



INICIATIVA CONTRA EL ABUSO DE MERCADO  
[PRIMER BORRADOR]

# Índice

<b>Presentación</b>	<b>3-4</b>
<b>Calendario Previsto</b>	<b>5</b>
<b>Lista Preliminar de Posibles Medidas</b>	<b>6-12</b>
<b>1. Fijación de criterios sobre aplicación práctica de normas</b>	<b>6-9</b>
<b>2. Campaña de información pública</b>	<b>10</b>
<b>3. Mejora de la supervisión y sanción</b>	<b>10-12</b>
<b>Anejo 1: Primer borrador de circular de la CNMV sobre prácticas de mercado aceptadas en operaciones de colocación o compra de grandes paquetes accionariales</b>	<b>13</b>
<b>Anejo 2: Primer borrador de circular de la CNMV sobre negociación de acciones propias por sociedades cotizadas</b>	<b>17</b>
<b>Anejo 3: Esquema de Protocolo de actuación de la CNMV en caso de anomalías y rumores relevantes sobre un valor cotizado</b>	<b>24</b>
<b>Anejo 4: Modelo de declaración de operaciones sospechosas</b>	<b>30</b>

## Presentación

El uso de información privilegiada y la manipulación de cotizaciones –prácticas conocidas internacionalmente como “abuso de mercado” (*market abuse*)- hacen que la gran mayoría de los inversores y participantes en los mercados de valores actúen con información asimétrica o errónea, lo que, además de quebrar el principio de igualdad, eleva el riesgo de sus operaciones y disminuye su confianza y, en consecuencia, reduce la liquidez de los mercados de valores. De ahí que, en la actualidad, la legislación de todos los mercados financieros internacionales –y, en el seno de la Unión Europea, las Directivas sobre Abuso de Mercado- sancionen tales conductas, como hacen en España la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y sus normas de desarrollo.

La experiencia internacional revela que, a pesar de esas normas sancionadoras, en todos los mercados financieros, incluso en los de mayor prestigio y solera, se dan infracciones de esa naturaleza, sin que el español sea una excepción<sup>1</sup>. Ahora bien, que tales conductas se den en todos los grandes mercados de valores –incluido el español, que en materia de integridad de mercado tiene poco que envidiar a los restantes- no debe ser óbice para que los participantes y supervisores de tales mercados redoblen sus esfuerzos para erradicarlas. De ahí la presente Iniciativa Contra el Abuso de Mercado (ICAM), que, auspiciada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), pretende galvanizar y encauzar el esfuerzo colectivo de todos los profesionales, entidades financieras, inversores e instituciones públicas y privadas del mercado español de valores por mejorar de forma continua su integridad y adoptar prácticas profesionales que respeten escrupulosamente las Leyes y sean acordes con los estándares de los mercados más eficientes.

A la luz de la experiencia reciente, y a reserva de los cambios que deriven de ese proceso participativo de consulta, la ICAM se centrará, de forma prioritaria, en la prevención de las siguientes conductas:

- a) Uso o comunicación a terceros de información privilegiada relacionada con:
  1. Grandes operaciones societarias (tales como OPAs; fusiones y combinaciones de negocios; compras o ventas de participaciones accionariales significativas en la sociedad; o compra o enajenación de activos societarios significativos).
  2. Presentación por la sociedad de información financiero-económica, previsiones de resultados o cambios de políticas (por ejemplo, en materia de dividendos), cuando se aparten significativamente de lo esperado.
  
- b) Manipulación de la cotización o negociación de una acción mediante:
  1. Difusión de informaciones o rumores falsos o engañosos.
  2. Manipulación mediante operaciones de mercado (especialmente cuando, por estar previstas ampliaciones de capital, ofertas públicas de venta, fusiones,

---

<sup>1</sup> Véase, a título ilustrativo, el estudio de la Financial Services Authority (FSA) del Reino Unido “*Measuring market cleanliness*”, Ocasional Paper nº 23 FSA, Marzo 2006. El estudio, tras analizar todos los anuncios de OPA en el Reino Unido desde 2001, constata indicios de posible uso de información privilegiada en el 38’6% de los casos.

adquisiciones con pago en acciones, emisión de bonos convertibles, u otras operaciones societarias, la alteración pueda favorecer a la sociedad o a sus accionistas).

3. Difusión de análisis financiero sobre la sociedad o la acción sin respetar las normas de conducta aplicables.

La fijación por la ICAM de tales áreas prioritarias no implicará que la CNMV limite a ellas su actuación supervisora y disciplinaria, pero sí que les otorgue especial prioridad.

Guiada por esas prioridades, la ICAM deberá plasmarse en medidas concretas, que deberán ser objeto de amplio debate con todos los agentes del mercado antes de la aprobación por el Consejo de la CNMV, en abril de 2007, de la versión final de la presente Iniciativa. Con el fin de estimular, acelerar y hacer más fructífero ese proceso de debate, este primer borrador ya incluye una primera Lista Preliminar de Posibles Medidas. Aunque algunas de ellas se desarrollan en detalle en los Anejos, todas tiene carácter preliminar, sin que su mención ahora prejuzgue su inclusión en la versión final de la ICAM. En el caso de algunas, no se ha querido ni siquiera prejuzgar la naturaleza o forma jurídica que deba finalmente adoptar la medidas esbozada, por entenderse que esa cuestión podrá dilucidarse en el curso de los debates sobre tales eventuales medidas.

La ICAM tiene presente que las cuestiones relativas al abuso de mercado son conceptualmente complejas y exigen un notable esfuerzo para deslindar las conductas reprochables de las que no lo son. De ahí que el primero de los tres grandes capítulos de la citada Lista Preliminar de Posibles Medidas aspire a fijar criterios prácticos sobre el alcance de las normas sobre la materia, paso esencial antes de su voluntaria aplicación por los agentes del mercado y de su eficaz supervisión por quienes deben velar por su cumplimiento.

La ICAM deberá tener presente la internacionalización de la actividad en el mercado español de valores y, en particular, la facilidad para actuar en él desde el extranjero, fenómenos que podrán acrecentarse tras la entrada en vigor de la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (Directiva MiFiD). La futura entrada en vigor de la citada Directiva, al facilitar la desconcentración de la negociación de las acciones cotizadas, exigirá un mayor esfuerzo de las autoridades de supervisión, a fin de aplicar las normas contra el abuso de mercado de forma homogénea a todos los ámbitos de negociación de un mismo valor. Aunque la integridad de un mercado lo hace más atractivo para los inversores, esa integridad debe asentarse en hábitos y reglas de conducta que no pongan en riesgo la competitividad del mercado, ni entrañen una pesada carga para las sociedades cotizadas, nuevos emisores, intermediarios financieros o demás participantes en el mercado.

## Calendario Previsto

La ICAM pretende ser la manifestación de un esfuerzo colectivo. En consecuencia, el procedimiento previsto para el debate público de este primer borrador y para la adopción de su versión final será el siguiente:

*29 de enero de 2007*

- Sesión informativa con medios de comunicación y posterior difusión pública a través de la página web de la CNMV del primer borrador de la ICAM.

*Febrero-Marzo 2007*

- Celebración de reuniones de trabajo y debate con:
  - Sociedades rectoras y departamentos de supervisión de Bolsas y Mercados Oficiales
  - Grupo de Expertos de Mercado (GEM)<sup>2</sup>
  - Directivos y consejeros de sociedades cotizadas y grandes inversores
  - Asesores jurídicos y despachos de abogados
  - Bancos de inversión especializados e intermediarios financieros
  - Analistas financieros y compañías de calificación
  - Profesionales de medios de comunicación financieros especializados (agencias, difusores de información, prensa especializada, etc.).
- Presentación de la ICAM a otras instituciones públicas (Sepblac, Fiscalía del Estado...).
- Análisis de observaciones escritas recibidas durante el proceso de consulta pública<sup>3</sup>.
- Aprobación por Comité Ejecutivo de CNMV del proyecto de la ICAM, una vez concluido el proceso de debate público sobre primer borrador.
- Solicitud de informe sobre el proyecto de la ICAM al Comité Consultivo de CNMV.

*Abril 2007*

- Adopción y difusión pública por el Consejo de CNMV de la versión definitiva de la ICAM.
- Inicio del proceso de tramitación y puesta en práctica de las Circulares y demás medidas contenidas en la versión definitiva de la ICAM.

Transcurrido un tiempo prudencial desde su aprobación, la CNMV, con la colaboración, en su caso, de su Comité Consultivo y demás participantes del mercado, evaluará el grado de ejecución y eficacia de la ICAM.

