favorecer la liquidez de las transacciones y la regularidad de la cotización de las acciones dentro de los límites establecidos por la junta de accionistas del emisor para la adquisición de acciones propias.

El Reglamento sobre abuso de mercado recoge las prácticas aceptadas de mercado en su artículo 13. Este artículo señala, entre otras cuestiones, los criterios que deben ser tenidos en cuenta por las autoridades competentes para determinar que una práctica de mercado es aceptada y la necesidad de que la autoridad competente notifique a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA por sus siglas en inglés) y a las demás autoridades competentes su intención de considerarla práctica de mercado aceptada, facilitando detalles sobre la evaluación realizada. En los dos meses siguientes a la recepción de la notificación, ESMA enviará a la autoridad competente un dictamen sobre dicha práctica.

El artículo 13 también señala que ESMA, a fin de asegurar una aplicación homogénea del artículo, elaborará proyectos de normas técnicas de regulación en las que se detallen los criterios, el procedimiento y los requisitos para establecer una práctica de mercado aceptada, así como los requisitos para mantenerla, derogarla o modificar las condiciones para su aceptación. Además, el citado artículo señala que en el plazo de los 3 meses siguientes a la entrada en vigor de las normas técnicas de regulación indicadas, las autoridades competentes deberán notificar a ESMA las prácticas de mercado aceptadas por ellas que tuvieran en vigor antes del 2 de julio de 2014, que seguirán aplicándose en el Estado miembro de que se trate hasta que la autoridad competente tome una decisión respecto de la continuación de esas prácticas.

Por tanto, se ha considerado oportuno realizar la presente consulta pública al objeto de recibir información sobre la conveniencia de mantener los contratos de liquidez como una práctica de mercado aceptada. Además, a través de la consulta se pretende recibir la opinión del mercado y sus participantes sobre aquellas cuestiones que deben ser tenidas en cuenta para el mantenimiento de los contratos de liquidez como práctica de mercado aceptada, bien con el fin de adaptarla a las modificaciones que se derivan del Reglamento sobre abuso de mercado y del borrador de los estándares técnicos sobre prácticas de mercado aceptadas, o bien para permitir una mejora en su funcionamiento. Por último, la información recibida será tenida en cuenta de cara al proceso de evaluación de la práctica de mercado que, conforme al artículo 13 del Reglamento sobre abuso de mercado, debe ser realizado por la CNMV para su posterior comunicación a ESMA.

De cara a la presente consulta pública, es importante destacar que el Reglamento sobre abuso de mercado ha introducido una serie de novedades en relación a la actual regulación sobre esta materia. La principal novedad es el hecho de que ha extendido su ámbito de aplicación a instrumentos financieros admitidos a negociación no sólo en mercados regulados, sino también en sistemas multilaterales de negociación y a operaciones realizadas fuera de un centro de negociación (OTC). En concreto, el artículo 2.3 de Reglamento señala que éste se aplicará a toda operación, orden o conducta relativa a los instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado o para los que se haya solicitado la admisión en un mercado regulado y a los instrumentos financieros negociados, admitidos o para los que se haya solicitado la admisión a negociación en un sistema multilateral de negociación, con independencia de que dicha operación, orden o conducta se realice o no en un centro de negociación. El Reglamento sobre abuso de mercado no impone como criterio general para ejecutar o realizar una práctica de mercado aceptada la necesidad de ser una entidad supervisada. No obstante, el borrador de los estándares técnicos reconoce la posibilidad de las autoridades competentes de evaluar, caso por caso, la necesidad de tal estatus para la ejecución de la práctica.

Teniendo en cuenta lo anterior, la CNMV está interesada en conocer la opinión de los diferentes participantes del mercado en relación con aquellos temas que se consideran relevantes de cara al establecimiento de los contratos de liquidez como una práctica de mercado aceptada. La presente consulta va dirigida especialmente a las sociedades emisoras, empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, asociaciones de inversores, entidades rectoras de los mercados y otras autoridades competentes. Se ruega faciliten las razones que motivan las respuestas.

1. ¿Considera apropiado mantener los contratos de liquidez como práctica de mercado aceptada?

***Objetivos, efectos y riesgos de la práctica de mercado aceptada***

2. ¿En qué medida los contratos de liquidez contemplados en la actual Circular 3/2007 tiene un impacto positivo en la liquidez del mercado y su eficiencia? ¿Qué medidas podrían adoptarse para mejorar dicho impacto?

3. ¿Considera que los riesgos para la integridad y estructura del mercado que pudieran derivarse de la ejecución de un contrato de liquidez, entre ellos, los de transparencia necesaria, conflictos de intereses, organización adecuada de la persona que ejecuta el contrato o protección al inversor, están adecuadamente cubiertos en la Circular 3/2007? ¿Deberían adoptarse otras medidas de mitigación de dichos riesgos?

