

Comentarios de EMISORES ESPAÑOLES a la Propuesta de carta de la CNMV sobre “Actualización de requisitos en la verificación de emisiones de renta fija e instrumentos híbridos destinados a minoristas. Identificación de malas prácticas en el proceso de comercialización y negociación posterior”.

EMISORES ESPAÑOLES agradece la oportunidad que se nos da de poder hacer comentarios y observaciones a la Propuesta de carta. Las entidades emisoras somos las primeras interesadas en que la comercialización y negociación de los valores de renta fija se hagan siempre de forma transparente, evitando o gestionando adecuadamente los posibles conflictos de interés y procurándose la mayor liquidez posible. En este sentido damos la bienvenida a cualquier iniciativa de la CNMV encaminada a conseguir los citados objetivos. No obstante, al analizar la Propuesta se nos plantean una serie de cuestiones que pasamos a exponer, distinguiendo según sean de tipo formal o de índole sustantivo-material.

A) Cuestiones formales

En primer lugar, aunque no negamos la legalidad e incluso la conveniencia en muchos casos de que la CNMV pueda dirigirse a la industria mediante cartas como la que nos ocupa (una manifestación más de lo que se ha dado en llamar “soft law”), no es menos cierto que tratándose de imponer obligaciones nuevas (y además de cierto calado) como ocurre en el presente caso, sería muy deseable que las nuevas medidas tuvieran su reflejo en auténticas normas jurídicas.

Aunque a veces el lenguaje empleado es ambiguo, caben pocas dudas de que la Carta pretende imponer ciertas prácticas, yendo más allá de las simples recomendaciones.

La Propuesta de carta actualiza los requisitos previstos por la CNMV en otra fechada el 17 de febrero de 2009, y extiende sus previsiones a cualquier instrumento de renta fija, aunque el emisor ya no sea una entidad financiera. Esta última carta se refiere a su vez a otra de 10 de junio de 2005, que incidía sobre la misma materia. Además, el 7 de mayo del 2009 la CNMV mandó una nueva carta sobre las condiciones de comercialización de instrumentos financieros del mercado de valores. Esta pluralidad de misivas genera cierta confusión y sería muy deseable que la CNMV aprovechara la futura Carta para introducir alguna

claridad sobre que contenidos siguen siendo de aplicación y muy especialmente que refundiera en una sola la nueva carta y la del 17 de febrero de 2009 (manteniendo todas las diferenciaciones precisas en función de la diferente naturaleza de los instrumentos financieros).

B) Cuestiones sustantivas

Parece excesivo que todas las medidas que la Propuesta contiene se quieran aplicar a cualquier emisión de renta fija dirigida al mercado minorista. Desde esta perspectiva, creemos que la CNMV debería reflexionar sobre el ámbito de aplicación de estas medidas, restringiéndolas a los productos con características financieras más complejas

Las previsiones de la futura Carta (o al menos algunas de ellas, según los casos) deberían aplicarse preferentemente a las emisiones de productos especialmente complejos o que impliquen una mayor asunción de riesgo por parte del inversor, o sean más susceptibles de suscitar un conflicto de interés. A todas luces la versión definitiva de la Carta requeriría una redacción mucho más matizada en este punto .

Hay que recordar además que la colocación de estos productos (como la de cualquier instrumento financiero) está sujeta a las exigentes previsiones de la normativa MIFID. Tratándose normalmente de colocaciones públicas, será también de aplicación toda la regulación tuitiva concerniente a las ofertas públicas . Por último, hay que recordar que el muy reciente RD Ley 6/2010, en su artículo 18, ha obligado a utilizar un intermediario financiero en las colocaciones privadas dirigidas a los minoristas. Todo esto evidencia aún más lo excesivo del ámbito de aplicación previsto para la futura Carta.

