

Presidentes de AEB, CECA, UNACC, ASNEF,
EMISORES ESPAÑOLES, ASOCIACION
HIPOTECARIA

Madrid, 16 de junio de 2010

Asunto: Actualización de requisitos en la verificación de emisiones de renta fija e instrumentos híbridos destinadas a minoristas. Identificación de malas prácticas en el proceso de comercialización y negociación posterior.

Muy Sr. nuestro:

Con fecha 17 de febrero de 2009 la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) comunicó por escrito los criterios que había establecido para el análisis de determinadas emisiones de entidades financieras (emisiones subordinadas, participaciones preferentes) que fueran a ser colocadas entre sus clientes minoristas, con el fin de evitar que el conflicto de interés inherente en la colocación de sus propias emisiones supusiera, de hecho, unas condiciones de emisión desventajosas para los suscriptores, al apartarse de las demandadas en mercados mayoristas.

La experiencia ha demostrado que la existencia de informes de expertos independientes en este tipo de emisiones o, en su defecto, la de un tramo mayorista, ha tenido una influencia positiva sobre las condiciones financieras de las emisiones dirigidas a los clientes minoristas. Por ello, la CNMV estima necesario hacer extensivos los criterios ya difundidos al resto de emisiones de renta fija dirigidas al mercado minorista, con independencia del sector al que pertenezca el emisor, su plazo y el carácter de subordinación, si bien de una forma más flexible teniendo en cuenta el tipo de valor.

En consecuencia, en emisiones de renta fija dirigidas a minoristas que tengan la consideración de oferta pública (de acuerdo con lo establecido en el art. 30 bis.1 de la Ley del Mercado de Valores), distintas de las especificadas en el referido escrito de 17 de febrero de 2009, cualquiera que sea la entidad emisora, en ausencia de un tramo mayorista, se ha de presentar, al menos, un informe de experto independiente con el fin de determinar si las condiciones de la emisión son equiparables a las que debería de tener una emisión similar dirigida al mercado mayorista.

Los datos y referencias que se incluyan en los informes de expertos que hayan de ser presentados a la CNMV, así como el momento de su emisión, deberán de referirse a una fecha lo más cercana posible a la prevista para el inicio del periodo de comercialización.

Por otro lado, en aras de una correcta protección del inversor en el mercado secundario, las emisiones destinadas a minoristas deberán contar con una entidad proveedora de liquidez que llevará a cabo sus obligaciones en base a un contrato firmado con la entidad emisora, que incluya la obligación de cotizar precios de compra y venta, siempre que sea factible con una determinada horquilla, y que se incorporará como documento en los procesos de verificación de dichas emisiones, con independencia de la inclusión en el folleto de sus aspectos más relevantes, tal y como se viene haciendo ahora. Asimismo se considera una buena práctica, a efectos de valorar la liquidez de una emisión, que la entidad proveedora de liquidez realice esta actividad a través de, al menos, una plataforma electrónica multilateral y con una pluralidad de entidades participantes que garantice la correcta formación de los precios y ofrezca transparencia de estos.

A las emisiones realizadas al amparo de un programa de pagarés no les serán de aplicación los criterios fijados anteriormente, sin perjuicio de la existencia de contratos con entidades proveedoras de liquidez, estén incluidos o no en plataformas electrónicas multilaterales.

Al objeto de lograr una mayor armonización en los contratos de liquidez, la CNMV esta trabajando en la definición de los requisitos de los contratos tipo para que sirvan de referencia cuando se negocien acuerdos con las entidades proveedoras de liquidez.

En relación con el proceso de comercialización y negociación posterior a la emisión, resulta oportuno señalar los siguientes aspectos que afectarían tanto a emisiones en circulación como a las que se vayan a emitir en un futuro:

- o Para las emisiones en que la liquidez no se facilite a través de una plataforma electrónica de las señaladas anteriormente, constituye una mala práctica que las entidades proveedoras de liquidez coticen posiciones compradoras a precios significativamente inferiores al valor razonable, o posiciones vendedoras a precios significativamente superiores al valor razonable (considerando, en ambos casos, las horquillas habituales en mercado)
- o Constituye también una mala práctica la existencia de mecanismos internos de case de operaciones entre clientes minoristas de la entidad emisora y/o comercializadora de los valores, o entre los clientes y la propia entidad, que presta el servicio de inversión, salvo que se gestionen adecuadamente los conflictos de interés existentes en estos casos. Ello se conseguiría cuando se obtenga un mejor o igual resultado para los clientes que el que se obtendría acudiendo a la entidad de liquidez o a la plataforma electrónica multilateral, o bien cuando se acredite que la transacción se realiza a un precio próximo al valor razonable (considerando las horquillas habituales en mercado) en caso de que no exista contrato de liquidez o éste se haya agotado.
- o Las entidades que prestan servicios de inversión deberán incluir en su política de ejecución de órdenes los procedimientos necesarios para el cumplimiento de las pautas anteriores.

Estas pautas van encaminadas a reforzar la protección de los inversores en unos productos que, por sus características y por la situación del mercado actual, requieren una especial vigilancia y sobre los que entendemos que las entidades emisoras procurarán volcar su experiencia y medios en aras de los mejores intereses de sus clientes.

Finalmente, le comunico que es intención de la CNMV continuar en la línea de refuerzo de las tareas de supervisión en este ámbito y maximizar la difusión pública de estos criterios, por lo que le ruego que dé traslado de esta carta a sus asociados.

Atentamente,

Angel Benito Benito

Director General de Mercados

José M^a Marcos Bermejo

Director General de Entidades