



**CRITERIOS DE BUENAS PRÁCTICAS PARA
LA PROVISIÓN DE LIQUIDEZ A EMISIONES DE RENTA FIJA
DESTINADAS A INVERSORES MINORISTAS**

25 de octubre de 2010

INTRODUCCIÓN

Este documento contiene los criterios definidos por la CNMV para la actividad de proveer liquidez a emisiones de renta fija¹ destinadas a inversores minoristas, a los efectos de su consideración como buenas prácticas de mercado, por considerar que su aplicación incrementa de una manera significativa el grado de transparencia en la negociación, así como la liquidez de estas emisiones y, en consecuencia, proporciona una correcta protección de los inversores.

Además, con la definición de estos criterios, la CNMV ofrece una referencia a los emisores y entidades financieras a la hora de negociar acuerdos y condiciones para la provisión de liquidez a este tipo de emisiones que vayan a ser admitidas en un mercado secundario oficial español.

Los criterios que aquí se definen no difieren sustancialmente de los compromisos que en la actualidad tienen contraídos las entidades de liquidez de emisiones de renta fija destinadas a minoristas, en virtud de los correspondientes contratos formalizados en su día con los emisores de estos valores.

Las novedades introducidas hacen referencia a dos aspectos concretos: medios de contratación y compromisos de información. Con ellos, la CNMV pretende facilitar a las entidades el cumplimiento de las obligaciones contraídas y que, en la actualidad, dadas las características del mercado de renta fija español, resultan de difícil cumplimiento.

Un ejemplo ilustrativo lo proporciona la obligación establecida en los vigentes contratos a las entidades de liquidez de introducir órdenes de compra y venta en el mercado secundario oficial donde cotizan los valores. En este caso, al tratarse de un mercado bilateral, resulta evidente la dificultad que existe en su cumplimiento, a no ser que el mercado donde se desarrolle la actividad de provisión de liquidez cuente con un medio de contratación que permita la canalización de dichas órdenes, sirviendo como muestra una plataforma electrónica multilateral de negociación. Sin embargo, las entidades de liquidez pueden desarrollar su actividad en cualquier otro medio, siempre que éste cumpla con los criterios definidos en este documento.

También se amplían las actuales obligaciones de información al mercado sobre la actividad de la entidad de liquidez relativa a cotizaciones, negociación y periodos de exoneración. Con ello, la CNMV trata de facilitar al inversor minorista el acceso a la información necesaria para la correcta toma de sus decisiones en esta materia.

En todo caso, no se trata de requisitos de carácter normativo de obligado cumplimiento, sino de una señalización por parte de la CNMV de lo que estima constituye una buena práctica de mercado en esta materia.

El documento incorpora también un modelo de contrato de liquidez² elaborado por la CNMV basado en los criterios que a continuación se definen, con el fin de proporcionar a las entidades que desarrollan esta actividad una herramienta que les sirva de apoyo en su seguimiento.

¹ A los efectos de aplicación de estos criterios, se excluyen las emisiones de pagarés y se añaden las de participaciones preferentes

² Ver Anexo

CRITERIOS

La CNMV considera una buena práctica que los compromisos de liquidez asociados a las emisiones de renta fija destinadas a inversores minoristas cuyos valores vayan a cotizar en un mercado secundario oficial español, sigan los siguientes criterios:

Medio de negociación: Las entidades de liquidez desarrollarán esta actividad en cualquier medio multilateral electrónico de negociación que reúna los siguientes requisitos:

- ⇒ ***Acceso no discriminatorio*** para cualquier inversor a través de su intermediario habitual, aunque éste no sea la entidad emisora, colocadora o proveedora de liquidez de los valores.
- ⇒ ***Transparencia informativa sobre cotizaciones*** de los valores negociados a los inversores particulares, tales como: volúmenes de oferta y demanda y precios cotizados.
- ⇒ ***Información pública sobre las operaciones ejecutadas:*** volumen y precios.
- ⇒ ***Suficiente información pública sobre la entidad proveedora de liquidez:*** horario de actividad, exoneraciones y reinicios de la actividad, así como las bajas definitivas como entidades de liquidez de un valor.