---

<sup>2</sup> El Grupo de Expertos de Mercado (GEM) es un grupo informal y especializado de profesionales, designados a título personal pero procedentes de sociedades cotizadas e intermediarios financieros, que la Dirección General de Mercado de la CNMV estableció en 2006 para dialogar y debatir sobre cuestiones técnicas relativas a la operativa de los mercados secundarios de valores. El GEM presta su asesoramiento en una fase preliminar, previa a la elaboración por la citada Dirección General de los correspondientes informes, propuestas o proyectos normativos y de su posterior sometimiento a los órganos consultivos y decisorios de la CNMV.

<sup>3</sup> El plazo para el envío de comentarios concluirá, en principio, el 28 de febrero de 2007. Los comentarios podrán enviarse por vía electrónica a [icam@cnmv.es](mailto:icam@cnmv.es).

## Lista Preliminar de Posibles Medidas

### 1. Fijación de criterios sobre aplicación práctica de normas

#### 1.1. Delimitación práctica del concepto de “información relevante”, de acuerdo con las orientaciones del Comité CESR

El Comité Europeo de Supervisores de Valores (en adelante, Comité CESR) sometió a consulta pública el pasado noviembre un documento que, complemento del primero que ya publicó en mayo de 2005<sup>4</sup>, da orientaciones prácticas sobre cómo aplicar las normas vigentes en la Unión Europea (UE) contra el abuso de mercado<sup>5</sup>. Entre tales orientaciones destaca la formulación de criterios prácticos que ayuden a las sociedades cotizadas e intermediarios financieros a determinar qué informaciones típicas deben presumir “relevantes” (esto es, susceptibles de alterar la cotización del valor en un sentido previsible, si fueran conocidas por un inversor razonable). Ese concepto de información “relevante” (*material*, en inglés) tiene gran trascendencia, pues sólo la información no pública que tenga ese carácter “relevante” deberá considerarse “información privilegiada” y quedará sujeta a las estrictas normas que limitan su existencia y uso<sup>6</sup>.

El Comité Consultivo de la CNMV celebró ya un primer debate sobre el citado documento en su reunión de 15 de enero de 2007. Como complemento de ese debate, la ICAM deberá lograr:

- Que todos los agentes del mercado español tengan un papel activo en el proceso de consulta del documento CESR/6-562 y, con vistas a acrecentar su influencia, intenten consensuar criterios que puedan ser de interés para los supervisores integrados en CESR.
- Que, una vez elaborada por CESR la versión final del documento, la CNMV y los agentes del mercado español lo utilicen como guía interpretativa de la normativa vigente.
- Que, a la luz especialmente de los cambios normativos en ciernes, al comunicar Hechos Relevantes las sociedades cotizadas cumplan la regla de las 5 Cs (esto es, que sean claros, concretos, concisos, completos y cuantificados).

La mejora técnica de tales comunicaciones será especialmente útil, pues está prevista la modificación del artículo 82.3 de la Ley del Mercado de Valores –que obliga a la comunicación de la información relevante a la CNMV “con carácter previo a su difusión por cualquier otro medio”- y su sustitución por el principio de comunicación simultánea a la CNMV y a aquellos canales de difusión pública

---

4 Market Abuse Directive - Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, 11 May, 2005 - [http://www.cesr-eu.org/data/document/o4\\_505b.pdf](http://www.cesr-eu.org/data/document/o4_505b.pdf).

5 Documento CESR/06-562, disponible, en español y en inglés, en la página web de la CNMV ([http://www.cnmv.es/cnmvdiadecetes/CESR\\_06\\_562\\_RES.pdf](http://www.cnmv.es/cnmvdiadecetes/CESR_06_562_RES.pdf)).

6 La regulación esencial de este concepto y, en general, las normas españolas sobre abuso de mercado se contienen en el Título VII de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y en el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, que lo desarrolla (en su Exposición de Motivos puede verse la relación de Directivas y Reglamentos de la Unión Europea sobre abuso de mercado). Todas estas normas están igualmente disponibles en la página web de la CNMV.

que voluntariamente escoja la sociedad cotizada. En consecuencia, la CNMV dejará de hacer la labor de filtro de las comunicaciones de Hechos Relevantes que actualmente desempeña.

### **1.2 Circular de la CNMV sobre prácticas de mercado aceptadas sobre operaciones de bloques**

La Circular identificará prácticas de mercado sobre colocación o búsqueda de grandes paquetes accionariales (*block trades*) que considere conformes con las normas contra el abuso de mercado.

(Véase borrador de texto en Anejo 1)

### **1.3 Circular de la CNMV sobre prácticas de mercado aceptadas sobre autocartera**

La Circular identificará prácticas de mercado sobre negociación de acciones propias, contratos de liquidez y programas de recompra de acciones propias que considere respetuosas con las normas contra el abuso de mercado.

(Véase borrador de texto en Anejo 2)

### **1.4 Recomendación de CNMV a sociedades cotizadas sobre buenas prácticas en la comunicación a terceros, por razones profesionales, de información que no sea pública<sup>7</sup>**

La experiencia demuestra que los profesionales del mercado español albergan dudas sobre la información de carácter no público que las sociedades pueden suministrar a terceros durante la negociación o preparación de operaciones de financiación, adquisición o enajenación de activos societarios. Entre esos eventuales terceros destacan:

- Los potenciales financiadores, durante el análisis de operaciones de financiación o préstamo.
- Los potenciales adquirentes de participaciones, activos o ramas de negocio de la sociedad, con ocasión de la adjudicación o subasta de tales operaciones, o del *due diligence* por los potenciales adquirentes de los paquetes accionariales, activos o negocios ofrecidos.

En consecuencia, la Recomendación establecerá criterios sobre cómo cohonestar la realización de tales operaciones con la prohibición establecida en el art. 81.2 b) de la Ley del Mercado de Valores, a tenor de la cual “todo el que disponga de información privilegiada se abstendrá de comunicarla a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo”. En particular, la Recomendación señalará las medidas preventivas que deberán adoptar las sociedades cotizadas, así como los intermediarios financieros y demás profesionales, para evitar que el diseño o negociación de las operaciones citadas suscite

---

<sup>7</sup> El contenido de esta Recomendación podría eventualmente adoptar la forma de norma jurídica si el Ministro de Economía y Hacienda desarrollara reglamentariamente, al amparo de lo dispuesto en el art. 81.6 de la Ley del Mercado de Valores, las medidas de salvaguarda previstas en dicho artículo. De no ser así, tendrá necesariamente naturaleza de Recomendación y no de Circular –a diferencia de lo previsto para las Recomendaciones de los apartados 2 y 3, que podrían aprobarse como Circulares al amparo de la habilitación contenida en el artículo 5 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, sobre Abuso de Mercado.

riesgo de transmisión de información privilegiada (*non-public material information*) a quien pueda utilizarla de forma indebida<sup>8</sup>.

### 1.5 Recomendación de CNMV a sociedades cotizadas de que atribuyan a un directivo la condición de interlocutor autorizado ante la CNMV

De acuerdo con esta Recomendación –esencial para la aplicación del Protocolo de actuación de la CNMV que se describe más abajo y, en especial, para evitar que la CNMV se vea forzada a suspender la cotización de valores-, el directivo designado por la sociedad cotizada, tenga o no la condición de “director de cumplimiento normativo”, deberá:

- Poseer facultad y capacidad efectiva para responder oficialmente, en nombre de la entidad, en los plazos señalados en el citado Protocolo, a aquellos requerimientos urgentes que la CNMV dirija a la sociedad, a mercado abierto (p. ej. en el supuesto previsto en el art.83 bis. 1 f).
- Custodiar o tener acceso a cualquier “lista de iniciados” que la sociedad deba poseer por exigencia de la Ley del Mercado de Valores.

A tal efecto, el citado directivo deberá estar permanentemente informado de todo aquello de potencial relevancia para la cotización del valor y estar autorizado por la sociedad para responder a la CNMV, en un tiempo prudencial, sobre los requerimientos urgentes de información que formule a la sociedad cuando, a mercado abierto, constate posibles indicios de abuso de mercado.

### 1.6 Recomendación de la CNMV para que se fijen directrices sobre los procedimientos de difusión de aquellas decisiones o informaciones de organismos públicos que puedan constituir información relevante sobre sociedades cotizadas<sup>9</sup>

De acuerdo con el documento del Comité CESR ya citado (CESR/06-562), hay decisiones o informaciones que, procedentes de las instituciones públicas, pueden tener un impacto significativo sobre la cotización en Bolsa de las acciones de las sociedades a las que afectan.