Aunque como se acaba de mencionar existe una tendencia clara a proteger al minorista incluso en los supuestos de colocaciones privadas, parece innecesario que para estas colocaciones también se exija siempre –sin matices- la presentación de un informe de experto y la firma de un contrato de liquidez. Cabe aquí observar una cierta contradicción interna en la propia Propuesta, pues si bien en su segundo párrafo habla de hacer extensivos los criterios de la Carta de 17 de febrero de 2009 “de forma más flexible, teniendo en cuenta el tipo de valor..”, luego no recoge ninguna especificidad.

Nos parece especialmente criticable el que la Propuesta, con su actual redacción, parezca también aplicable a las emisiones de pagarés, instrumentos financieros de emisión continua que las entidades vienen poniendo en circulación bajo un programa de emisión y que requieren de una colocación ágil entre los inversores. La exigencia en estas emisiones del informe de experto independiente, haría casi imposible su utilización para la captación de recursos por parte de los emisores. La Carta –en su versión definitiva- debería excluir claramente a los pagarés de su ámbito.

De forma más específica en relación con el informe de experto surge la duda de si su contenido y, en general su régimen, es el mismo contemplado en la Carta de 17 de febrero de 2009. La Propuesta no dice nada al efecto, pero una respuesta positiva sin más plantea problemas, ya que la Carta del 2009 se refiere al informe de experto en emisiones de renta fija especialmente complejas (y no a todas como la futura Carta).

En relación con el contrato de liquidez se nos plantean las siguientes cuestiones:

Se debería permitir que las cláusulas del contrato se incorporaran al folleto - como ya ocurre con los pagarés de elevada liquidez-, como alternativa a la aportación física del mismo en el proceso de verificación.

En los casos en que no se utilice una plataforma electrónica, surge la duda de que debe entenderse por “valor razonable”, cuya definición sólo encontramos en la normativa contable y por lo tanto debería clarificarse que se entenderá por “valor razonable” a estos efectos (si se aplicaría el concepto contable u otro).

Parece claro el interés de la CNMV en que la liquidez de las emisiones de renta fija se otorgue a través de alguna plataforma electrónica *“que garantice la correcta formación de precios y ofrezca transparencia de éstos, cuando el mercado en el que está admitido el instrumento financiero disponga de ella”* características éstas que suponemos que cumplirá, por ejemplo, el recién inaugurado SEND, auspiciado por AIAF. A la vista de lo anterior, parece como si la Propuesta desconfiara de los emisores que no vayan a utilizar las plataformas electrónicas, lo que nos parece inadecuado.

Sin embargo, la Propuesta no es clara en relación con la posibilidad de que las entidades emisoras o comercializadoras de los valores puedan establecer mecanismos internos de caso de operaciones entre clientes minoristas pues, por una parte, la existencia de dichos mecanismos se considera como mala práctica, pero por otra dejaría de serlo cuando el inversor obtuviera un mejor o igual resultado que el que se obtendría acudiendo a la entidad de liquidez o cuando la operación se realizara a un precio próximo al valor razonable, en el caso de que no existiera contrato de liquidez o éste su hubiera agotado.

Dicho de otro modo, el establecimiento de estos mecanismos internos por parte del emisor/comercializador de los valores, como instrumento de liquidez a favor de los inversores, exigiría por su parte una "vigilancia" constante de los precios que esté ofertando en cada momento la entidad de liquidez, de si el compromiso adquirido por ésta se ha agotado ya, etc..., lo que sin duda complicaría sobremanera la implantación de estos mecanismos hasta el punto de hacerlos inviables en la práctica, con el consiguiente perjuicio para los inversores, que perderían una alternativa adicional para la obtención de liquidez.

A la vista de lo complejo y oneroso que puede resultar el cumplimiento de las obligaciones de dar liquidez tal y como aparecen reflejadas en la Propuesta de carta, quizás sería más realista –al menos para ciertos casos- la solución de exigir que en el folleto de oferta apareciera recogida de forma bien visible (en el Capítulo de riesgos) la no adopción de ninguna de las medidas señaladas.

Finalmente, debería eliminarse cualquier mención a una cierta eficacia "retroactiva" de la futura Carta, como la incluida al final de la misma en relación con las buenas y malas prácticas para dar liquidez y su aplicación a las emisiones (ya) en circulación.