Compromiso de liquidez: Las entidades de liquidez se obligarán a introducir órdenes vinculantes de compra y venta, de acuerdo con las siguientes reglas:

- ⇒ ***Horario:*** Las entidades de liquidez establecerán las horas de cada sesión de negociación en las que dotarán de liquidez a los valores para los que han adquirido tal compromiso.
- ⇒ ***Volumen mínimo:*** las entidades de liquidez fijarán un volumen mínimo para cada orden de compra y venta que ellas introduzcan en el sistema. En general, este límite parece razonable fijarlo en 25.000 Euros, si bien puede variar en función del volumen total de la emisión o de la disponibilidad de valores para su venta en cada momento. Este límite no afecta a las órdenes de compra y venta cursadas por los intermediarios financieros que no actúan como entidades de liquidez del valor en cuestión.
- ⇒ ***Horquilla de precios:*** la diferencia entre los precios de oferta y demanda cotizados por las entidades de liquidez en términos de T.I.R., no será superior al diez por ciento (10%) de la T.I.R. correspondiente a la demanda, con un máximo de cincuenta (50) puntos básicos en los mismos términos y nunca será superior al tres por ciento (3%) en términos de precio. El cálculo de la T.I.R. se realizará conforme a los estándares de mercado en cada momento.
- ⇒ ***Excepciones:*** en casos de alteración extraordinaria de las circunstancias de mercado, las entidades de liquidez podrán cotizar precios de oferta y demanda cuya diferencia no se ajuste a la horquilla anteriormente descrita, respetando, en todo caso, la normativa que el respectivo medio de negociación tenga establecida para estos supuestos.

Asimismo, cuando la Entidad de Liquidez no disponga de valores que le permitan cotizar precio de venta, el precio de compra cotizado reflejará, al menos, el valor razonable y podrá tomar como referencia el precio de cierre del valor en la última sesión en la que éste se haya negociado.

Exoneración: las entidades de liquidez definirán los supuestos en los que podrán exonerarse de sus compromisos adquiridos como tales. También adquirirán el compromiso de reanudar el cumplimiento de sus obligaciones como proveedoras de liquidez de un valor, cuando las causas que hayan motivado su exoneración hayan desaparecido. De manera indicativa, se pueden citar los siguientes:

- ⇒ Cuando el saldo en cuenta propia de los valores objeto de provisión de liquidez alcance determinado volumen. (Ej.: 10% del importe nominal del saldo vivo de la emisión).
- ⇒ Ante cambios en las circunstancias estatutarias, legales o económicas que afecten sustancialmente a los valores objeto de provisión de liquidez o a su emisor.
- ⇒ Cuando se aprecie de forma determinante una disminución significativa de la solvencia del emisor de los valores objeto de provisión de liquidez o la capacidad de pago de sus obligaciones. A estos efectos, una disminución inferior a dos niveles en la calificación crediticia del emisor no se considerará una disminución de la solvencia o capacidad de pago de sus obligaciones.
- ⇒ Ante supuestos de fuerza mayor que hicieran excepcionalmente gravoso el cumplimiento de las obligaciones de provisión de liquidez.

Obligaciones de información: las entidades de liquidez utilizarán los medios necesarios para garantizar a los inversores minoristas y a sus intermediarios, con independencia de que sean o no clientes de la entidad emisora o colocadora, acceso libre, con el menor retardo posible al menos, a la siguiente información:

- ⇒ Horario de provisión de liquidez.
- ⇒ Volúmenes y precios cotizados, de compra y de venta.
- ⇒ Volúmenes y precios negociados, de compra y de venta.
- ⇒ Exoneraciones y reinicios de la actividad.

Como se ha indicado anteriormente, la CNMV considera que las plataformas electrónicas multilaterales de negociación, de las que formen parte una pluralidad de entidades, permiten el seguimiento de los requisitos aquí definidos, si bien no excluye la posible existencia de otros medios de negociación que también lo hagan.