Por ello, resulta recomendable que se establezcan directrices para que, cuando tales decisiones no queden sujetas a una obligación legal de secreto o su comunicación deba restringirse a las partes interesadas y, en consecuencia, cuando tales decisiones o informaciones puedan o deban difundirse a terceros, los organismos públicos que las adopten o elaboren las hagan públicas por procedimientos transparentes que eviten el riesgo de un uso indebido de información privilegiada. A título puramente ilustrativo del posible tenor de tales Recomendaciones, y sin perjuicio del respeto a los procedimientos legalmente establecidos para la publicación de tales decisiones, cabría considerar congruentes con los principios de la Ley del Mercado de Valores aquellos procedimientos acordes con los siguientes principios:

- 1<sup>a</sup> Que, siempre que resulte posible, las decisiones o informaciones potencialmente relevantes se hagan públicas según un calendario previamente anunciado o, alternativamente, cuando los mercados de valores españoles estén cerrados.

---

8 Con un espíritu parecido, el pasado 13 de diciembre de 2006, diversas asociaciones y organizaciones internacionales de intermediarios financieros, bancos de inversión y *hedge funds* (Loan Market Association, Managed Funds Association, Securities Industry and Financial Markets Association, etc.) difundieron una Declaración Conjunta (*Joint Statement*) en el que manifiesten su voluntad de seguir pautas estrictas de conducta que prevengan el uso de información privilegiada.

9 Alternativamente, el Ministerio de Economía y Hacienda podría dar carácter de norma jurídica a las Recomendaciones señaladas en este apartado, enunciándolas, al amparo de lo dispuesto en el art.81.6 de la Ley del Mercado de Valores, como parte de las medidas de salvaguarda previstas en dicho artículo.

2ª Que, salvo que tengan legalmente carácter estrictamente confidencial o su notificación deba restringirse a las partes interesadas, dichas decisiones o informaciones se difundan por escrito, de forma simultánea al público y a todos los operadores del mercado de valores, ya sea a través de los propios medios de que disponga el organismo público o, cuando se considere útil, utilizando con carácter complementario la página web de la CNMV.

### **1.7 Recomendación de la CNMV a los medios de comunicación para que hagan públicas, de forma voluntaria, las normas internas de conducta que aplican para asegurar la veracidad de las informaciones sobre sociedades o valores cotizados**

Los medios de comunicación, al difundir información económica y financiera y noticias relativas a valores cotizados, desempeñan una labor esencial para el buen funcionamiento y eficiencia de los mercados de valores. Además de contribuir a difundir la información regulada comunicada oficialmente por las sociedades, pueden sacar a la luz otras informaciones complementarias o análisis de gran interés para todos los participantes en el mercado, incluida la CNMV. Al desempeñar ese cometido, los medios ejercen en el ámbito del mercado de valores el derecho fundamental que el artículo 20 de la Constitución reconoce a comunicar libremente información veraz. Y para evitar que la difusión pública de esa información pueda tener consecuencias adversas para las fuentes de las que procede, el citado precepto constitucional reconoce a los medios de comunicación el derecho al secreto profesional, esto es, a mantener secreta la identidad de sus fuentes.

A través de una larga y reiterada jurisprudencia el Tribunal Constitucional ha señalado, lógicamente, que tales derechos se circunscriben a la información veraz. Así, por ejemplo, su Sentencia 15 /93 manifiesta que “cuando la Constitución requiere que la información sea veraz, no está tanto privando de protección a las informaciones que puedan resultar erróneas, o sencillamente no probadas en juicio, cuanto estableciendo un específico deber de diligencia sobre el informador, a quien se puede y debe exigir que lo que transmita como hechos haya sido contrastado con datos objetivos, privando así de la garantía constitucional a quien, defraudando el derecho de todos a la comunicación, actúe con menosprecio de la veracidad de lo comunicado. El ordenamiento no presta su tutela a la conducta negligente, ni menos aún a quien comunica como si fueran hechos simples rumores o, peor aún, insinuaciones insidiosas”.

A fin de respetar el citado deber de diligencia profesional y evitar la difusión de noticias o rumores falsos o engañosos, diversos medios de comunicación y periodistas dan a conocer en sus páginas web los procedimientos que siguen para contrastar sus informaciones, práctica que la CNMV considera recomendable para todos aquellos medios que difundan información que afecte a sociedades cotizadas españolas.

### **1.8 Recomendación de la CNMV a las sociedades a punto de salir a cotizar en Bolsa para que apliquen las recomendaciones de la CNMV sobre transparencia de las reuniones con analistas y otros profesionales del mercado de valores**

La Recomendación pretende asimilar a las sociedades cotizadas a aquellas que están ya muy próximas a salir a Bolsa -aunque no tengan todavía aprobado el folleto-, a fin de que los analistas del sindicato asegurador no dispongan de más información relevante sobre la nueva sociedad cotizada que el resto del mercado. Por ello, la Recomendación sugerirá que tales sociedades den a sus reuniones con analistas el grado de transparencia que recomendó la carta que la CNMV dirigió a las sociedades cotizadas en diciembre de 2005.

## 2. Campaña de información pública

### 2.1 Carta pública a sociedades cotizadas y entidades financieras<sup>10</sup>

La carta sintetizará y recordará las medidas organizativas y de control que, de acuerdo con las normas aplicables, deben ponerse en práctica para impedir el flujo y uso indebido de información privilegiada<sup>11</sup>. Subrayará el papel de los Consejos de administración y la alta dirección en su diseño e implantación, y el de las unidades de cumplimiento normativo en la verificación de su cumplimiento y en el fomento de una cultura de control.

### 2.2 Jornadas divulgativas

Las Jornadas se iniciarán en el segundo trimestre de 2007, e irán dirigidas a sociedades cotizadas, entidades financieras, accionistas significativos, *family offices* y demás entidades y profesionales que reciban información privilegiada o asesoren a clientes que la reciban.

## 3. Mejora de la supervisión y sanción

### 3.1 Protocolo de actuación de CNMV en caso de indicios de abuso de mercado

El Protocolo regulará la actuación de la CNMV cuando perciba anomalías en la contratación o constate noticias o rumores relevantes que puedan ser indicio de potenciales abusos de mercado y hará previsible, en toda la medida de lo razonable, la actuación de la CNMV en tales supuestos. Procurará limitar al máximo los casos en que sea necesario suspender la cotización de un valor y, a tal efecto, establecerá mecanismos de comunicación oficial rápidos entre la CNMV y las sociedades cotizadas.

El proceso de consulta sobre la ICAM permitirá a la CNMV conocer la opinión de los operadores del mercado sobre las reglas básicas que deberá contener ese Protocolo, y sobre cuáles de ellas debieran tener carácter público.

(Véase un Esquema de Protocolo, con preguntas, en el Anejo 3).

### 3.2 Protocolo de colaboración en materia de abuso de mercado entre CNMV y Departamentos de Supervisión de las Bolsas y mercados oficiales

Este Protocolo buscará potenciar la función de supervisión y de lucha contra el abuso de mercado que prevé para las sociedades rectoras de los mercados oficiales españoles el artículo 12 del vigente Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, así como lograr la plena coordinación de tales esfuerzos con las funciones de supervisión de la CNMV.

---

<sup>10</sup> La remisión de esta carta no se producirá hasta que se apruebe la versión final de la ICAM, de forma que permita difundir la versión final de las Recomendaciones que se aprueben.

<sup>11</sup> Esas reglas se contienen principalmente en los artículos 78, 79, 81.4, 83, 83 bis de la Ley del Mercado de Valores, así como en los Reales Decretos 629/93 (código de conducta de los mercados de valores) y 1333/2005 (abuso de mercado).

### **3.3 Procedimiento de comunicación obligatoria de operaciones sospechosas por entidades financieras**

La CNMV establecerá un formulario electrónico normalizado para facilitar que, en cumplimiento de la obligación prevista en el art. art. 83 quáter de la Ley del Mercado de Valores, los intermediarios financieros le comuniquen las operaciones sospechosas de abuso de mercado.

Aunque la comunicación de operaciones sospechosas es obligatoria para las entidades financieras, el uso del formulario electrónico no será obligatorio, sino sólo recomendado.

(Véase borrador de formulario en Anejo 4).

### **3.4 Aplicación por las entidades financieras de los criterios de CCSR sobre registro de operaciones (*record keeping*) y trazabilidad (*audit trail*) de transacciones**

Los trabajos en curso del Comité CCSR sobre interpretación y aplicación armónica de la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (en inglés, MIFID) permitirán establecer criterios prácticos en toda la Unión Europea sobre los procedimientos que deberán aplicar los intermediarios financieros para registrar las operaciones que efectúen en los mercados de valores, así como los clientes que las hubieran ordenado.

