

## **CONTESTACIÓN DE EMISORES ESPAÑOLES A LA CONSULTA PÚBLICA PREVIA, EN RELACIÓN CON LA MODIFICACIÓN DE LA CIRCULAR 1/2017, DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES SOBRE CONTRATOS DE LIQUIDEZ.**

### **ALEGACIONES**

#### **PRIMERA.- INTRODUCTORIA.**

Emisores Españoles valora positivamente esta CONSULTA Previa, pues las modificaciones propuestas, aunque limitadas, contribuirán sin duda a un mejor funcionamiento del contrato de liquidez.

Nos gustaría poder seguir colaborando con la CNMV en las diferentes etapas “legislativas” y, de ser posible, incluso antes que el texto articulado de la futura modificación de la Circular se someta a Audiencia Pública.

En estas Alegaciones comentaremos, en primer lugar, los cambios específicos que se proponen en la Circular y, en segundo lugar, haremos unas consideraciones generales sobre la necesidad de una reflexión global sobre el grave problema que la falta de liquidez supone para un altísimo porcentaje de las empresas en Bolsa. Una visión de conjunto es especialmente importante en este campo y todas las medidas normativas deberían adoptarse de forma integrada.

#### **SEGUNDA.- ALEGACIÓN ESPECÍFICA. MODIFICACIONES PROPUESTAS EN LA CIRCULAR.**

Existe una convicción muy generalizada, tanto entre los emisores como entre los propios intermediarios financieros, de que la regulación del contrato de liquidez tal como aparece en la Circular 1 /2017, no constituye una medida realmente efectiva para favorecer la liquidez de las empresas. La Circular es más rígida que su predecesora (la Circular 3/2007), limitando mucho las condiciones para operar y, sobre todo, los recursos que se pueden asociar a la operativa.

Lo anterior lo decimos sin olvidar dos cosas: (i) que la liquidez de una acción depende de infinidad de factores, la mayoría en la esfera exclusiva del emisor y, sobre todo, (ii) que este tipo de contratos se consideran como una “práctica de mercado aceptada”, en la terminología del Reglamento 596/214 de Abuso de mercado (RAM), estando muy regulados en aras a servir solo para mejorar la liquidez y no para otros fines espurios (i.e. influir indebidamente en el precio), por lo que el margen de maniobra de los reguladores nacionales es claramente reducido.

La propuesta de cambio, plenamente respetuosa -como no podía ser de otra forma- con la OPINION de ESMA de 25 de abril de 2017 (“*Points of convergence in relation to MAR accepted market practises on liquidity contracts*”, en adelante “OPINION”), la valoramos de forma positiva, a pesar de su carácter muy limitado, consecuencia del marco europeo que hay que respetar.

No obstante, creemos que, sin dejar de ser plenamente respetuosos con la OPINION de ESMA, cabe flexibilizar el parámetro de los 20.000 €, que ahora se introduce en la CONSULTA como término comparativo adicional, en cuanto el volumen diario máximo de contratación por sesión.

La flexibilización que proponemos respecto a la que ya prevé la CONSULTA se mueve en dos planos:

1º) En primer lugar se debería **incrementar el umbral cuantitativo**, de forma que quede fijado en 40.000 € o, en cualquier caso, en una cantidad significativamente mayor a los 20.000 € a los que se refiere la CONSULTA, lo que en nuestra opinión daría un mucho mayor juego a la funcionalidad del contrato. Hay que destacar que ESMA, en el PUNTO 29 de su OPINION, establece el citado umbral de los 20.000 €, no como límite absoluto, sino como un ejemplo (emplea la expresión *i.e.*, a diferencia de lo que ocurre con otros límites de la OPINION, que son taxativos).

2) En segundo lugar, se deberían **ampliar los sistemas/modalidades de negociación** donde podría jugar el nuevo límite, entendiendo por las “*especially very illiquid shares*” de las que habla la OPINION, no solo las que se negocian en un SMN o, en el caso de un mercado regulado, únicamente las negociadas en la modalidad “*fixing*” como se prevé en la CONSULTA, sino también otras acciones cotizadas en bolsa que se negocien en el sistema “abierto” y que igualmente sean poco líquidas. La OPINION en ningún momento restringe esta facilidad de los 20.000 € solo a las acciones que se negocien en un mercado alternativo o en un mercado regulado con una operatoria similar a la de nuestro “*fixing*”. La OPINION solo habla de valores muy ilíquidos y lo cierto es que hay muchos valores en bolsa que, aunque no están en el “*fixing*”, son realmente muy poco líquidos.