Anexo

**MODELO de
CONTRATO DE LIQUIDEZ
de la EMISIÓN¹
(denominación de la emisión)**

entre

[Denominación social del emisor]

como Emisor

y

[Denominación social de la entidad financiera]

como Entidad Proveedora de Liquidez

[Ciudad], [día] de [mes] de 20xx

¹ Contrato no aplicable a los programas de pagarés

En [Ciudad], [día] de [mes] de 20xx

REUNIDOS

De una parte,

- a. (1) _____, (en adelante, el "**Emisor**") representado por (2) D/D^a _____

De otra parte,

- b. (3) _____, (en adelante, la "**Entidad de Liquidez**") representada por (4) D/D^a _____

EXPONEN

- I. Que el Emisor ha acordado realizar una emisión de (5) _____ de (6) _____ de _____ euros de valor nominal unitario (en adelante, los "**Valores**"), ampliables hasta un máximo de _____ Valores (en adelante, la "**Emisión**"). Los (6) _____ van a ser ofrecidos para su suscripción en España, previa verificación y registro por la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (en adelante, la "**CNMV**") del correspondiente **Folleto Informativo**.
- II. Que los términos definitivos de la Emisión figuran en el Folleto Informativo y demás documentación acreditativa presentado por el Emisor ante la CNMV para su verificación y registro. Los términos que se definan en el Folleto Informativo tendrán el mismo significado en el presente contrato, salvo que expresamente se prevea otro distinto.
- III. Que el Emisor ha decidido solicitar la admisión a cotización de los Valores en el Mercado (7) _____, previa su inclusión en los registros contables a cargo de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.U. (en adelante referida a los efectos de este Contrato como "Iberclear") y sus Entidades Participantes.
- IV. Que el Emisor está interesado en dotar a esta Emisión de un mecanismo que proporcione liquidez adicional (tanto a la compra como a la venta) a la que resulte de la negociación de los Valores en el Mercado (7) _____.
- V. Que la Entidad de Liquidez conoce la existencia y contenido del Folleto Informativo en el que se establecen las condiciones de la Emisión de los Valores y manifiesta tener los medios técnicos económicos y humanos precisos para otorgar liquidez a la Emisión y para asumir los compromisos establecidos en el presente contrato.
- VI. Que, por todo ello, el Emisor está interesado en que la Entidad de Liquidez facilite liquidez a los titulares de los Valores, una vez admitidos éstos a negociación en el Mercado (7). _____.

Por todo lo cual, ambas Partes, reconociéndose mutuamente capacidad y legitimación suficientes, suscriben el presente Contrato de Liquidez (el "**Contrato**"), con sujeción a las siguientes

CLAÚSULAS

1. COMPROMISO DE LIQUIDEZ

- 1.1** La Entidad de Liquidez asume, en los términos previstos en este contrato, el compromiso de dotar de liquidez a los Valores en el Mercado (7) _____, comunicándole a éste tal extremo, para su inscripción en el Registro de Entidades que prestan este servicio.
- 1.2** La Entidad de Liquidez se compromete a dotar de liquidez a los Valores, al menos, desde las ____ horas hasta las ____ de cada sesión de negociación, mediante la introducción de órdenes vinculantes de compra y venta sobre los Valores en la plataforma electrónica multilateral (8)_____ del referido Mercado, de conformidad con las siguientes reglas:
- a.** El volumen mínimo de cada orden de compra y venta introducida por la Entidad de Liquidez será de (9)_____ Euros.
 - b.** La diferencia entre los precios de oferta y demanda cotizados por la Entidad de Liquidez, en términos de T.I.R., no será superior al diez por ciento (10%) de la T.I.R. correspondiente a la demanda, con un máximo de cincuenta (50) puntos básicos en los mismos términos y nunca será superior al tres por ciento (3%) en términos de precio. El cálculo de la T.I.R. se realizará conforme a los estándares de mercado en cada momento.
 - c.** En casos de alteración extraordinaria de las circunstancias de mercado, la Entidad de Liquidez podrá cotizar precios de oferta y demanda cuya diferencia no se ajuste a lo establecido en la letra b. de este apartado, de acuerdo con la normativa establecida en el Mercado de (7) _____ para este supuesto.
 - d.** Cuando la Entidad de Liquidez no disponga de valores que le permitan cotizar precio de venta, el precio de compra cotizado reflejará, al menos, el valor razonable y podrá tomar como referencia el precio de cierre del valor en la última sesión en la que éste se haya negociado.