### **3.5 Inspección *in situ* por la CNMV del cumplimiento por sociedades cotizadas y entidades financieras de medidas preventivas obligatorias**

Sin perjuicio de las habituales actuaciones y requerimiento de información a sociedades cotizadas en el curso de investigaciones sobre operaciones en las que haya detectado indicios concretos de información privilegiada, la CNMV efectuará también, aunque no tenga indicios de abuso de mercado, inspecciones *in situ* para comprobar que las sociedades cotizadas y las entidades financieras –especialmente aquellas que financien las operación societaria que tenga la consideración de relevante- aplican las medidas preventivas obligatorias que prevén los artículos 81, 83 y 83 bis de la Ley del Mercado de Valores.

### **3.6 Actuación prioritaria de la CNMV contra todo “iniciado primario” que adquiera o venda los valores afectados por la información privilegiada, con independencia de que obtenga o no beneficio**

La Ley del Mercado de Valores contempla tres grandes modalidades de infracción en materia de información privilegiada: 1. No adopción de medidas preventivas obligatorias (arts 81.4, 83 y 83 bis); 2. Suministro de información privilegiada a terceros (art. 81.2 b y c); 3. Realización por iniciados de cualesquiera operaciones sobre valores respecto a los cuales se posea información privilegiada (art.81.2). En este último supuesto la Ley no condiciona la existencia de infracción a la obtención de lucro: basta con que se incumpla la prohibición de operar para que la infracción se produzca.

En consecuencia, la CNMV actuará contra los iniciados que incurran en tales conductas con independencia de la evolución efectiva de las cotizaciones y del eventual beneficio. Los interesados podrán romper esa presunción de que actúan como iniciados si operan a través de un intermediario financiero sujeto a la supervisión de la CNMV y, además, lo hacen bajo alguna de las condiciones siguientes:

- a) En ejecución de un contrato de “administración ciega” que impida al interesado influir sobre el momento y ritmo de ejecución de cualesquiera transacciones sobre las acciones de la sociedad cotizada; o bien.
- b) Exclusivamente durante los períodos expresamente autorizados por la sociedad, según lo previsto en el Reglamento del Consejo, los reglamentos internos de conducta u otras normas societarias similares.

### **3.7 Mejoras organizativas en CNMV**

Como parte del conjunto de medidas contenidas en la presente ICAM, la CNMV promoverá en su seno aquellas mejoras (por ejemplo, potenciación de su Unidad de Vigilancia de Mercado y de los mecanismos de colaboración con otras instituciones públicas, españolas y extranjeras) que hagan máxima la eficacia de sus funciones de información, prevención y sanción de abusos de mercado. Por su carácter reservado, tales mejoras no serán objeto de debate en el marco de la ICAM.

### **3.8 Establecimiento por CNMV de un mecanismo específico para la comunicación voluntaria, con carácter confidencial o anónimo, de posibles abusos de mercado**

Esta medida, distinta y complementaria de la comunicación obligatoria de operaciones sospechosas por intermediarios financieros, entrañaría el establecimiento por la CNMV de un mecanismo especial de comunicación –similar a las llamadas “hot-lines” en el mundo anglosajón- que permitiría a cualquier persona que advierta una operación o conducta que entrañe abuso de mercado ponerla en conocimiento de la CNMV. Aunque las comunicaciones tendrán más peso cuando quien las formule se identifique ante la CNMV, ésta podrá tomar también en cuenta aquellas comunicaciones anónimas que, sin limitarse a acusaciones genéricas, contengan información concreta y verosímil que pueda resultar útil para una eventual actuación investigadora.

### **3.9 Inclusión del código de cliente en la comunicación de transacciones a CNMV**

Esta medida, ya establecida por otros supervisores de grandes mercados de la Unión Europea – como la FSA británica o la BAFIN alemana- exigiría, caso de implantarse en España, que en la información sobre transacciones suministrada de forma ordinaria a la CNMV figure no sólo la identidad del miembro de mercado que realiza la operación, sino también un código que identifique al cliente por cuenta del cual la han efectuado. A juicio de los supervisores que lo han implantado, la inclusión de ese código hace más fácil para los supervisores la identificación de patrones de actuación sospechosos en un inversor.

## ANEJO 1

### PRIMER BORRADOR DE CIRCULAR DE LA CNMV SOBRE PRÁCTICAS DE MERCADO ACEPTADAS EN OPERACIONES DE COLOCACIÓN O COMPRA DE GRANDES PAQUETES ACCIONARIAS

---

Es práctica frecuente en los mercados de valores que un intermediario financiero, con el fin de ejecutar el mandato de un cliente, lleve a cabo en breve plazo la compra o venta de un gran lote o paquete de acciones (*block trade*), concertando la transacción con un número limitado de inversores institucionales o profesionales con los que el intermediario ha tomado previamente contacto directo, normalmente mientras el mercado oficial estaba cerrado.

Por su gran cuantía y rápida ejecución, incluso aun tratándose de valores muy líquidos estas operaciones tendrían un efecto perturbador sobre las condiciones de negociación si se ejecutaran a través del sistema principal de ejecución de órdenes, durante la sesión de negociación bursátil. De ahí que, aunque tomen como referencia la cotización vigente en los mercados oficiales, se concierten siempre a través de un procedimiento especial, basado en la búsqueda directa de posibles contrapartidas. Cabe distinguir dos grandes modalidades de operaciones de bloques: de una parte, la conocida en inglés como *bought deal* –esto es una compraventa en firme en la que el cliente pacta el importe y precio de la transacción con el intermediario financiero, siendo por cuenta y riesgo de éste la búsqueda de la contrapartida precisa para desprenderse del riesgo asumido-; de otra, el proceso conocido como *book building* o sondeo previo, en el que el intermediario financiero efectúa una primera prospección por cuenta de su cliente (*market sounding*) al que sigue la fijación del precio final de la transacción y su concertación en firme.

El conocimiento, en horas de mercado, de que una operación de las descritas es inminente o se está ejecutando puede influir, de manera significativa, sobre el precio del valor y, en consecuencia, tendrá normalmente la consideración de “información relevante” de acuerdo con lo previsto en el artículo 81 de la Ley del Mercado de Valores<sup>12</sup>, como corrobora el reciente documento del Comité CESR sobre interpretación de la Directiva contra el Abuso de Mercado<sup>13</sup>. Por otro lado, estas operaciones, incluso realizadas a mercado cerrado, pueden incidir, siquiera temporalmente, en el precio de mercado de las acciones.

Por ello resulta aconsejable, con el fin de preservar la integridad del mercado –como exige de los intermediarios financieros el artículo 79 de la Ley del Mercado de Valores<sup>14</sup>-, que la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) establezca qué prácticas de los

---

12 A tenor de dicho artículo “se considerará información privilegiada toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta Ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación.”

13 Véase el Capítulo III del documento CESR/06-562, que se comenta en el apartado 1.1. de la presente ICAM.

14 A tenor de dicho artículo “las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito y las personas o entidades que actúen en el Mercado de Valores, tanto recibiendo o ejecutando órdenes como asesorando sobre inversiones en valores, deberán atenerse a los siguientes principios y requisitos a) Comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes y en defensa de la integridad del mercado.”

intermediarios financieros que lleven a cabo este tipo de operaciones considera respetuosas con las normas contra el abuso de mercado, en general, y con las relativas a manipulación de precios, en particular. Se trata de una técnica de actuación administrativa dirigida a crear lo que en la práctica internacional se conoce como “puertos seguros” (*safe harbours*), esto es, que un organismo público con facultades sancionadoras fije ciertos criterios de actuación que, aunque no sean de obligado cumplimiento para los administrados, eliminen el riesgo de ser sancionado para quienes los respeten y persigan, además, un fin legítimo. En suma, los criterios delimitadores de un “puerto seguro” son condición suficiente para que una conducta se entienda conforme con la Ley, pero no estrictamente obligatorios, pues la conducta de quien no los observe no será necesariamente sancionable.

Para la determinación de la práctica de mercado que esta Circular acepta se han tenido en cuenta, además de los criterios previstos en el artículo 4 del 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, los siguientes:

- El deber que tienen los intermediarios financieros de advertir a todos los interesados e inversores con los que tomen contacto durante la fase de búsqueda de contrapartidas del carácter privilegiado de la información relativa a la operación y, en consecuencia, de la prohibición de operar en base a dicha información en el libre mercado;
- La conveniencia de que las operaciones contempladas en esta Circular se lleven a cabo con celeridad, a ser posible mientras los mercados oficiales permanecen cerrados; y que, tan pronto concluyan, se difundan públicamente sus características principales.