En este sentido, defendemos que se podrían entender como “acciones negociadas en el abierto muy ilíquidas” aquéllas que se aparten en su conjunto significativamente de la definición de valores con mercado líquido de MIFIR y, en especial, de los requisitos que al efecto señala el artículo 1.1 del Reglamento Delegado 2017/567 de la Comisión. En relación con lo anterior y concretando, defendemos que podrían considerarse como valores “muy ilíquidos”, aquellos que cumplieran cumulativamente los requisitos de:

1. Tener un capital flotante inferior a 100 millones €;
2. Que el número medio diario de operaciones sea inferior a 150 y
3. Que el importe efectivo medio negociado por día también sea inferior a 500.000 €, aunque estos valores se negocien en bolsa en el “abierto”, no en el “*fixing*”. Es cierto que el límite del capital flotante que utilizamos no difiere del previsto en el Reglamento delegado, pero realmente creemos que, en sí, es una cifra bastante reducida y mantenerlo como hacemos en nuestra propuesta, si se cumplen los dos otros límites, no impide que, en una valoración conjunta, las acciones se pudieran seguir considerando muy ilíquidas en el sentido de la OPINION de ESMA.

### **TERCERA.- OTRAS CUESTIONES.**

Aunque aquí nos centramos en dar nuestra opinión sobre la concreta reforma de la Circular sobre contrato de liquidez objeto de la CONSULTA, vemos muy necesaria una reflexión profunda sobre las diferentes medidas regulatorias (en un sentido muy amplio), que de alguna forma inciden en la operatoria que los emisores e intermediarios puedan utilizar para mejorar la liquidez de las acciones tanto en bolsa como en el MAB (creadores de mercado, proveedores de liquidez, gestión discrecional de la autocartera, además de los contratos de liquidez ).

En relación con la gestión discrecional de la autocartera, en el Plan de Actividades de la CNMV se anuncia como medida para el segundo semestre el “análisis y, en su caso, revisión de las recomendaciones de la CNMV sobre operativa discrecional de autocartera” de 18 de julio de 2013. Queremos señalar dos cosas en relación con este punto:

1º En primer lugar, **dichas recomendaciones han sido una guía útil** tanto para los emisores como para los intermediarios y creemos que es positivo que se analicen y revisen intentando mejorarlas, pero en ningún caso se supriman sin más. La existencia de una normativa mucho más intensa europea tras el RAM, no creemos que impida mantener unas recomendaciones como las del 2013, dejando claro, como hasta ahora, que su eficacia jurídica es limitada (meras orientaciones, no un genuino “*safe harbour*”) y, por otra parte, el que exista ya un RTS que regula la gestión de la autocartera en relación con los “*buy-back programmes*” (Reglamento Delegado 2016/1052), no obsta a la utilidad de las recomendaciones de 2013, cuando se gestione la autocartera para otras finalidades diferentes a las recompras previstas en el artículo 5 del RAM.

2º En segundo lugar, y como venimos reiterando en este escrito, creemos que todas las medidas normativas que afecten a la mejora de la liquidez en los mercados **deben ser analizadas de forma conjunta** y, en este sentido, veríamos muy conveniente que la CNMV, antes de aprobar la modificación objeto de esta CONSULTA abriera otra en relación con “el análisis y revisión” de las recomendaciones de 2013 (tarea prevista para el segundo semestre en el Plan de Actividades de la CNMV para este año ). En dicha CONSULTA emisores e intermediarios financieros podrían dar su opinión sobre todas las medidas normativas (en el sentido más amplio de la palabra) que se podrían implementar para mejorar la liquidez (tanto en bolsa como en el MAB), especialmente de las empresas de capitalización no elevada.

\*\*\*\*\*

*Madrid, 31 de mayo 2019*