2. SUPUESTOS DE EXONERACIÓN

- 2.1** La Entidad de Liquidez podrá exonerarse de sus compromisos de dotar liquidez a los Valores asumidos en este contrato, en los siguientes supuestos:
- a.** Cuando el valor nominal de los Valores que mantenga en su cuenta propia¹⁰, adquiridos directamente en el mercado en cumplimiento de su actuación como entidad de liquidez, sea superior al (11) _____% del importe nominal vivo de la Emisión.
 - b.** Ante cambios en las circunstancias estatutarias, legales o económicas que afecten a los Valores o al Emisor.

- c. Cuando se aprecie de forma determinante una disminución significativa de la solvencia del emisor o capacidad de pago de sus obligaciones. A estos efectos, una disminución inferior a dos niveles en la calificación crediticia actual del Emisor no se considerará una disminución de la solvencia o capacidad de pago de sus obligaciones.
- d. Ante supuestos de fuerza mayor que hiciera excepcionalmente gravoso el cumplimiento de este Contrato.
- e. Otros supuestos ¹²

2.2 La Entidad de Liquidez se obliga a reanudar el cumplimiento de sus compromisos de dotar liquidez a los Valores de acuerdo con el presente Contrato, cuando las causas que hayan motivado su exoneración hayan desaparecido.

3. OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN

3.1 La Entidad de Liquidez comunicará al Organismo Rector del Mercado (7) _____ las causas que dan lugar a su exoneración temporal, indicando la fecha y hora en la que causará efecto. Del mismo modo, la entidad de liquidez le comunicará la fecha y hora a partir de la cual reanudará el citado cumplimiento que será obligatorio cuando dichas causas hayan desaparecido.

3.3 La Entidad de Liquidez informará al Emisor inmediatamente de las incidencias o noticias que lleguen a su conocimiento que afecten a la negociación de los Valores.

3.4. La Entidad de Liquidez informará al Emisor con la periodicidad que éste le indique sobre su actividad como proveedor de liquidez de los Valores.

4. OBLIGACIONES DEL EMISOR: ABONO DE COMISIONES

A determinar entre las partes

5. CUMPLIMIENTO CON LA NORMATIVA APLICABLE

5.1 La Entidad de Liquidez declara ser miembro del Mercado (7) _____, obligándose a cumplir en todo momento con el Reglamento y demás normas vigentes en este Mercado y en su plataforma electrónica multilateral (8) _____ que le sean de aplicación.

5.2 La Entidad de Liquidez cumplirá con las obligaciones que se establecen en el presente Contrato, de acuerdo con las reglas de conducta establecidas en la normativa española aplicable y, en particular, en el Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

6. ENTRADA EN VIGOR

El presente Contrato surtirá efectos desde el día en que los Valores sean admitidos a cotización en el Mercado (7) _____.

7. DURACIÓN

- 7.1** Sin perjuicio de lo establecido en los apartados siguientes de la presente Cláusula y en la Cláusula 8, el presente Contrato tendrá la misma duración que la vida de los valores a los que se refiere su Cláusula 1.

8. RESOLUCIÓN

- 8.1** El Emisor y la Entidad de Liquidez podrán resolver el presente Contrato en caso de incumplimiento por cualquiera de las partes de las obligaciones en él establecidas. Dicha resolución se entiende sin perjuicio de la responsabilidad en que pudiera haber incurrido la parte incumplidora por los daños y perjuicios que se hubieren derivado del incumplimiento contractual.
- 8.2** El Emisor podrá resolver el presente Contrato antes de su vencimiento cuando así lo estime conveniente, siempre y cuando lo notifique a la Entidad de Liquidez con un preaviso mínimo de (30) días. No obstante, el Emisor no podrá hacer uso de esta facultad si previamente no alcanza un compromiso con otra Entidad de Liquidez.
- 8.3** La Entidad de Liquidez podrá resolver el compromiso de liquidez con el Emisor antes de su vencimiento cuando así lo estime conveniente, siempre y cuando lo notifique al Emisor con un preaviso mínimo de treinta (30) días. No obstante lo anterior, la Entidad de Liquidez no quedará relevada de las obligaciones asumidas en el compromiso de liquidez en tanto el Emisor no haya designado otra Entidad de Liquidez que la sustituya. Transcurrido el plazo de (30) días sin que el Emisor la hubiera designado, la Entidad de Liquidez, podrá presentar al Emisor otra que la sustituya en los mismos términos del compromiso de liquidez, no pudiendo el Emisor rechazarla.
- 8.4** No obstante, el presente Contrato seguirá surtiendo todos sus efectos en tanto no entre en vigor uno nuevo de características similares que el Emisor haya celebrado con otra u otras entidades de liquidez.
- 8.5** El Emisor comunicará a la CNMV mediante hecho relevante la resolución del presente Contrato y la sustitución de la Entidad de Liquidez.
- 8.6** La Entidad de Liquidez comunicará con antelación, al Mercado (7) _____ la resolución del presente Contrato, y remitirá copia de esta comunicación a la CNMV y a Iberclear.