A la vista de lo que antecede, al amparo de lo dispuesto en los artículos 4 y 5 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1989, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado, el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), previo informe favorable de su Comité Consultivo, ha aprobado la siguiente Circular sobre prácticas de mercado relativas a la colocación o búsqueda de grandes paquetes accionariales:

### **Norma 1ª. Disposiciones Generales**

1. Se considerará una práctica de mercado aceptada la realización de operaciones de colocación o búsqueda de grandes paquetes accionariales (en adelante, “operaciones de bloques”) que respeten las condiciones establecidas en esta Circular.
2. A los efectos de esta Circular se considerarán “operaciones de bloques” aquéllas en las que concurran las tres circunstancias siguientes:
  - a) Que no se formulen como Oferta Pública de Venta o de Adquisición –por no resultar legalmente exigible-, ni como emisiones con folleto de emisión, y, en consecuencia, se ejecuten sin proporcionar a los inversores otra información que la pública preexistente en el mercado sobre la sociedad cotizada.

Siempre que se de esta condición, las acciones que sean objeto de venta podrán ser tanto acciones ya emitidas –incluidas las procedentes de autocartera-, como acciones nuevas que su emisor desee colocar.

- b) Que su importe total no sea inferior a 5 millones de euros, ni al 10% del promedio diario de negociación del valor en el último trimestre.

- c) Que se concierten por el intermediario financiero, a título de compraventa, con un número limitado de inversores institucionales cualificados –según la definición del Real Decreto 1310/2005- que actúen como contraparte.

### **Norma 2ª. Criterios de actuación**

1. Cuando el cliente hubiera otorgado mandato a más de un intermediario financiero, deberá necesariamente designar a uno como intermediario “principal” o “coordinador”.
2. El intermediario principal informará a la CNMV, con carácter previo al inicio del periodo de prospección, del importe y demás condiciones relevantes de la operación prevista, incluido un rango orientativo de precios.
3. El precio de compraventa de las acciones no se apartará en más del 15% del precio de cierre previo al inicio de la operación.
4. La prospección de potenciales inversores se llevará a cabo por el intermediario financiero con advertencia expresa de que la información proporcionada es privilegiada y, en consecuencia, no podrá usarse para llevar a cabo otras operaciones distintas de la ofrecida. El intermediario financiero advertirá a los potenciales inversores de que sus identidades quedan incorporadas a una lista de iniciados a disposición de la CNMV.
5. Salvo cuando concurren circunstancias excepcionales, la operación se iniciará mientras el mercado oficial español esté cerrado.

El lapso entre el inicio de la fase de prospección y la conclusión de la operación será el más breve posible y en ningún caso rebasará un día hábil.

Si la ejecución de la operación no hubiera concluido 30 minutos antes de la apertura de la sesión en el mercado oficial español, la CNMV podrá suspender la cotización oficial del valor por un plazo no superior a 2 horas, cuando considere que dicha suspensión mitigará el impacto de la operación sobre la cotización de la acción. El acuerdo de suspensión y su motivación se harán públicos. Se extenderá a los instrumentos financieros cuyo precio este referenciado al valor de la acción.

6. Tan pronto concluya la operación, el intermediario principal, sin perjuicio de las demás obligaciones de información legalmente establecidas, remitirá a la CNMV y hará pública una comunicación con los datos siguientes de la operación:
  - a) Importe y número de valores.
  - b) Precio.
  - c) Identidad de los compradores o vendedores cuyos porcentajes de participación inicial o final en el capital de la sociedad sean significativos, de acuerdo con lo establecido en el Real Decreto 377/91<sup>15</sup>.
7. El intermediario principal mantendrá a disposición de la CNMV durante 5 años la información relativa a la identidad de los distintos participantes en la transacción, así como del importe que hubiera comprado o vendido.

---

<sup>15</sup> Obsérvese que con esta exigencia tan sólo se estará adelantando al mercado la información que los interesados deberán hacer pública dentro del plazo de 7 días que establece el citado Real Decreto 377/91.

## **Disposición Final**

La presente Circular entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el Boletín Oficial del Estado.

### PRIMER BORRADOR DE CIRCULAR DE LA CNMV SOBRE NEGOCIACIÓN DE ACCIONES PROPIAS POR SOCIEDADES COTIZADAS

---

Aunque la Ley de Sociedades Anónimas permite a las sociedades cotizadas, dentro de ciertos límites, comprar y poseer sus propias acciones<sup>16</sup>, las normas contra el abuso de mercado - esto es, la Directiva 2003/6/CE, de Abuso de Mercado, y, en España, el artículo 83 ter de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores y en el Real Decreto 1333/2005- exigen, además, que tales transacciones no entrañen manipulación del precio de las acciones.

Con el fin de proporcionar seguridad jurídica a las sociedades cotizadas, el Reglamento (CE) 2273/2003 de la Comisión Europea, dictado en desarrollo de la Directiva 2003/6/CE, señala que se considerarán que no entrañan abuso los programas de compra de acciones propias dirigidos a reducir el capital, cumplir con las obligaciones inherentes a los instrumentos financieros de deuda convertibles o asignar acciones a empleados. Y los artículos cuatro y cinco del citado Real Decreto 1333/2005 facultan a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) para aprobar públicamente otras prácticas adicionales en materia de auto-cartera. Se trata de una técnica de actuación administrativa dirigida a crear lo que en la práctica internacional se conoce como “puertos seguros” (*safe harbours*), esto es, que un organismo público con facultades sancionadoras fije ciertos criterios de actuación que, aunque no sean de obligado cumplimiento para los administrados, eliminen el riesgo de ser sancionado para quienes los respeten y persigan con la operación un fin legítimo. En suma, los criterios delimitadores de un “puerto seguro” son condición suficiente para que una conducta se entienda conforme con la Ley, pero no son estrictamente obligatorios, pues la conducta de quien no los observe no será necesariamente sancionable.

En uso de la habilitación señalada, la presente Circular establece “puertos seguros” para aquellas transacciones sobre acciones propias que tengan por finalidad dar liquidez al valor -esto es, proporcionar contrapartida en el mercado sin por ello alterar las tendencias de mercado- o adquirir acciones destinadas a futuras operaciones corporativas. Al delimitar sus condiciones, la Circular ha tenido presentes los criterios previstos en el artículo 4 del citado Real Decreto 1333/2005, es decir, el grado de transparencia de la práctica con respecto al conjunto del mercado, su influencia en la interacción entre la oferta y la demanda, la necesidad de preservar la actuación de las fuerzas del mercado, la medida en que esta práctica se ajusta a los mecanismos de negociación, el riesgo que pudiera representar para la integridad de los mercados así como las características estructurales del mercado y la experiencia en materia supervisora.

En virtud de lo que antecede, al amparo de lo dispuesto en los artículos 83.ter.1.a) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y en los artículos cuatro y cinco del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, en materia de Abuso de Mercado, el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, previo informe de su Comité Consultivo, ha aprobado en su reunión de ...de. 2007 la siguiente Circular:

---

<sup>16</sup> Real Decreto Legislativo 1564/989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

## Norma 1ª. Disposiciones generales

1. Se considerarán una práctica de mercado aceptada la realización de operaciones por sociedad cotizada sobre sus propias acciones, cuando se respeten las condiciones establecidas en esta Circular.
2. El acuerdo del órgano societario por el que se apruebe el Programa de las operaciones deberá ser público y fijar su finalidad, cuantía máxima y plazo de ejecución.
3. La finalidad perseguida por las operaciones deberá ser alguna de las siguientes:
  - a) Favorecer la liquidez de las transacciones o la regularidad en la cotización, o evitar variaciones en el precio cuya causa no sea la propia tendencia del mercado.
  - b) Recomprar acciones propias que deban ser entregadas en futuras operaciones corporativas, tales como fusiones o adquisiciones que entrañen canje de acciones de la sociedad, u otras operaciones corporativas distintas de las previstas en el Reglamento 2273/2003.

No podrán ampararse bajo las descritas en este apartado aquellas transacciones cuya finalidad sea provocar desviaciones artificiales del precio de cotización respecto a la tendencia del mercado.

4. Las operaciones se efectuarán por alguno de los siguientes métodos alternativos:
  - a) Por el intermediario financiero con el que la sociedad hubiera concertado un “contrato de liquidez”;
  - b) Por la propia sociedad o alguna de sus filiales, siempre que:
    - 1º La sociedad no tenga en vigor ningún “contrato de liquidez”;
    - 2º Las operaciones se efectúen a través de un máximo de dos intermediarios financieros, cuyas identidades deberá comunicarse a la CNMV.
5. Las operaciones no podrán efectuarse:
  - a) Durante la vigencia de programas de recompra y estabilización de instrumentos financieros de los previstos en el Reglamento (CE) 2273/2003;
  - b) Desde el anuncio público hasta la liquidación de una oferta pública de adquisición de las acciones.

