

Criterios que la Comisión Nacional del Mercado de Valores recomienda sean observados por los emisores de valores y los intermediarios financieros que actúen por cuenta de los emisores de valores en su operativa discrecional de autocartera

18 de julio de 2013

El Comité Ejecutivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha adoptado el acuerdo de publicar las recomendaciones sobre los criterios que se exponen más adelante para la operativa discrecional de autocartera de los emisores de valores y los intermediarios financieros que actúen por cuenta de aquellos.

Durante los últimos años se ha venido observando en el mercado español un incremento en la actividad de autocartera desarrollada por emisores de valores que compran o venden en el mercado sus propias acciones, actuando de forma anónima y discrecional, a través de un intermediario. Se trata de operaciones que suelen canalizarse a través de los mercados oficiales y, en concreto, mediante órdenes introducidas en el libro de órdenes central a través de un intermediario financiero.

Esta operativa discrecional de autocartera, que, en algunos casos, se desarrolla mediante órdenes de compra en los momentos de exceso de papel o en los que se considera que el precio valor está alejado de sus fundamentos, y órdenes de venta en los momentos de exceso de dinero cuando el mercado retoma la senda alcista, es susceptible de generar, bajo determinadas circunstancias, potenciales riesgos y conflictos de interés, que van desde la posible distorsión de la demanda y oferta de títulos, a la posible generación de señales erróneas respecto a la liquidez real de un valor o los conflictos de intereses concurrentes en los administradores de la sociedad, que son los principales concededores y emisores de información privilegiada y, a la vez, los que toman decisiones de compra y venta sobre sus propios valores.

Desde el punto de vista estricto de posibles señales engañosas al mercado, dos son principalmente los posibles riesgos asociados a la operativa discrecional de autocartera. El primero de ellos hace referencia a la generación de señales engañosas en volumen, por cuanto que dicha actividad puede llegar a provocar la apariencia de que el volumen de demanda u oferta en un valor es superior al que resultaría del libre juego de oferta y demanda, y, en consecuencia, el inversor podría ser inducido a error respecto al grado de liquidez de un valor, ante la imposibilidad de distinguir qué volumen de la oferta o demanda corresponde a la autocartera y cuál a los agentes de mercado.

El segundo de los riesgos hace referencia a la posible generación de señales engañosas en precio, que son las que mayor perturbación pueden provocar en el mercado. La actividad de autocartera, al introducir órdenes de compra de cierto volumen, puede afectar a la formación del precio, en la medida en que lo haga con volúmenes elevados o a precios alejados del de equilibrio.

La generación de ambos tipos de señales engañosas podría llegar a ser constitutiva de manipulación de mercado en los términos en los que dicha conducta se encuentra regulada en

la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y la normativa europea, dependiendo del impacto que generen en volumen y precio.

Teniendo en cuenta los potenciales riesgos que podría llegar a comportar para la integridad del mercado el uso indebido de la actividad discrecional de autocartera por parte de sociedades cotizadas, y la relevancia que dicha integridad está cobrando en el contexto de competencia internacional entre centros financieros, la Comisión Nacional del Mercado de Valores considera apropiado recomendar una serie de criterios para que sean observados por los emisores de valores y los intermediarios financieros que actúan por cuenta de los emisores de valores en su operativa discrecional de autocartera.

El objetivo de estos criterios orientativos es contribuir a la correcta formación de precios a la vez que fomentar la transparencia de los mercados y la protección al inversor.

A estos efectos, se entenderá por operativa discrecional de autocartera las operaciones de compra o venta de acciones propias, en los mecanismos de negociación electrónicos de los mercados oficiales, sistemas multilaterales de negociación o cualquier otra plataforma organizada de negociación que ordene su emisor, directa o indirectamente, siempre que dichas operaciones no se ajusten a lo establecido para los programas de recompra y estabilización en el Reglamento (CE) N<sup>o</sup> 2273/2003 de la Comisión de 22 de diciembre por el que aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros o a lo dispuesto en la Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores 3/2007, de 19 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los contratos de liquidez a los efectos de su aceptación como práctica de mercado.

La consideración de operativa discrecional de autocartera se extenderá también las operaciones que ordenen por cuenta propia las entidades controladas por el emisor sobre las acciones emitidas por éste. Incluirá asimismo las operaciones de bloques en las que la contrapartida esté deshaciendo una posición previamente constituida mediante operaciones en el mercado de órdenes. Por el contrario, no tendrán la consideración de operativa discrecional de autocartera aquellas operaciones de bloques en las que la contrapartida no este deshaciendo una posición previamente constituida mediante operaciones en el mercado de órdenes.