9. CESIONES Y FUSIONES

- 9.1** Las obligaciones y funciones establecidas en el presente Contrato no podrán ser cedidas, total o parcialmente, por la Entidad de Liquidez, salvo previa autorización expresa y por escrito del Emisor.
- 9.2** Las obligaciones y funciones asumidas por las Partes en virtud del presente Contrato no se verán afectadas en supuestos de fusión, escisión, cesión global de activos o pasivos, cambios de control o supuestos de análoga naturaleza que afecten a cualquiera de las Partes.

10. NOTIFICACIONES

10.1 Todas las notificaciones, declaraciones de voluntad y otros actos de ejecución de cualquier naturaleza previstos en este Contrato, podrán realizarse por correo certificado o por fax. En el supuesto de comunicación por fax, la comunicación será válida y obligatoria cuando el número de fax coincida con el de la otra parte y el original de la comunicación aparezca firmado por un representante de la otra parte.

10.2 A los efectos de practicar las notificaciones que fueran necesarias, las Partes designan las siguientes direcciones y faxes:

a. Emisor: _____

b. Entidad de Liquidez. _____

10.3 Todas las comunicaciones se entenderán válidamente efectuadas si se remitieran a las anteriores direcciones o número de faxes, salvo que el destinatario hubiera comunicado previamente a la contraparte un cambio de dirección por cualquiera de los medios señalados en la Estipulación anterior.

11. LEY APLICABLE Y JURISDICCIÓN

11.1 El presente Contrato se regirá por las leyes españolas.

11.2 Las Partes, con renuncia expresa a cualquier otro fuero que pudiera corresponderles, se someten expresamente a la jurisdicción de los Juzgados y Tribunales de la ciudad de _____ para el conocimiento de cualesquiera disputas pudieran surgir en relación con la interpretación, cumplimiento o ejecución del presente Contrato.

12. FIRMA (13)

12.1 De común acuerdo entre las partes, el presente Contrato puede ser firmado por teletransmisión (telefax) en la fecha indicada en el encabezamiento.

12.2 Las partes reconocen al telefax del Contrato así firmado plena validez y valor probatorio, y ello hasta su reiteración manuscrita en los mismos términos, a lo que las partes se obligan en los originales que el Emisor enviará y que una vez firmados sustituirán, a todos los efectos, a los suscritos por telefax.

Y EN PRUEBA DE CONFORMIDAD las Partes firman el presente Contrato e inicializan todas sus páginas en la fecha y el lugar *ut supra* indicados, en dos (2) ejemplares, uno para el Emisor y uno para la Entidad de Liquidez.

¹ Denominación social y datos registrales del emisor

² Nombre, apellidos y datos identificativos de la persona física que representa al emisor

³ Denominación social y datos registrales de la entidad proveedora de liquidez

⁴ Nombre, apellidos y datos identificativos de la persona física que representa a la entidad proveedora de liquidez

⁵ Número de valores a emitir

⁶ Descripción del valor (participaciones preferentes, obligaciones subordinadas, cédulas hipotecarias, etc.)

⁷ Denominación del Mercado donde van a cotizar los Valores

⁸ Denominación de la plataforma electrónica multilateral

⁹ Limite cuyo importe, expresado en letra y número, no deberá ser inferior a 25.000 Euros

¹⁰ Esto es, sin incluir el saldo de valores mantenido por otras entidades del grupo de la Entidad de Liquidez

¹¹ La suma de los % comprometidos por todas las Entidades de Liquidez, en su caso, no podrá ser inferior al 10% del saldo vivo de la emisión

¹² Las partes podrán determinar otros supuestos de exoneración

¹³ Opcional