[¿Tampoco podrán realizarse, salvo cuando se efectúen al amparo de un contrato de liquidez:

  - a) Cuando, de conformidad con lo establecido en el artículo 82.4 de la Ley del Mercado de Valores, la sociedad hubiera decidido retrasar la divulgación pública de una información relevante; ni
  - b) Durante los [...] días naturales anteriores a la publicación de las cuentas trimestrales, semestrales y anuales, ya sean consolidadas o individuales?]

6. La sociedad deberá conservar durante 5 años la documentación relativa a todas las operaciones sobre sus propias acciones que haya realizado al amparo de esta Circular.
7. Lo dispuesto en esta Circular se entiende sin perjuicio de las limitaciones sobre autocartera establecidas para las sociedades cotizadas por la Ley de Sociedades Anónimas y de las obligaciones de información sobre dichas operaciones por la Ley del Mercado de Valores y sus normas de desarrollo.

## **Norma 2ª. Requisitos de los Contratos de Liquidez**

Los Contratos de Liquidez previstos en el apartado 4 a) de la Norma 1ª deberán cumplir los siguientes requisitos:

### **1. Objetivo exclusivo**

El contrato de liquidez deberá tener como finalidad exclusiva la señalada en el apartado 3 a) de la Norma 1ª.

En ningún caso podrá tener como objetivo deliberado el aumento de la autocartera. En tanto el contrato siga en vigor, las acciones entregadas por la sociedad al intermediario o adquiridas por éste en ejecución del contrato sólo podrán ser utilizadas para los fines del contrato.

La ejecución del contrato de liquidez deberá suspenderse durante la vigencia de cualquier programa de recompra de acciones propias.

No serán aplicables a las operaciones efectuadas al amparo de un contrato de liquidez las condiciones de precio y volumen establecidas en el artículo 5 del Reglamento CE 2273/2003, ni las restricciones mencionadas en su artículo 6.

### **2. Publicidad**

La sociedad hará público en su página web el contrato de liquidez, así como la identidad del intermediario financiero con quien lo hubiera suscrito.

Con carácter semestral o cuando cese la realización de esta operativa, de las operaciones efectuadas al amparo de esta Circular, detallando el efectivo empleado, el número de acciones propias compradas y vendidas, así como su saldo a la fecha del periodo del que se informa.

### **3. Registro separado**

Todas las operaciones se efectuarán por cuenta de la sociedad de cuyas acciones se trate, sin que el intermediario financiero pueda efectuar operaciones por cuenta propia.

El intermediario contabilizará todas las operaciones en una cuenta de valores (“cuenta de liquidez”) y su correspondiente cuenta asociada de efectivo (“cuenta de efectivo asociada”), abiertas a tal efecto a nombre de la sociedad y destinadas exclusivamente al registro de las operaciones efectuadas con cargo al contrato.

#### ***4. Independencia en la ejecución***

El contrato de liquidez prohibirá expresamente que el intermediario financiero solicite o reciba de la sociedad cualesquiera instrucciones sobre el momento, precio o demás condiciones de las operaciones que ejecute en virtud del contrato. Tampoco podrá solicitar ni recibir información relevante de la sociedad.

El intermediario financiero deberá disponer de una estructura organizativa interna que garantice la independencia de actuación de los empleados encargados de gestionar el contrato de liquidez respecto a:

- a) La sociedad de cuyas acciones se trate;
- b) Los responsables de las operaciones que efectúe el intermediario financiero por cuenta propia sobre el valor objeto del contrato.

Sin perjuicio de lo anterior, el intermediario financiero transmitirá a la sociedad la información sobre la ejecución del contrato que aquélla precise para el cumplimiento de sus obligaciones legales.

#### ***5. Retribución neutral***

El contrato de liquidez deberá establecer un sistema de remuneración del intermediario financiero que no le aliente a influir artificialmente sobre el precio o volumen de las transacciones. En particular, la remuneración no podrá basarse en el número de operaciones realizadas, sin perjuicio de que se resarza al intermediario de los gastos en que incurra al realizarlas.

#### ***6. Ejecución en mercados oficiales o regulados***

Las operaciones deberán llevarse a cabo en los mercados oficiales o regulados en los que estén admitidas a negociación las acciones, dentro de sus horarios habituales de negociación. No podrán efectuarse a través del sistema de contratación de bloques.

#### ***7. Forma de liquidación***

Cuando concluya el contrato de liquidez, el saldo de las acciones adquiridas por el intermediario financiero deberá venderse en el mercado, salvo que:

- a) Las acciones se transfieran a otro intermediario financiero con el que la sociedad hubiera suscrito un nuevo contrato de liquidez; o bien
- b) La sociedad desee mantener la titularidad directa de un número de acciones igual o inferior al que hubiera entregado inicialmente al intermediario financiero para que ejecutara el contrato de liquidez.

### **Norma 3ª: Requisitos de las operaciones de liquidez realizadas por la propia sociedad**

Las operaciones que una sociedad o sus filiales pretendan efectuar con la finalidad prevista en el apartado 3 a) de la Norma 1ª deberán cumplir los siguientes requisitos:

## **1. Cuantía**

La sociedad no deberá ejercer una influencia dominante en la contratación de sus acciones.

Se entenderá cumplido este requisito siempre que las operaciones no superen:

- a) Para el conjunto de una sesión diaria, el 25% del promedio diario de la negociación de dichas acciones.

Dicho promedio se calculará como la media aritmética del volumen medio diario negociado en dichos sistemas durante los 20 últimos días hábiles de negociación.

- b) En las subastas de apertura o cierre, el 10% del volumen promedio efectivo contratado en los últimos 20 días hábiles de negociación en el mercado afectado.

Para el cómputo de los citados límites del 25% y del 10% no se tendrán en cuenta las siguientes operaciones:

- a) Las derivadas de ofertas públicas de adquisición o venta;
- b) Las operaciones especiales;
- c) Las operaciones de bloques, salvo cuando su contrapartida sea una cobertura de riesgo de mercado contratada por la sociedad.

Excepcionalmente, en sesiones aisladas en las que el mercado presente una volatilidad muy superior a sus promedios habituales, la sociedad podrá rebasar los citados límites del 25% y del 10% siempre que lo hubiera comunicado con carácter previo a la CNMV y, a la vista de las circunstancias del mercado, ésta no hubiera manifestado objeción.

## **2. Precio**

### **2.1 Durante la sesión**

La sociedad deberá formular sus órdenes de compra a un precio no superior al mayor de los dos siguientes:

- a) El precio de la última transacción independiente realizada. Se considera transacción independiente aquella realizada por sujetos ajenos a la gestión de las operaciones objeto de esta Circular.
- b) El precio más alto que esté vigente, en el momento de introducir la orden, entre las ofertas de compra independientes.

La sociedad deberá formular sus órdenes de venta a un precio no inferior al menor de los dos siguientes:

- a) El precio de la última transacción independiente realizada.
- b) El precio más bajo que esté vigente, en el momento de introducir la orden, entre las ofertas de venta independientes.

### **2.2. Subastas de apertura y cierre**

Las órdenes de compra deberán formularse a un precio igual o inferior al mayor de:

- a) El precio de la transacción independiente inmediatamente anterior al comienzo de la subasta;
- b) El precio más alto vigente en el momento de introducir la orden entre las ofertas de compra independientes.

Las órdenes de venta deberán formularse a un precio igual o superior al menor de:

- a) El precio de la transacción independiente inmediatamente anterior al comienzo de la subasta;
- b) El precio más bajo vigente en el momento de introducir la orden entre las ofertas de venta independientes.

### *2.3 Otras subastas*

Durante los periodos de subastas distintas de las de apertura o cierre, la sociedad sólo podrá operar contra la tendencia que provocó la subasta.

### **3. *Momento de ejecución***

La sociedad no podrá mantener simultáneamente órdenes de compra y de venta sobre sus propias acciones.

Las operaciones deberán llevarse a cabo en los mercados oficiales o regulados en los que estén admitidas a negociación las acciones, dentro de sus horarios habituales de negociación. No podrán efectuarse a través del sistema de contratación de bloques.

En las subastas de cierre, la sociedad sólo podrá mantener las órdenes introducidas con carácter previo a la subasta, siempre que, además, no superen el 10% del volumen medio negociado en las subastas de cierre de los últimos 20 días hábiles de negociación.

### **4. *Organización***

El Reglamento Interno de Conducta de la sociedad deberá exigir:

- a) Que las operaciones se efectúen desde un área separada, con barreras de información efectivas e identificación de las personas que la integran, de acuerdo con lo establecido en el artículo 3.4 del Código de Conducta de los Mercados de Valores; o bien
- b) Que la sociedad mantenga un registro de todas las personas que intervengan en la toma de decisiones relativas a operaciones objeto de esta Circular.