#### ***Ámbito de aplicación de la práctica***

4. Dado el objetivo de esta práctica, considera conveniente que puedan adoptarla los emisores cuyas acciones se consideren líquidas según la regulación MiFID (aquellas que sociedades que alcanzan estos mínimos: 1 M€ de efectivo de negociación diaria; 100M € de capitalización; 250 transmisiones diarias).
5. Tal y como se ha indicado anteriormente, el Reglamento sobre abuso de mercado extiende su ámbito de aplicación a los sistemas multilaterales de negociación. En este sentido ¿qué circunstancias considera que deben tenerse en cuenta para la aplicación de los contratos de liquidez en un sistema multilateral de negociación?

#### ***Personas que desarrollan o ejecutan una práctica de mercado aceptada.***

6. ¿Considera apropiado que la persona que ejecute el contrato de liquidez por cuenta del beneficiario tenga que ser necesariamente un miembro negociador del mercado donde se ejecuta la práctica?

#### ***Requisitos y obligaciones en materia de transparencia***

7. ¿Considera que la persona que debe hacer públicos mediante la correspondiente comunicación de información relevante los detalles relativos a las operaciones realizadas al amparo de una práctica de mercado aceptada debe ser la sociedad emisora (beneficiario) o la persona que la ejecuta?
8. ¿Considera suficiente el nivel de transparencia que exige la Circular 3/2007 en relación con los contratos de liquidez?

#### ***Condiciones para operar***

9. ¿Considera adecuado el límite de volumen del 25% del promedio diario del mercado de órdenes del centro de negociación en el que se ejecuta el contrato de liquidez? Indique las razones que motivan su respuesta.
10. ¿Considera adecuado que en el marco de la operativa desarrollada al amparo de un contrato de liquidez se ejecuten operaciones en el mercado de bloques? En caso afirmativo, ¿bajo que supuestos y condiciones podrían ejecutarse dichas operaciones?
11. ¿Considera adecuada la limitación a la introducción o modificación de órdenes relativas al contrato de liquidez durante los períodos de subasta, en particular en la de cierre, o en otras circunstancias? ¿Bajo qué condiciones cabrían excepciones a dicha limitación?

#### ***Restricciones para operar***

12. ¿Considera adecuados los supuestos de suspensión de la operativa del contrato de liquidez contemplados en la Circular 3/2007? Con relación al supuesto de suscripción de acciones del emisor, ¿debería extenderse la suspensión al periodo de negociación de los derechos de suscripción? ¿Deberían establecerse otros supuestos de suspensión de la operativa del contrato de liquidez?

### *Otras informaciones*

13. Además de la provisión de liquidez y de los objetivos de los programas de recompra previstos en el Reglamento de la Comisión Europea 2273/2003 (atender el canje de instrumentos canjeables; programas de opciones de sobre acciones para empleados; reducción de capital), ¿considera que existen otros motivos legítimos para que un emisor compre sus propias acciones?
14. Para aquellas sociedades emisoras cuyas acciones se negocien en la modalidad de fixing, ¿cuáles son las condiciones para operar que deben ser tenidas en cuenta a los efectos de los contratos de liquidez, en particular, en lo referido al precio al que se deben formular las órdenes y el límite de volumen del 25%?
15. Indique cualquier otra cuestión que considere relevante a los efectos de la presente consulta pública.

A los efectos de la presente consulta, se adjuntan a continuación los siguientes enlaces donde podrán consultar la normativa de referencia:

- Circular 3/2007, de 19 de diciembre, de la CNMV sobre contratos de liquidez.

[http://www.cnmv.es/DocPortal/legislacion/circulares/3\\_07.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/legislacion/circulares/3_07.pdf)

- Reglamento (UE) N<sup>o</sup> 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado.

<http://www.boe.es/doue/2014/173/L00001-00061.pdf>

- Borrador de los estándares técnicos sobre prácticas de mercado aceptadas (Regulatory Technical Standard on accepted market practices).

[https://www.esma.europa.eu/system/files/2015-esma-1455\\_-\\_final\\_report\\_mar\\_ts.pdf](https://www.esma.europa.eu/system/files/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf)

Hasta el próximo 6 de noviembre de 2015 y por escrito, puede enviar sus comentarios a la siguiente dirección de la CNMV:

DIRECCIÓN GENERAL DE MERCADOS  
**COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**  
Edison, 4  
28006-MADRID

Para facilitar y agilizar la remisión de los comentarios, se ha habilitado la siguiente dirección de correo electrónico:

[amp@cnmv.es](mailto:amp@cnmv.es)