Estos criterios se dirigen en primer lugar a los emisores de valores cotizados, pero también deberían tenerlos en cuenta las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito españolas, incluidas las filiales de entidades extranjeras, así como las sucursales de empresas de servicios de inversión o entidades de crédito no comunitarias que efectúen operaciones sobre autocartera de los emisores a la hora de valorar la conveniencia de remitir a la Comisión Nacional del Mercado de Valores una comunicación de operaciones sospechosas en virtud de lo dispuesto en apartado 1 del artículo 83 quáter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Los criterios que la Comisión Nacional del Mercado de Valores recomienda sean observados por los emisores de valores y los intermediarios financieros que actúan por cuenta de los emisores de valores en la operativa discrecional de autocartera son los siguientes:

#### **A) Criterios relativos a la forma de llevar a cabo la operativa discrecional de autocartera:**

##### **- Volumen:**

La suma del volumen diario contratado de acciones propias en el conjunto de los sistemas o mercados en que se realice la operativa de autocartera, incluyendo compras y ventas, no debería superar con carácter general el 15% del promedio diario de contratación de compras en las 30 sesiones anteriores del mercado de órdenes del mercado secundario oficial en el que estén admitidas a negociación las acciones. Este umbral podría llegar al 25% cuando las

acciones propias adquiridas vayan a ser utilizadas como contraprestación en la compra de otra sociedad o para su entrega en canje en el marco de un proceso de fusión.

**- Precio:**

Las órdenes de compra no se deberían formular a un precio 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. Por el contrario, las órdenes de venta no se deberían formular a un precio inferior al menor entre el de la última transacción realizada en el mercado por sujetos independientes y el más bajo contenido en una orden del carné de órdenes. Además, los precios de compra o venta no debieran generar tendencia en el precio del valor.

**- Tiempo:**

a) El emisor o el intermediario que actúa por cuenta del emisor no debería introducir órdenes de compra o venta durante los períodos de subasta de apertura o cierre, salvo:

- i) Que la operativa realizada en estos períodos se realice de forma excepcional, por causa justificada, extremando la cautela al objeto de evitar que su actuación influya de manera decisiva en la evolución del precio de la subasta. En todo caso, el volumen acumulado de las órdenes introducidas, incluyendo compras y ventas, no debería superar el 10% del volumen teórico resultante de la subasta en el momento de introducción de dichas órdenes. Adicionalmente, y salvo circunstancias excepcionales y justificadas, no deberían introducirse órdenes de mercado o por lo mejor en estos períodos.
- ii) Que las acciones emitidas por el emisor se contraten bajo la modalidad de *fixing*. En este caso las órdenes deberían introducirse con una anticipación al momento de la resolución de la subasta que permita asegurar la reacción de los demás participantes del mercado a las órdenes introducidas. Adicionalmente, y salvo circunstancias excepcionales y justificadas, no deberían introducirse órdenes de mercado o por lo mejor en estos períodos.

b) El emisor o el intermediario que actúa por cuenta del emisor no debería operar con acciones propias durante el intervalo de tiempo que medie entre la fecha en que el emisor, conforme al apartado 4 del artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, decida retrasar bajo su propia responsabilidad la publicación y difusión de información relevante y la fecha en la que esta información es publicada.

c) En los casos en los que se encuentre suspendida la negociación de las acciones, el emisor o el intermediario que actúa por cuenta del emisor no debería introducir órdenes durante el período de subasta previo al levantamiento de la suspensión hasta que se hayan cruzado operaciones en el valor. En caso de órdenes no ejecutadas, éstas deberían ser retiradas.

d) El emisor o el intermediario que actúa por cuenta del emisor no debería operar con acciones propias durante el plazo de los 15 días naturales anteriores a la publicación de la información financiera regulada en el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea.

**- Organización interna y control de la actividad:**

a) El emisor debería procurar que la gestión de la autocartera sea estanca con respecto al resto de las actividades de la compañía. Asimismo, debería nombrar un responsable de la gestión de la autocartera y comunicarlo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) El responsable de la gestión de la autocartera en el emisor debería informar mensualmente al Comité de Auditoría de la negociación llevada a cabo con acciones propias.

**B) Criterios relativos a la información de la operativa discrecional de autocartera a suministrar al supervisor y al mercado:**

Se recomienda a los emisores que informen a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la empresa de servicios de inversión o entidad de crédito que actúe por cuenta del emisor en la operativa discrecional de autocartera, y que remitan los contratos suscritos con el intermediario financiero a los efectos de gestión de la autocartera.

Asimismo, cuando los emisores hayan realizado la correspondiente comunicación de información relevante a la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre la compra de otra sociedad o sobre su fusión con otra sociedad y esta operación se vaya a instrumentar total o parcialmente mediante la adquisición de acciones propias, se recomienda a los emisores la observancia de las siguientes pautas de información:

a) Antes de iniciar la adquisición de las acciones propias, el emisor debería hacer público, mediante la correspondiente comunicación de información relevante a la CNMV, el objetivo de las compras, el número de acciones propias a adquirir y el plazo durante el cual se lleven a cabo dichas compras.

b) El emisor debería hacer público, mediante la correspondiente comunicación de información relevante a la CNMV, los detalles de las operaciones realizadas sobre autocartera a más tardar al final de la séptima sesión diaria del mercado siguiente al día de la ejecución de las operaciones.

c) En el supuesto de que la compra o la fusión con otra sociedad que justifique la adquisición de acciones propias no se lleve a cabo finalmente, el emisor debería hacer pública esta circunstancia, mediante la correspondiente comunicación de información relevante a la Comisión Nacional del Mercado de Valores e informar del destino de las acciones propias adquiridas.

En aquellos casos en los que los emisores vayan a adquirir acciones propias para su utilización como contraprestación en la compra de otra sociedad o para su entrega en canje en el marco de un proceso de fusión y no hubiesen realizado la correspondiente comunicación de información relevante, se recomienda, no obstante, que la información relacionada en las letras a), b) y c) anteriores sea comunicada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.