### **5. *Publicidad***

Con carácter semestral, o cuando cese la realización de esta operativa, la sociedad informará públicamente de las operaciones efectuadas al amparo del Programa, detallando el efectivo empleado, el número de acciones propias compradas y vendidas, así como su saldo a la fecha del periodo del que se informa.

### **Norma 4<sup>a</sup> Recompra de acciones propias para entregar en futuras operaciones corporativas**

En las operaciones que una sociedad o sus filiales pretendan efectuar con la finalidad prevista en el apartado 3 b) de la Norma 1<sup>a</sup> serán de aplicación las obligaciones y limitaciones establecidas en los artículos 4, 5 y 6 del Reglamento (CE) número 2273/2003 de la Comisión;

Cuando concurren razones sobrevenidas –como, por ejemplo, el abandono de la operación corporativa que hubiera obligado al canje de acciones- que frustren la finalidad inicial del Programa, o venza el plazo fijado para éste, la sociedad podrá destinar las acciones adquiridas:

- a) A alguno de los objetivos mencionados en el artículo 3 del citado Reglamento (CE) número 2273/2003;
- b) A un Programa de liquidez de los previstos en las Normas 2<sup>a</sup> y 3<sup>a</sup> de esta Circular; o
- c) A la venta de las acciones en el mercado.

## **Disposición Final**

La presente Circular entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el Boletín Oficial del Estado.

### ESQUEMA DE PROTOCOLO DE ACTUACIÓN DE LA CNMV EN CASO DE ANOMALÍAS Y RUMORES RELEVANTES SOBRE UN VALOR COTIZADO

---

#### I. Introducción

Sin que exista información pública u oficial que pueda explicarlos, en las Bolsas españolas se perciben en ocasiones:

- Movimientos inusuales en la negociación o precio de una acción; o
- Noticias o rumores que, de ser ciertos, podrían afectar de forma significativa, directa o indirectamente, a una sociedad cotizada,

Enfrentados a tales supuestos, los operadores del mercado y la CNMV pueden atribuirlos *a priori* a tres grandes Hipótesis alternativas:

- **H1 (“azar o apuesta”)**: En este supuesto no hay verdadera información relevante cierta que sea nueva, ni tampoco rumores exógenos sobre ella. Se trata de una perturbación autónoma, carente de base cierta, motivada acaso por la propagación de conjeturas, creencias o apuestas – que, *ex post*, podrán ser acertadas o equivocadas-. La tendencia psicológica a atribuir sentido causal a los fenómenos aleatorios llevará, en ocasiones, a que los operadores de mercado generen espontáneamente hipótesis *ad hoc* que expliquen el movimiento inusual en la cotización.

Quando el movimiento inusual responda a este supuesto –cosa que no se podrá saber de antemano, pues al principio será difícil saber si los rumores que se propaguen por el mercado tienen o no base real- será el propio mercado el que deba corregirse, sin que resulte siempre necesario, y mucho menos exigible por la CNMV, un desmentido público por la sociedad cotizada de los eventuales rumores que el mercado haya generado de forma autónoma.

- **H2 (“manipulación”)**: En este supuesto alguien, de forma deliberada y maliciosa, está difundiendo una información errónea o interesada, o –en el caso de valores poco líquidos- buscando crear una tendencia en el precio (*painting the tape*) de la que pueda aprovecharse.

En este supuesto existe, en consecuencia, un genuino intento de “manipulación de precios” sancionable con arreglo al art.83 ter de la Ley del Mercado de Valores. En casos extremos, la conducta, al entrañar la difusión de “noticias falsas” y “alterar los precios que habrían de resultar de la libre concurrencia de valores”, podría ser constitutiva del delito de “maquinación para alterar el precio de las cosas” del art. 284 del Código Penal.

La dificultad práctica en este supuesto será desentrañar el origen de la manipulación. Esa dificultad será especialmente grave cuando se trate de un rumor engañoso difundido, directa o indirectamente, a través de un medio de comunicación que lo confunda involuntariamente con información veraz.

- **H3 (“filtración”)**: En este supuesto el rumor incipiente o la evolución anormal de la contratación o cotización tienen base real y se manifiestan en el mercado “como consecuencia de la difusión prematura, parcial o distorsionada” de una operación real y del efecto sobre las cotizaciones de quienes, en infracción del artículo 81 de la Ley del Mercado de Valores, están operando con “información privilegiada”.

Esta hipótesis admite dos grandes variantes, cuyo régimen legal no es idéntico:

- **H3a (“filtración del 83bis”)**: La operación, cualquiera que sea su grado de madurez, no sólo es real, sino que es conocida por la propia sociedad cotizada.

Este supuesto está previsto en el art.83 bis.1 f) de la Ley del Mercado de Valores, que establece que, constada la filtración, la sociedad cotizada tendrá que efectuar públicamente una declaración explicativa, con el alcance previsto en dicho precepto.

- **H3b (“otras filtraciones”)**: En esta variante la operación tiene base real, pero es desconocida por completo por la sociedad cotizada a la que afecta. Ejemplos típicos:
  - Rumores (fundados) sobre lanzamiento de OPA hostil sobre una sociedad cotizada; u
  - Orden de compra o venta de un paquete o participación significativa en sociedad cotizada.

En este supuesto la CNMV deberá identificar la fuente probable de la información relevante y ponderar si le dirige un requerimiento específico de información, al amparo del art.85 de la LMV. En este caso la CNMV deberá sopesar dos intereses opuestos:

- a) El interés del adquirente o vendedor en que una publicidad prematura de su transacción antes de que se consuma no la frustre o dificulte indebidamente; y
- b) El principio de igualdad de información entre todos los accionistas.

Una política de requerir sistemáticamente la difusión de información pública, a mercado abierto, al titular de la transacción que está originando la anomalía le inducirá a extremar sus precauciones y a diseñarla con la máxima cautela. Además, ese criterio podrá tener especial fundamento cuando la entidad adquirente o vendedora sea, a su vez, una sociedad cotizada, de suerte que la transacción constituya información relevante para los accionistas de dicha sociedad; o cuando la operación se haga a un precio distinto al de mercado.

Pero en ocasiones la filtración de información no le será imputable en absoluto al ordenante de la transacción –que tendrá él mismo el mayor interés en mantener el sigilo-, de suerte que darle una obligada y prematura publicidad dañará sus legítimos intereses y pugnaría con las previsiones legales, que como regla general establecen una mera obligación de post-transparencia para las transacciones y tomas de participación significativa.

Preguntas:

- ***¿Refleja bien esta descripción los supuestos típicos de movimientos inusuales en la negociación o en el precio de una acción, y en la difusión de noticias o rumores sobre hechos potencialmente relevantes?***
- ***¿Hay alguna omisión significativa de otros supuestos típicos?***

La casuística del mundo real es imprevisible, y exigirá que la CNMV aplique con flexibilidad cualesquier reglas de actuación en caso de indicios de abuso de mercado, como las previstas en el presente Protocolo. La CNMV respetará, no obstante, la máxima de “seguir o explicar” y, en consecuencia, procurará explicar públicamente los motivos por los que ocasionalmente decida no aplicar, total o parcialmente, el Protocolo.

Las previsiones contenidas en este Protocolo aspiran a:

1º Proporcionar con rapidez al mercado información adicional fiable que le permita calibrar mejor cuál de las Hipótesis alternativas es la más probable.

2º Evitar que la CNMV, pretendiendo facilitar la buena formación de precios, peca por exceso y

- a) Sirva de “caja de resonancia” que amplifique anomalías pasajeras que, sin su intervención, hubieran pasado desapercibidas; o
- b) Suspenda la cotización de un valor cuando hubiera bastado una actuación menos drástica (por ejemplo, un simple aviso público de que estaba investigando cierto hecho).

En suma, la CNMV deberá evitar tanto errar por exceso de celo (“falsa alarma”, sobre-reacción) como por omisión.

Preguntas:

- ***Admitiendo que siempre será necesaria cierta flexibilidad mínima ¿qué grado de previsibilidad y publicidad debiera tener la actuación de la CNMV en los casos contemplados en este Protocolo?***
- ***¿Qué aspectos del Protocolo que adopte finalmente la CNMV debieran ser de conocimiento público?***

## II. Procedimiento de actuación: algunas ideas preliminares

Sin perjuicio de lo que establezca la versión definitiva del Protocolo que apruebe la CNMV, a título preliminar y meramente ilustrativo se ha estructurado la posible actuación de la CNMV en cuatro grandes fases (de las cuales las dos primeras serían reservadas, esto es, no conocidas por el mercado): 1. Activación interna del Procedimiento. 2. Contacto telefónico preliminar con la sociedad cotizada. 3. Aviso público de Requerimiento Urgente de Información (RUI). 4. Información al mercado y conclusión del RUI.

Preguntas:

- *¿Estaría así bien estructurado el Procedimiento? ¿Peca de excesiva rigidez?*
- *¿Se omite alguna posible fase intermedia?*

**Fase 1.- Activación interna del Procedimiento**

1. El procedimiento descrito en este Protocolo se activará internamente cuando se dé, en relación con alguna sociedad cotizada, alguno de los siguientes supuestos:

- a) Anomalía en la contratación.
- b) Noticia o rumor, cuando se considere relevante *per se*<sup>17</sup>.

Preguntas:

- *¿Qué criterios prácticos debiera seguir la CNMV para definir los supuestos en que el Protocolo se active?*
- *Tales criterios ¿debieran ser públicos –esto es, conocidos de antemano por el mercado? En caso afirmativo ¿no existiría riesgo de que alguien los manipulara deliberadamente?*
- *En el caso de noticias o rumores, debiera el Protocolo limitarse a priori a aquellos hechos que sean inequívocamente relevantes (tales como OPAs, fusiones...)?*

**Fase 2.-Contacto telefónico preliminar con sociedad cotizada**

La CNMV entablará de manera inmediata una conversación telefónica con la sociedad cotizada, con el fin de contrastar, con carácter oficial y fehaciente<sup>18</sup>, su punto de vista sobre la circunstancia que hubiera activado el Protocolo.

De resultados de ese contacto, la CNMV podrá “abortar” el procedimiento - cuando la información proporcionada por la sociedad permita a la CNMV darlo por concluido de inmediato, sin difundir aviso alguno al mercado- o pasar a las Fases 3 o, excepcionalmente, 4.

Pregunta:

- *Cuando el rumor no proceda de una “filtración”, sino de una conjetura que, atinada, se refiera, en todo o en parte, a una posible operación corporativa que la sociedad esté analizando, entre otras posibles ¿cómo debería proceder la CNMV? En particular, ¿debiera exigirle a la sociedad que manifestara cuál es la situación real o, por el contrario, debiera mantener reservada la información y “abortar” el procedimiento?*

---

<sup>17</sup> Obsérvese que habrá rumores que, aunque no relevantes *per se* por no cumplir los requisitos establecidos en este apartado, podrán terminar siendo relevantes de forma indirecta si llegan a producir una “anomalía en la contratación” de las descritas en la letra precedente. Por otro lado, téngase presente que la CNMV puede advertir rumores o noticias significativas antes de que los mercados abran, lo que justifica en gran parte el segundo de los supuestos considerados.

<sup>18</sup> Cabrían dos alternativas: 1. Grabación de la conversación (previa advertencia a los interesados); ó 2. Conversación no grabada, seguida de requerimiento escrito.

### Fase 3.- Aviso Público de Requerimiento Urgente de Información (RUI)

En el supuesto descrito en la Fase 2, o de que en un plazo máximo de [X minutos] la CNMV no pueda, por causas imputables a la sociedad, mantener el contacto telefónico preliminar previsto en dicha Fase 2, la CNMV difundirá al mercado un aviso público en el que:

- Informará públicamente de que ha formulado un Requerimiento Urgente de Información [RUI] sobre el valor del que se trate. El aviso público de RUI –que se difundirá a través de la Sociedad de Bolsas y de las agencias especializadas, así como de los propios medios de la CNMV- alertará a los inversores de que la información disponible sobre el valor objeto del RUI pudiera no ser completa;
- Haga público, si la CNMV lo considera procedente, el requerimiento o requerimientos de información que hubiera dirigido a la sociedad cotizada o, en su caso, a terceros.

#### Preguntas:

- ***La publicidad de estos Requerimientos (RUI) ¿tendrían valor informativo para el mercado?***
- ***De ser públicos ¿debiera serlo sólo su existencia o también el detalle de su contenido?***
- ***¿Transcurrido qué plazo (en minutos) sin recibir respuesta vinculante debiera la CNMV hacer público que ha dirigido una sociedad un RUI?***

### Fase 4.- Información al mercado y conclusión del Procedimiento de Información Urgente

*Caso de respuesta de la sociedad cotizada o de requerimiento directo a tercero*

Recibida la respuesta de la sociedad cotizada en el plazo máximo de [X horas] desde que la CNMV le hubiera cursado el requerimiento señalado en la Fase 3, la CNMV actuará de la siguiente manera:

Si la sociedad cotizada confirmase que la noticia o rumor procede de una filtración, la CNMV le exigirá que difunda una declaración de las previstas en el artículo 83 bis 1.f) de la Ley del Mercado de Valores; y, mientras se completa, difunde o asimila dicha comunicación, podrá acordar, además, la suspensión provisional de la cotización del valor. Dicha suspensión se acordará necesariamente cuando se trate de un Hecho Inequivocamente Relevante.

La difusión pública de la citada comunicación o, en su caso, el levantamiento de la suspensión de la cotización pondrán fin al Requerimiento Urgente de Información.

Si la sociedad cotizada manifestase que desconoce las causas de la circunstancia que hubiera activado el Procedimiento, o la CNMV hubiera dirigido directamente su requerimiento de información a un tercero, la CNMV podrá dar por concluido el Procedimiento y, en su caso, informar públicamente de lo actuado; mantener abierto el Procedimiento y, a tal efecto, efectuar las indagaciones complementarias o dirigir los requerimientos de información adicionales a personas o entidades distintas de la sociedad cotizada; o bien, excepcionalmente, cuando considere que la falta de información impide una correcta formación de precios, acordar la suspensión provisional de la cotización del valor.

*Caso de falta de respuesta de la sociedad cotizada*

Si transcurridas [X minutos/horas] desde un requerimiento de información efectuado en el marco de este Protocolo a una sociedad cotizada ésta no hubiera respondido oficialmente a la CNMV, ésta procederá automáticamente a ordenar la suspensión de la cotización del valor, explicando públicamente el motivo.

**Preguntas:**

- ***¿Son razonables los plazos previstos para la respuesta de las sociedades cotizadas?***
- ***¿Existirían otros posibles desenlaces del procedimiento previsto en este Protocolo?***

## Anejo 4

### MODELO DE DECLARACIÓN DE OPERACIONES SOSPECHOSAS

## COMUNICACIÓN DE OPERACIONES SOSPECHOSAS

(Artículo 83 quáter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores)

### 1. DATOS DEL DECLARANTE

#### 1.1 Identificación de la Entidad Declarante

NIF	Denominación Social
<input type="text"/>	<input type="text"/>
Teléfono	Domicilio Social
<input type="text"/>	<input type="text"/>

#### 1.2 Persona física responsable de la comunicación

CIF/Pasaporte	Apellidos y Nombre	Cargo	
<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	
Domicilio	C.P.	Localidad	
<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	
Provincia	País	Teléfono	Correo Electrónico
<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>

### 2. DESCRIPCIÓN DE LA OPERACIÓN QUE SE COMUNICA

#### Descripción de la orden:

Código ISIN del instrumento financiero	Denominación del instrumento financiero	Mercado y país afectados
<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>

Características de la orden: (Fecha y hora de recepción, precio, número de valores, compra, venta, etc)

Características de la ejecución: (Fecha y hora de ejecución/nes, precio, número de valores, compra, venta, etc)

### 3. RAZONES QUE LLEVAN A SUPONER QUE LA OPERACIÓN OBJETO DE ESTA DECLARACIÓN SE REALIZA O SE HA REALIZADO UTILIZANDO INFORMACIÓN PRIVILEGIADA O FALSEANDO LA LIBRE FORMACIÓN DE PRECIOS

#### 4. IDENTIFICACIÓN DE LA/S PERSONA/S POR CUENTA DE LAS QUE SE HUBIERA REALIZADO LA OPERACIÓN Y, EN SU CASO, DE AQUELLAS OTRAS IMPLICADAS EN ELLA<sup>1</sup>

##### 4.1 Persona física

Actúa en calidad de: (Ordenante, titular, cotitular, persona vinculada, otros – especificar-)

CIF/Pasaporte

Apellidos y Nombre

Teléfono

Domicilio

C.P.

Localidad

Provincia

País

Número de cuenta de valores

Otros datos de interés:

##### 4.2 Persona jurídica

Actúa en calidad de: (Ordenante, titular, cotitular, persona vinculada, otros – especificar-)

NIF

Denominación Social

Teléfono

Domicilio Social

C.P.

Localidad

Provincia

País

Número de cuenta de valores

Otros datos de interés

#### 5. OTRA INFORMACIÓN ÚTIL RELATIVA A LA OPERACIÓN OBJETO DE COMUNICACIÓN

Fecha

Firma

<sup>1</sup> El declarante cumplimentará cuantas hojas 2ª sean necesarias para la identificación de las personas, físicas o jurídicas implicadas en la operación objeto de la comunicación.